

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 30

JUIN 1996

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité demeure bien orientée aux États-Unis, tandis que la reprise se manifeste graduellement au Japon. En Europe, des signes de stabilisation apparaissent en Allemagne et en Italie, mais l'activité reste atone en Espagne. L'inflation est restée dans l'ensemble contenue. En moyenne, les taux d'intérêt à court terme ont poursuivi leur repli dans les principaux pays européens. Les rendements à long terme ont continué de se tendre, davantage aux États-Unis qu'en Europe.

L'évolution des principales devises en mai

Le dollar est resté quasiment stable vis-à-vis des devises européennes. Le yen s'est nettement affaibli, face aussi bien au dollar qu'au deutschemark. La livre sterling, la lire et la couronne suédoise ont progressé contre la monnaie allemande, tandis que la peseta reculait en fin de période. Le franc a peu évolué, la faiblesse de l'inflation, le dynamisme de la croissance au premier trimestre, l'importance de l'excédent commercial en mars et les prévisions de réduction du déficit budgétaire à 3 % en 1997, constituant, selon la Commission européenne, autant d'éléments favorables à sa bonne tenue.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en mai

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a légèrement progressé. La production a augmenté dans les industries alimentaires et, faiblement, dans les biens d'équipement ; elle a stagné dans les biens de consommation et les biens intermédiaires et a fléchi dans l'automobile.

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

La demande globale apparaît encore bien orientée. Si le marché interne a bénéficié d'une évolution plus favorable de la demande interindustrielle, les échanges avec l'étranger ont peu progressé. Les carnets de commandes, toujours nettement insuffisants dans les biens intermédiaires, sont proches de la normale dans les autres secteurs. Les stocks, qui apparaissent globalement supérieurs au niveau désiré, se sont quelque peu allégés dans les industries agro-alimentaires et les biens intermédiaires.

Au cours des prochains mois, une augmentation modérée de l'activité est attendue dans tous les secteurs ; elle serait un peu plus marquée dans les biens de consommation.

Les chefs d'entreprise ont parfois revu à la baisse les prix de leurs produits finis. Cette politique tarifaire rend plus difficile la restauration des marges, malgré l'allègement du coût de certaines matières premières.

Dans l'attente d'une reprise mieux assurée des affaires, des programmes d'investissement d'envergure sont reportés.

L'activité commerciale a progressé d'un mois à l'autre, mais se situe légèrement en dessous du niveau atteint en mai 1995.

Les effectifs se sont contractés dans la plupart des secteurs de l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires, où ils se sont stabilisés ; également en diminution dans le bâtiment, ils n'ont pas varié dans le commerce et les services marchands.

La balance des paiements en mars

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial*, avec 12,1 milliards de francs, dépasse nettement la moyenne des six derniers mois (9,7 milliards), les exportations atteignant leur montant historiquement le plus élevé. L'excédent cumulé sur douze mois glissants s'établit à 107,9 milliards de francs, niveau record, contre 92,2 milliards pour la période correspondante arrêtée à mars 1995.

Le *compte de transactions courantes* a dégagé, en données brutes, un excédent de 3,6 milliards de francs (10,3 milliards de francs en données cvs), après - 0,2 milliard en février, et s'établit à 29,1 milliards au premier trimestre, contre 35,6 milliards un an plus tôt.

Le *compte financier* a enregistré des sorties nettes de 16,4 milliards de francs (en données brutes), après - 18,2 milliards en février, portant leur cumul à 42,8 milliards pour les trois premiers mois de 1996 (contre 28,3 milliards au premier trimestre 1995). Les *investissements directs*, par suite d'un flux d'investissements français à l'étranger (16 milliards de francs) deux fois plus important que celui des investissements étrangers en France, ont dégagé un solde déficitaire de 7,9 milliards de francs et enregistrent pour les trois premiers mois de 1996 un solde négatif de 5,4 milliards (contre + 7,5 milliards au premier trimestre 1995). Les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine de sorties nettes de 87,5 milliards de francs, après 33,4 milliards en février, portant le total de ces dernières à 193,4 milliards pour le trimestre (contre 37 milliards un an plus tôt). Les *autres investissements* ont dégagé des entrées nettes de 79,1 milliards de francs, après 15,4 milliards en février, hissant leur cumul à 156,2 milliards pour le trimestre (contre 3 milliards au premier trimestre 1995). Les *avoirs de réserve* sont restés quasiment stables, comme les deux mois précédents.

Les marchés de capitaux en mai

Les marchés de taux d'intérêt ont enregistré des fluctuations d'ampleur limitée, dans une ambiance assez peu active en raison des nombreux jours fériés et du *statu quo* des taux directeurs des principales banques centrales.

En France, les taux interbancaires ont enregistré une très légère correction à la hausse, dans un contexte marqué par l'affaiblissement des anticipations d'une baisse supplémentaire des taux directeurs de la Banque de France et de la Banque fédérale d'Allemagne, en raison des perspectives d'une reprise de la croissance au cours du deuxième trimestre 1996.

Sur le marché obligataire, les taux n'ont que partiellement répercuté les nouvelles hausses de rendement intervenues aux États-Unis, où le maintien d'une croissance toujours soutenue entretient les anticipations de durcissement de la politique monétaire du Système de réserve fédérale. Le taux de l'emprunt phare français à 10 ans est ainsi remonté de 6,39 %, le 30 avril, à 6,49 %, le 31 mai. Toutefois, le marché obligataire français a mieux résisté que son homologue allemand grâce à une demande domestique relativement ferme et l'écart OAT-Bund s'est inversé d'une fin de mois à l'autre, à - 2 points de base, le 31 mai, contre + 4 points de base, le 30 avril.

L'encours global des titres de créances négociables s'est accru de 5,8 milliards de francs. Cette augmentation est due essentiellement à l'arrivée sur le marché des billets de trésorerie de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades). L'encours de ces titres a augmenté de 20,2 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières a progressé de 3,6 milliards. À l'opposé, les certificats de dépôt ont perdu 14,2 milliards de francs et les bons à moyen terme 3,8 milliards. Les taux à l'émission ont marqué une détente pour tous les titres et toutes les maturités.

Dans un contexte caractérisé par une légère remontée des taux d'intérêt à court terme et la quasi-disparition de l'écart entre les taux longs servis en France et en Allemagne, la très forte reprise des émissions observée depuis le mois de janvier s'est quelque peu atténuée. L'activité sur les marchés primaires obligataires a marqué une pause pendant la première quinzaine du mois, tant sur le marché domestique que sur celui de l'eurofranc, puis s'est vivement redressée sous l'effet du lancement des emprunts obligataires de la Cades (25 milliards de francs) et de nombreuses émissions de titres convertibles ou d'obligations possédant des bons de souscription d'actions.

Contrairement au mois précédent, la Bourse de Paris s'est globalement repliée.

Les agrégats monétaires

En avril, l'*agrégat de monnaie M3* a diminué de 1,2 %, après avoir été stable le mois précédent. Les moyens de paiement (M1), dont l'évolution au mois le mois est assez contrastée, se sont réduits de 2,2 %, alors qu'ils avaient progressé de 2,4 % en mars. La collecte sur les livrets à taux réglementés (M2 – M1) a légèrement repris (0,5 %). La contraction de M3 est donc le fait des placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2), qui ont à nouveau reculé (de 1,6 %), en raison d'arbitrages opérés notamment en faveur de produits d'épargne longue.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'est établie à 6,2 %, celle de M2 à 7,4 % et celle de M3 à 2,9 %.

La croissance de l'*épargne contractuelle (P1)* est restée vive (1,7 % en un mois et 16,0 % en rythme annuel). Le développement des plans d'épargne-logement s'est accentué, s'élevant à 21,4 % en rythme annuel. Celui des plans d'épargne populaire est demeuré très élevé également (17,4 %).

À fin mars, la croissance annuelle de l'*endettement intérieur total* s'est établie à 5,0 %, la progression des crédits à l'économie s'élevant, pour sa part, à 2,3 %.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

La revalorisation du SMIC

1^{er} mai Compte tenu de l'évolution des prix, le taux horaire du SMIC est porté de FRF 36,98 à 37,72.

Les télécommunications

10 mai L'assemblée nationale adopte le projet de loi qui ouvre ce secteur à la concurrence à partir du 1^{er} janvier 1998.

29 mai Le Conseil des ministres adopte le projet de loi qui entérine le changement de statut de France Télécom. À partir de 1997, l'opérateur sera une « entreprise nationale » dotée d'un capital dont une partie minoritaire sera mise sur le marché.

Les privatisations

3 mai L'État va céder de gré à gré 6 % du capital de Renault, ramenant sa participation de près de 53 % à un peu moins de 47 %.

21 mai Lancement de l'offre publique de vente (OPV) des Assurances générales de France, au prix de FRF 128 l'action.

31 mai Selon le ministère de l'Économie et des Finances, plus de 850 000 particuliers ont répondu à cette OPV, avec FRF 6,7 milliards d'ordres, soit trois fois le montant proposé. Pour les institutionnels, le prix de vente a été fixé à FRF 136 par titre. Au total, l'opération rapportera entre FRF 8,5 milliards et 9,3 milliards à l'État.

Les finances publiques

13 mai Selon l'arrêté définitif des comptes 1995, le déficit budgétaire de l'année dernière s'est établi à FRF 322,96 milliards.

23 mai Dans les « mandats de préparation » du budget 1997 adressés à tous les ministres, Alain Juppé confirme l'objectif d'une stabilisation des dépenses en francs courants, soit une baisse en volume.

Les mesures en faveur des banlieues

22 mai Le Conseil des ministres adopte le projet de pacte de relance pour la ville, qui prévoit la création de 44 zones franches, dont 6 dans les départements d'outre-mer. L'ensemble des mesures en faveur des quartiers dégradés coûtera FRF 2,5 milliards par an à l'État.

La réduction du temps de travail

- 30 mai** L'Assemblée nationale adopte une proposition de loi qui prévoit une réduction de charges sociales sur sept ans en échange d'une réduction du temps de travail et de créations d'emplois.

La Banque de France et la politique monétaire

- 29 mai** Publication au Journal officiel d'un arrêté du ministère de l'Économie et des Finances portant homologation de sept règlements du Comité de la réglementation bancaire, qui prévoient notamment un renforcement des pouvoirs de la Commission bancaire et un accroissement des obligations imposées aux banques en matière de transparence.
- 6 juin** La Banque de France abaisse de 0,10 point son taux d'appel d'offres, le ramenant à 3,60 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels***Le PIB au premier trimestre 1996***

- 31 mai** Selon l'INSEE, le PIB a augmenté de 1,2 % au premier trimestre, après un recul de 0,4 % au dernier trimestre 1995. Le principal moteur de la croissance a été la demande interne et particulièrement la consommation des ménages, qui a progressé de 2,4 % en moyenne.

Les perspectives d'activité

- 9 mai** Selon une enquête de l'INSEE, l'investissement industriel progresserait de 9 % en valeur et de 7 % en volume en 1996.
- 30 mai** Selon l'enquête de conjoncture de l'INSEE du mois de mai, les perspectives de production des industriels se dégradent et leurs carnets de commandes se dégarnissent.

La production industrielle

- 27 mai** En mars, la production manufacturière a progressé de 1,4 % en données cvs.

Les défaillances et les créations d'entreprises

- 6 mai** Selon l'INSEE, le nombre des défaillances jugées en novembre 1995 a progressé de 2,2 % par rapport à octobre. De son côté, la Société française d'assurance-crédit (SFAC) fait état de 7 940 faillites en avril 1996, chiffre le plus élevé jamais enregistré.
- 13 mai** Selon l'INSEE, 23 130 entreprises ont été créées en avril, contre 23 650 en mars.

Les mises en chantier et les ventes de logements

- 21 mai** En avril, les mises en chantier de logements neufs ont augmenté de 26,5 % (cvs) par rapport à mars, selon l'INSEE.
- 30 mai** Au premier trimestre, les ventes de logements neufs ont augmenté de 11,7 % par rapport à la période correspondante de 1995, mais ont reculé de 4,4 % par rapport aux trois mois précédents.

Les immatriculations d'automobiles

- 2 mai** En avril, les immatriculations ont progressé de 13,6 % en données brutes par rapport à avril 1995. À nombre de jours ouvrables comparables, la hausse n'est que de 2,9 %.

La consommation des ménages

- 28 mai** En avril, la consommation des ménages en produits manufacturés a baissé de 1,4 %, après un recul de 1,3 % en mars et de 0,5 % en février. Sur un an, elle ressort néanmoins en hausse de 1,8 %.

L'emploi

- 15 mai** Au premier trimestre, l'emploi salarié dans le secteur marchand non agricole a diminué de 0,1 %.

Les salaires

- 15 mai** Au premier trimestre, le taux horaire du salaire ouvrier a progressé d'environ 1 %, après 0,3 % au cours des trois mois précédents, selon les données provisoires du ministère du Travail.

Les prix

- 24 mai** En avril, les prix à la consommation ont progressé de 0,2 % sur un mois et de 2,4 % sur un an, selon l'indice définitif de l'INSEE.

Les comptes extérieurs

- 15 mai** En février, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 10,97 milliards (données cvs), après 14,32 milliards en janvier.
- 29 mai** En mars, l'excédent de la balance commerciale (cvs) a atteint FRF 12,13 milliards. Sur l'ensemble du premier trimestre, le solde positif cumulé s'élève à FRF 30,65 milliards (cvs), soit 5 milliards de plus qu'au cours de la période correspondante de 1995.

2.2. Étranger

- 2 mai** Au Royaume-Uni, défaite des conservateurs aux élections municipales.
- 3 mai** Aux États-Unis, annonce de la création de 2 000 emplois non agricoles en avril, le taux de chômage s'établissant à 5,4 %.
- 6 mai** En Allemagne, M. Tietmeyer déclare que la croissance de la masse monétaire se ralentira prochainement et que la surévaluation de la monnaie allemande s'est nettement réduite.
- En Allemagne, baisse plus forte que prévue du nombre de chômeurs (– 62 000 en avril, avec un taux de chômage de 10,3 %).
- Aux Pays-Bas, la Banque centrale abaisse son taux des avances spéciales, de 2,70 % à 2,60 %.
- 7 mai** En Espagne, la Banque centrale réduit son taux de prises en pension, de 7,75 % à 7,50 %.
- En Suède, la Banque centrale baisse son taux de prises en pension, de 6,90 % à 6,70 %.
- 9 mai** En Allemagne, déclaration de M. Gaddum (membre du Conseil de la Banque fédérale) affirmant que « la Bundesbank combattra toute instabilité qui viendrait de la crainte que les taux doivent recommencer à monter », ce qui confirme le potentiel de baisse des taux.
- En Allemagne, manifestations des salariés du secteur public.
- En Suède, M. Heikensten (vice-gouverneur de la Banque centrale) envisage l'entrée de la couronne suédoise dans le mécanisme de change européen, mais à condition que la stabilité de la couronne se confirme préalablement.
- 10 mai** En Allemagne, l'indice final du coût de la vie en avril a progressé de 0,1 % en avril (soit + 1,5 % en rythme annuel).
- Aux États-Unis, les prix à la production ont augmenté de 0,4 % en avril (0,1 % hors alimentation et énergie).
- En Suède, le ministre des Finances déclare que la question de l'intégration de la couronne suédoise au mécanisme de change européen sera tranchée en septembre 1997.
- 13 mai** En Belgique, la Banque nationale abaisse son taux central, de 3,30 % à 3,20 %.
- 14 mai** Aux États-Unis, les prix à la consommation pour avril ont augmenté de 0,4 % (+ 0,1 % hors alimentation et énergie) et les ventes au détail se sont contractées de 0,3 %.
- En Suède, les prix ont augmenté de 0,2 % en avril (+ 1,3 % en rythme annuel).
- 15 mai** En Allemagne, le Conseil de la Banque fédérale maintient le taux d'escompte à 2,50 % et le taux Lombard à 4,50 % et décide de procéder aux deux prochaines prises en pension hebdomadaires au taux fixe de 3,30 %, stable depuis le 7 février.

Étranger

- 15 mai** Au Japon, M. Sakakibara (ministère des Finances) indique que le pays partage l'idée américaine d'un dollar fort.
- La Commission européenne annonce que la France et l'Allemagne sont en mesure de limiter leurs déficits publics respectifs à 3,0 % et 2,9 % en 1997.
- 16 mai** Aux États-Unis, progression de 5,9 % des mises en chantier en avril et 350 000 nouvelles demandes d'allocation chômage.
- 17 mai** Aux États-Unis, le déficit commercial américain se creuse à USD 8,92 milliards en mars, tout comme le déficit bilatéral avec le Japon qui atteint USD 4,11 milliards. Mais le déficit de février, d'abord estimé à USD 8,2 milliards, est revu en baisse à USD 7 milliards.
- En Italie, formation du gouvernement Prodi : nomination de M. Dini aux Affaires étrangères, de M. Ciampi au Budget et de M. Visco aux Finances.
- 20 mai** En Belgique, la Banque nationale baisse son taux des avances à 7 jours, de 3,30 % à 3,20 %, le ramenant ainsi au même niveau que son taux central qui avait été réduit de 10 points de base, à 3,20 %, le 14 mai.
- Au Japon, chute de 66 % de l'excédent commercial en avril par rapport à avril 1995, à JPY 320 milliards.
- L'OCDE révisé à la baisse ses prévisions de croissance en Europe (1,6 %, au lieu de 2,6 % en 1996) et aux États-Unis (2,3 %, au lieu de 2,7 %), mais relève ses prévisions pour 1996 au Japon (2,2 %, contre 2,0 %).
- 21 mai** En Allemagne, M. Sievert (membre du Conseil de la Banque fédérale) affirme qu'un renforcement du dollar serait bon pour l'Allemagne. M. Summers (vice-secrétaire d'État au Commerce américain) déclare également que les États-Unis préfèrent un dollar fort.
- En Suède, la Banque centrale abaisse son taux des prises en pension, de 6,70 % à 6,50 %.
- 22 mai** En Allemagne, M3 a progressé en avril de + 11,2 % et l'indice IFO a atteint 91,9 en avril, contre 90,4 en mars.
- En Italie, M. Fantozzi, ministre du Commerce, évoque une possible entrée de la lire dans le mécanisme de change européen au cours pivot de 1 000-1 020, mais pas avant la mi-juin.
- 23 mai** Au Royaume-Uni, le PIB s'est inscrit en hausse de 0,4 % au premier trimestre 1996 (sur les douze derniers mois + 2,0 %).
- 30 mai** En Allemagne, le Conseil de la Banque fédérale laisse inchangés le taux d'escompte à 2,50 % et le taux Lombard à 4,50 % et décide de procéder aux deux prochaines prises en pension hebdomadaires au taux fixe de 3,30 %.
- En Allemagne, progression de 0,3 % en mai de l'indice préliminaire des prix à la consommation pour la partie occidentale.
- Aux États-Unis, le PIB a progressé de 2,3 % en rythme annualisé au premier trimestre 1996.
- 31 mai** En Italie, progression du PIB de 1,2 % au premier trimestre sur un an (après une hausse de 2,4 % au quatrième trimestre 1995).

Étranger

4 juin En Espagne, la Banque centrale diminue son taux d'intervention de 0,25 point, à 7,25 %.

En Suède, la Banque centrale abaisse, pour la douzième fois depuis le début de l'année, son taux des prises en pension, de 6,50 % à 6,30 %.

6 juin Au Danemark, la Banque nationale diminue le taux de ses appels d'offres à deux semaines, de 3,80 % à 3,70 %.

Au Royaume-Uni, la Banque centrale diminue son taux directeur de 0,25 point, à 5,75 %. Cette baisse est la quatrième depuis décembre 1995.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité demeure bien orientée aux États-Unis, tandis que la reprise se manifeste graduellement au Japon. En Europe, des signes de stabilisation apparaissent en Allemagne et en Italie, mais l'activité reste atone en Espagne. L'inflation est restée dans l'ensemble contenue. Les taux d'intérêt à court terme ont poursuivi leur repli dans les principaux pays européens. Les rendements à long terme ont continué de se tendre davantage aux États-Unis qu'en Europe.

Aux **États-Unis**, l'activité demeure soutenue. La croissance du PIB au premier trimestre a cependant été révisée en légère baisse, à 2,3 % en taux annualisé (2,8 % précédemment annoncés). La moindre vigueur de la croissance est imputable aux variations de stocks : - 5,7 milliards de francs dans la deuxième estimation, contre + 7,9 milliards dans la première. Les commandes à l'industrie se sont repliées de 0,1 % en avril, mais enregistrent cependant leur plus forte hausse depuis août 1994 (+ 1,9 %), hors matériel de transport. En revanche, la progression de la consommation (+ 3,6 %), de l'investissement des entreprises (+ 12,3 %), de l'investissement résidentiel (+ 6,6 %) et des achats publics de biens et services (+ 2,6 %) apparaît encore un peu plus soutenue qu'en première estimation, de même que celle des exportations (+ 4,9 %), qui reste néanmoins très en deçà de celle des importations (+ 10,9 %). Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre indiquent une croissance toujours forte, mais avec un léger infléchissement. Le secteur du logement a été bien orienté en avril (+ 5,9 % sur un mois pour les mises en chantier de logements, + 6,7 % pour les seules maisons individuelles, contre une baisse de respectivement 5,2 % et 7,5 % en mars), malgré une certaine tension des taux hypothécaires. En revanche, la consommation a fléchi : la baisse du taux d'épargne des ménages (de 4,3 % en mars à 3,7 % en avril) a été insuffisante pour compenser le repli, en termes réels, du revenu disponible des

ménages (- 0,9 %, contre + 0,1 % en mars) et les dépenses de consommation en volume ont baissé de 0,2 %, après une hausse modérée en mars (+ 0,3 %). La baisse de l'indice de confiance des consommateurs en mai confirme cette tendance. Par ailleurs, si la production industrielle a progressé de 0,9 % en avril, contre une baisse de 0,4 % en mars, il s'agit d'un rattrapage consécutif à la grève qui a partiellement paralysé les usines de General Motors au premier trimestre. Enfin, le marché de l'emploi a été vigoureux en mai, avec 348 000 emplois créés (hors agriculture), contre 163 000 en avril ; le taux de chômage a cependant progressé, atteignant 5,6 % en mai, contre 5,4 % en avril, du fait de l'augmentation du nombre de personnes à la recherche d'un emploi, elle-même liée à l'amélioration de la conjoncture.

Au **Japon**, la reprise économique est encore très graduelle. Si le dernier rapport trimestriel de conjoncture (Tankan) de la Banque du Japon fait apparaître une amélioration des perspectives à court terme des entreprises, ce regain d'optimisme n'est pas général : les PME, dont les marchés restent purement internes, font toujours face à des conditions difficiles qui pèsent sur leurs prévisions d'investissement. Dans un contexte où les stocks sont élevés, la production industrielle japonaise a, d'après des données provisoires, enregistré une progression de 0,9 % en glissement annuel au mois d'avril, mais qui fait suite à une diminution de 2,8 % en mars (chiffre révisé). Les dépenses

réelles de consommation des ménages confirment leur amélioration constante depuis le début de l'année, avec une progression de 1,1 % en glissement annuel en mars, après 3,2 % en février, ce qui représente une hausse de 2,6 % sur un an au premier trimestre 1996, alors que les trimestres de l'année 1995 avaient été négatifs. En avril, les perspectives les plus favorables proviennent à nouveau du secteur du logement, particulièrement dynamique : une forte hausse du nombre des logements mis en chantier, de 12,3 % sur un an, a été observée. C'est la première fois depuis 22 mois que cet indicateur enregistre une progression à deux chiffres, stimulée par la baisse des taux d'intérêt, à leur plus bas niveau historique depuis septembre 1995. Ces éléments contrastent avec le retour du chômage au niveau record de 3,4 % en avril, déjà atteint en janvier dernier, après une amélioration jusqu'à 3,1 % en mars. Le ratio offres/demandes d'emploi reste pourtant inchangé par rapport au mois précédent, avec 67 offres d'emploi pour 100 demandeurs.

En **Allemagne**, le ralentissement de l'activité s'est prolongé au premier trimestre 1996 par un recul de 0,5 % du PIB, après une croissance nulle aux troisième et quatrième trimestres 1995. Ce repli sensible est largement imputable à de mauvaises conditions climatiques qui se sont traduites par un recul marqué de la FBCF-construction (-7,5 %, après un repli de 1,8 % au quatrième trimestre), tandis que les autres composantes de la demande interne se renforçaient. La contribution des exportations nettes à la croissance a été très faiblement positive. Les indicateurs conjoncturels les plus récents donnent quelques signes de stabilisation qui permettent d'envisager une meilleure orientation de l'activité à compter du second semestre 1996 : la production industrielle s'est accrue de 1,4 % en avril, après 0,9 % en mars, ce qui a ramené le recul, en glissement annuel, de 2,9 % à 2,0 %, et les commandes industrielles ont progressé de 2,2 %, après 1,7 %, enregistrant leur première croissance en glissement annuel (0,1 %) depuis juillet 1995. La situation du marché du travail s'est maintenu en mai, le taux de chômage (cvs) étant resté fixe à 10,3 % de la population active, comme en avril. En données brutes, le nombre de chômeurs s'est replié de 3,967 millions à 3,818 millions. Le déficit courant

s'est quelque peu renforcé au premier trimestre 1996, en comparaison du premier trimestre 1995, s'établissant à 4,5 milliards de deutschemarks, contre 3,75 milliards. L'excédent commercial s'est quelque peu tassé, revenant de 20,3 milliards de deutschemarks pour les trois premiers mois de 1995 à 20,2 milliards pour le premier trimestre 1996.

Au **Royaume-Uni**, la croissance modérée de l'activité se confirme. Elle repose essentiellement sur la consommation des ménages. Les ventes au détail poursuivent leur lente progression (+ 0,2 % en avril, comme en mars, le glissement annuel restant inchangé, à 2,2 %) mais la vive croissance des crédits aux particuliers (1,01 milliard de livres sterling en avril) indique un net redressement de la confiance des ménages. Toutefois, la production industrielle a diminué en avril de 0,8 %, après + 0,6 %, le glissement annuel revenant de 1,2 % à 0,8 %. Après une pose en avril, l'amélioration du marché du travail a repris en mai, le taux de chômage s'établissant à 7,7 % de la population active, après 7,8 %. Le déficit du commerce extérieur s'est réduit au mois de mars, à 802 millions de livres sterling, après 1,3 milliard en février et 482 millions en mars 1995. La diminution du déficit sur un mois est due à une meilleure tenue des exportations (+ 3,5 %), ainsi qu'à une diminution des importations (-0,5 %). Toutefois, les trois premiers mois de l'année se soldent par un déficit commercial de 3,5 milliards de livres sterling, en progression de 28 % par rapport au quatrième trimestre 1995.

En **Italie**, selon les premières estimations, le PIB a progressé de 0,2 % au premier trimestre 1996, après une diminution de 0,9 % au dernier trimestre 1995. La faiblesse de la croissance est d'autant plus remarquable que le premier trimestre 1996 comptait trois jours ouvrés de plus que le précédent. En glissement annuel, le PIB a crû de 1,2 %, après 2,3 % au quatrième trimestre 1995 et 3,8 % au premier trimestre 1995. Les derniers indicateurs disponibles indiquent cependant une faible reprise de l'activité. La production industrielle (cvs) a ainsi crû de 2,4 % en mars, après 1,3 %, le glissement annuel s'établissant à 0,8 %, après 0,3 %. L'indice de confiance des ménages a,

quant à lui, marqué une nouvelle hausse en mai, selon l'enquête mensuelle de l'Isco.

En **Espagne**, les derniers indicateurs disponibles font état d'une poursuite du ralentissement de la croissance. La production industrielle a reculé de 6,6 % en mars sur un an, après une baisse de 0,9 % en février. Sur les trois premiers mois de l'année, la baisse est de 3 % par rapport à la même période de l'année précédente. Le nombre de chômeurs a quelque peu diminué en mai, à 2,27 millions, après 2,34 millions, le taux de chômage restant inchangé, à 14,9 % de la population active. Il s'établissait à 16 % en mai 1995. Le solde des paiements courants est devenu déficitaire en mars, de 20 milliards de pesetas, après un excédent de 15,9 milliards en février et un solde négatif de 109,8 milliards en mars 1995. Sur le premier trimestre 1996, l'excédent s'établit à 113 milliards de pesetas, contre 31,4 milliards au premier trimestre 1995. Le déficit de la balance commerciale s'est réduit en mars, à 194,4 milliards de pesetas.

La hausse des **prix à la consommation** s'est quelque peu accélérée en Espagne (3,5 % en avril, après 3,4 %), au Japon (0,4 %, après 0,1 %) et en Allemagne (1,7 % en mai, après 1,5 % en avril). Elle s'est, en revanche, ralentie au Royaume-Uni (2,4 % en avril, après 2,7 %) et en Italie (4,3 % en mai, après 4,5 %). Aux États-Unis, elle s'est stabilisée à 2,9 % en mai.

Les **taux d'intérêt** à court terme ont poursuivi leur repli dans les principaux pays européens en mai, à l'exception du Royaume-Uni où ils ont légèrement augmenté. Ils sont restés stables aux États-Unis et au Japon. Les taux à long terme ont continué de se tendre plus fortement aux États-Unis (+ 21 points de base en moyenne mensuelle sur mai) qu'en Allemagne (+ 7 points de base), au Royaume-Uni (+ 3 points de base) et au Japon (+ 8 points de base). En Espagne et en Italie, ils ont poursuivi leur détente. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans, en moyenne mensuelle en mai, était identique en Allemagne et en France (6,46 %).

3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de mai a connu un net affaiblissement du yen, face aussi bien au dollar qu'au deutschemark. Le dollar est resté quasiment stable vis-à-vis des devises européennes. La livre sterling, la lire italienne et la couronne suédoise ont progressé contre deutschemark, tandis que la peseta reculait en fin de période. Les taux d'intérêt européens ont continué à se détendre.

Le franc a peu varié sur la période, entre 3,3770 et 3,39 contre deutschemark.

Après s'être largement déprécié en avril, le dollar contre **yen** a rebondi, progressant d'environ 3,1 % pour atteindre le 29 mai son plus haut niveau historique depuis 27 mois, à 108,85. Les anticipations d'une hausse des taux d'intérêt courts japonais, qui avaient émergé en avril, ont reculé au mois de mai, la Banque du Japon affichant sa détermination à maintenir une politique monétaire accommodante, tant que la reprise économique n'est pas mieux assurée. En effet, même si les mises en chantier ont progressé de 12,3 % en avril sur un an, le chiffre provisoire d'accroissement de la production industrielle en avril (+ 3,9 %) a été moins fort qu'attendu, les ventes au détail ont chuté de 3,3 % et le taux de chômage s'est inscrit à 3,4 % en avril (contre 3,1 % en mars).

De plus, l'excédent commercial japonais a chuté de 66 % en avril par rapport au mois correspondant de l'an passé, à 320 milliards de yens. Les déclarations officielles ont également joué dans le sens d'un affaiblissement du yen face au dollar : M. Sakakibara a indiqué que le Japon partageait l'idée américaine d'un dollar fort et a exclu toute remontée imminente des taux japonais. Enfin, les résultats défavorables des banques nippones ont pesé sur le yen.

Face au deutschemark, le **dollar** est resté stable, passant de 1,5378 à 1,5343, malgré le léger resserrement de l'écart de taux courts entre les États-Unis et l'Allemagne. L'appréciation graduelle du dollar contre deutschemark, qui a débuté en février 1996, s'est poursuivie en mai, mais une correction à la baisse en fin de période a ramené le dollar contre deutschemark à son niveau de début mai.

Le mois de mai a été marqué par une réduction de l'écart de conjoncture entre les

États-Unis et l'Allemagne, qui aurait pu peser sur le dollar. En effet, les statistiques publiées en mai font apparaître une croissance économique voisine de 2 %-3 % aux États-Unis. La progression du PIB au premier trimestre a été revue à la baisse, de 2,6 %, à 2,3 % (annualisée), avec une correction à la baisse pour les stocks et à la hausse pour les ventes finales. Bien que le chômage demeure à un niveau bas (5,4 %), les pressions inflationnistes restent sous contrôle, avec un indice des prix à la consommation en augmentation de 2,8 % sur l'année et une progression moins forte que prévu des prix à la production en avril (+ 0,4 %, + 0,1 % hors alimentation et énergie). Enfin, l'indice de confiance des ménages, revenu de 104,8 en avril à 101,2 en mai, et la diminution de 1,9 % des commandes de biens durables en avril ont confirmé le ralentissement économique.

Or cette réduction de l'écart de conjoncture, au lieu d'induire une baisse du dollar, a plutôt rassuré les marchés et, à l'inverse, c'est le creusement du déficit commercial américain, à 8,92 milliards de dollars, qui a pesé temporairement sur le dollar.

Finalement, la bonne orientation du dollar contre deutschemark s'explique surtout par les diverses déclarations de responsables monétaires allemands et américains en faveur d'un dollar plus fort. MM. Zeitler et Krupp ont respectivement indiqué que le deutschemark restait surévalué contre dollar et que la monnaie américaine avait un potentiel d'appréciation. De même, MM. Gaddum et Sievert ont entretenu l'idée que le mouvement de baisse des taux allemands n'avait pas touché à sa fin et qu'un dollar fort servirait la reprise économique allemande. Le soutien américain apporté par MM. Mc Donough et Summers à l'idée d'un dollar fort est venu conforter la devise américaine.

Le **franc français** a peu évolué contre dollar entre le début et la fin de période sous revue, à environ 5,19. Contre deutschemark, il a varié modérément, entre 3,3770 et 3,39. La faible inflation (l'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,1 % à 0,2 % en avril), le dynamisme de la croissance au premier trimestre (+ 1,2 %, après - 0,4 % au dernier trimestre 1995), le fort excédent commercial (12,14 milliards de francs en mars) et les prévisions de déficit budgétaire à 3 % en 1997 selon la Commission européenne ont constitué autant d'éléments favorables à notre devise.

Le marché obligataire français a également peu fluctué. Si le rendement des titres d'État à 10 ans a progressé de quelque 10 points de base sur le mois, l'écart OAT-Bund a varié entre - 4 points de base et 5 points de base, confirmant l'appréciation positive des intervenants sur le processus d'ajustement budgétaire.

Le **deutschemark** s'est légèrement raffermi contre la plupart des monnaies du mécanisme de change européen. Malgré l'échec du sommet social en Allemagne et les troubles sociaux qui ont suivi, le deutschemark a bénéficié des premiers signes de reprise économique : l'indice de l'institut de conjoncture IFO a progressé jusqu'à 91,9 en avril et le chômage a reculé à 10,3 % ce même mois. La progression relativement forte de M3 en avril (+ 11,2 %) a conduit la Banque fédérale d'Allemagne à maintenir sa politique monétaire inchangée, avec un taux des prises en pension à 3,30 %.

La **livre sterling** s'est appréciée, contre dollar (+ 2,9 %) comme contre deutschemark (+ 2,7 %). Cette progression s'apparente à un phénomène de rattrapage dans la mesure où la livre sterling, après la crise de la « vache folle » et les incertitudes sur l'opportunité d'une baisse de taux, était restée à l'écart, ces derniers mois, du

raffermissement des devises européennes à haut rendement. Même si la devise britannique est moins bien rémunérée que la lire ou la peseta, elle a attiré les investisseurs, bénéficiant de l'écart de taux avec l'Allemagne (à 172 points de base sur les titres d'État à 10 ans au 31 mai) et du rapport positif de l'OCDE publié le 30 mai laissant penser que l'économie britannique saura combiner croissance et inflation contenue. Les statistiques publiées en mai ont progressivement conforté ce sentiment parmi les opérateurs : une croissance mesurée (PIB croissant au premier trimestre au rythme annuel de + 2 %) tirée par la consommation (les ventes au détail ont augmenté de 0,2 % en volume en avril), avec un taux de chômage inchangé à 7,8 % et une inflation proche de 3 % en rythme annuel. La fragilité de la majorité conservatrice et le revers subi par les conservateurs aux élections municipales britanniques n'ont pas sensiblement affecté cette bonne tenue de la livre sterling.

La **lire italienne** s'est appréciée de 1 % par rapport au deutschemark. Son raffermissement de la lire s'est donc prolongé, aidé par la formation du gouvernement Prodi le 17 mai et par les spéculations sur une possible entrée de la lire dans le nouveau mécanisme de change européen. La pause dans le mouvement de baisse de l'inflation qui atteint 0,6 % en avril (4,5 % en rythme annuel), après trois mois de baisse assez prononcée, n'a pas découragé les investisseurs, qui accordent plus de prix aux perspectives de redressement budgétaire.

La **couronne suédoise** a encore progressé contre deutschemark, d'environ 1,4 %, profitant des rumeurs persistantes sur l'éventuelle intégration de la couronne suédoise au mécanisme de change européen. Confortée par la faible progression des prix en avril de 0,2 % (+ 1,3 % en rythme annuel), la Banque centrale de Suède a poursuivi sa politique de baisse des taux, ramenant le taux des prises en pension de 6,90 % à 6,70 %, le 7 mai, et à 6,50 %, le 21 mai.

L'évolution des principales devises

Les Banques centrales des Pays-Bas et de Belgique ont profité de la bonne tenue de leur devise pour abaisser leurs taux directeurs.

La **peseta** a reculé contre deutschemark, perdant près de 1,1 % au cours du mois. L'indice des prix à la production en mars (-0,2 %), meilleur que prévu, et la mise en place du nouveau

gouvernement autour de M. Aznar n'ont fait que stabiliser la peseta pendant la plus grande partie du mois, le taux des appels d'offres ayant été par ailleurs abaissé. En fin de période, toutefois, la peseta s'est brusquement affaiblie après les propos de M. Rato, ministre de l'Économie, laissant anticiper un glissement de la monnaie ibérique. Les dissensions entre le Parti populaire et les Nationalistes catalans ont également suscité quelques inquiétudes.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		30 avril 1996	31 mai 1996	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,1625	5,1947	0,62
Écu privé.....	1 XEU	6,3475	6,396	0,76
Allemagne.....	100 DEM	337,69	338,57	0,26
Belgique.....	100 BEF	16,4265	16,473	0,28
Pays-Bas	100 NLG	301,81	302,55	0,25
Danemark.....	100 DKK	87,58	87,67	0,10
Espagne.....	100 ESP	4,066	4,028	- 0,93
Portugal.....	100 PTE	3,295	3,29	- 0,15
Irlande.....	1 IEP	8,058	8,204	1,81
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,789	8,00	2,71
Italie.....	1000 ITL	3,3035	3,354	1,53
Grèce.....	100 GRD	2,122	2,1425	0,97
Suède	100 SEK	76,13	76,87	0,97
Finlande	100 FIM	106,62	109,69	2,88
Autriche	100 ATS	47,996	48,117	0,25
Norvège	100 NOK	78,62	79,22	0,76
Suisse.....	100 CHF	416,74	412,28	- 1,07
Japon.....	100 JPY	4,9487	4,7935	- 3,14

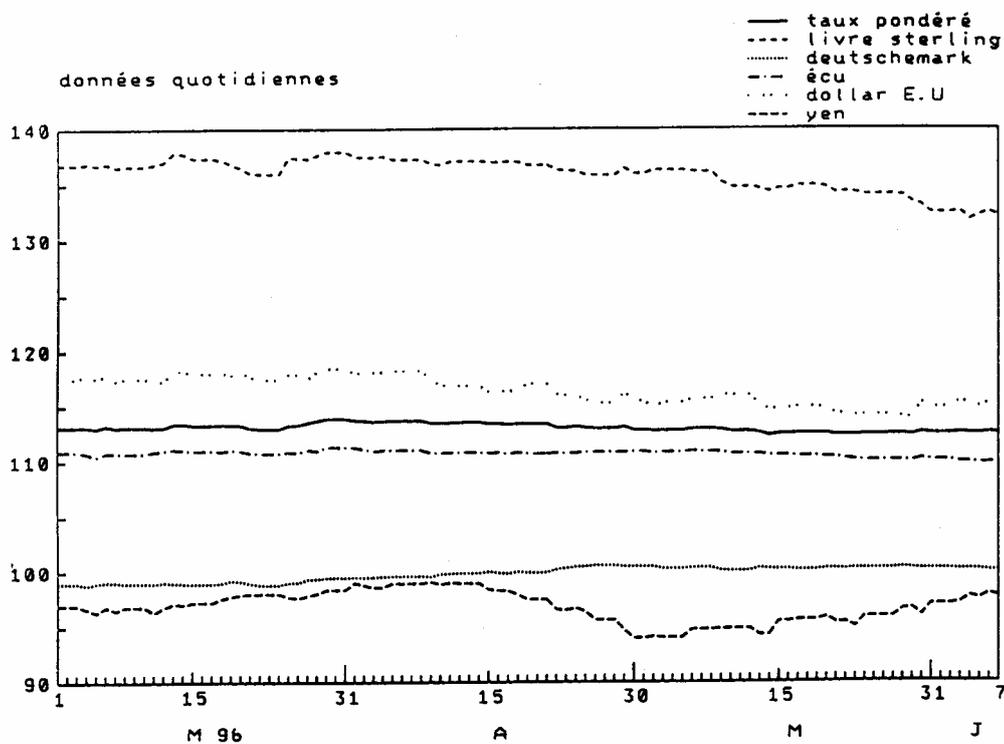
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	30 avril 1996	31 mai 1996	30 avril 1996	31 mai 1996
Dollar	5,40	5,37	5,44	5,44
Livre sterling	6,00	6,00	6,00	6,187
Deutschemark	3,31	3,31	3,22	3,28
Franc suisse	1,687	2,625	1,687	2,625
Franc français	3,74	3,81	3,74	3,87

Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31
 Mise à jour le 31 mai 1996

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



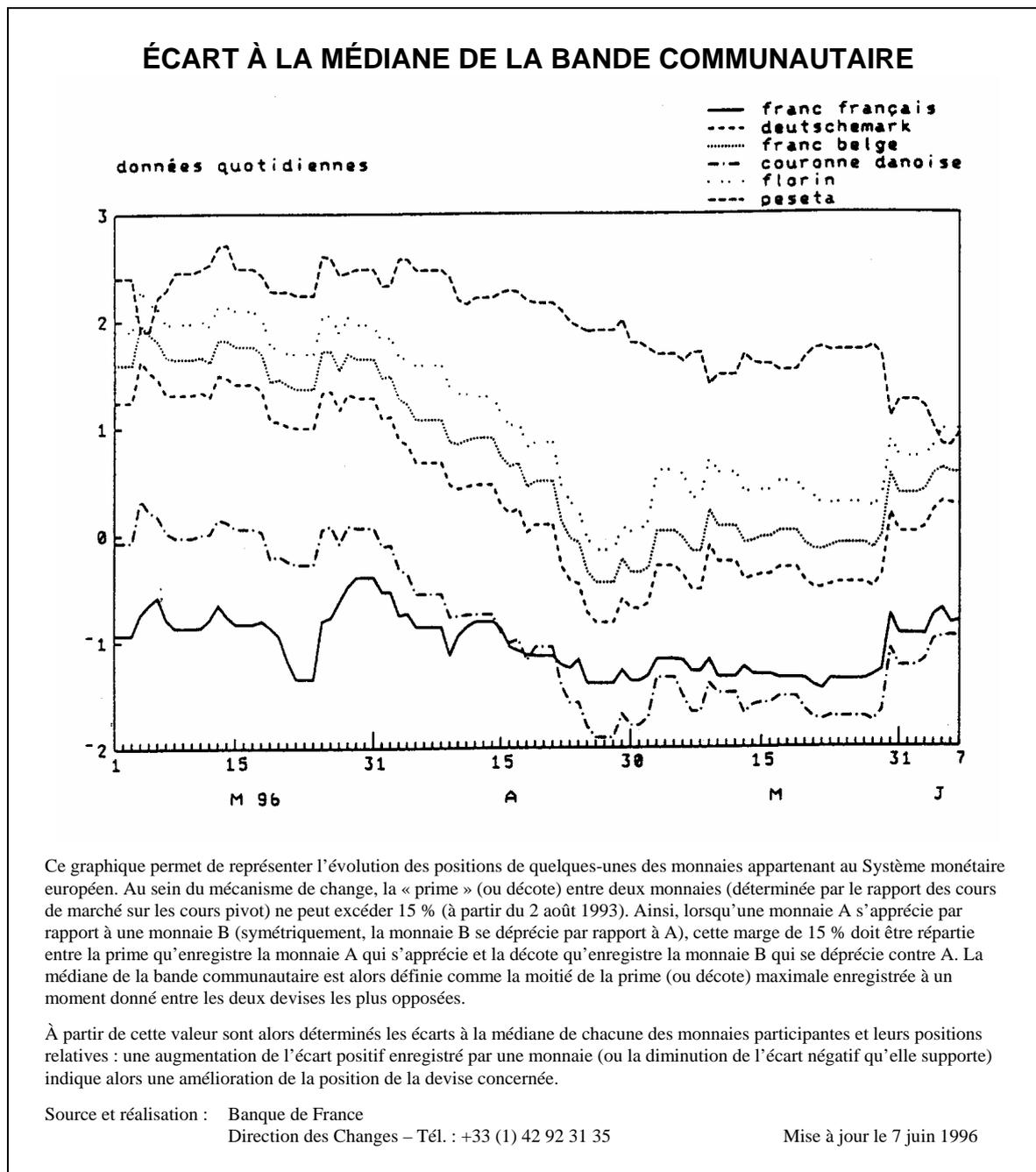
Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 19 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

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

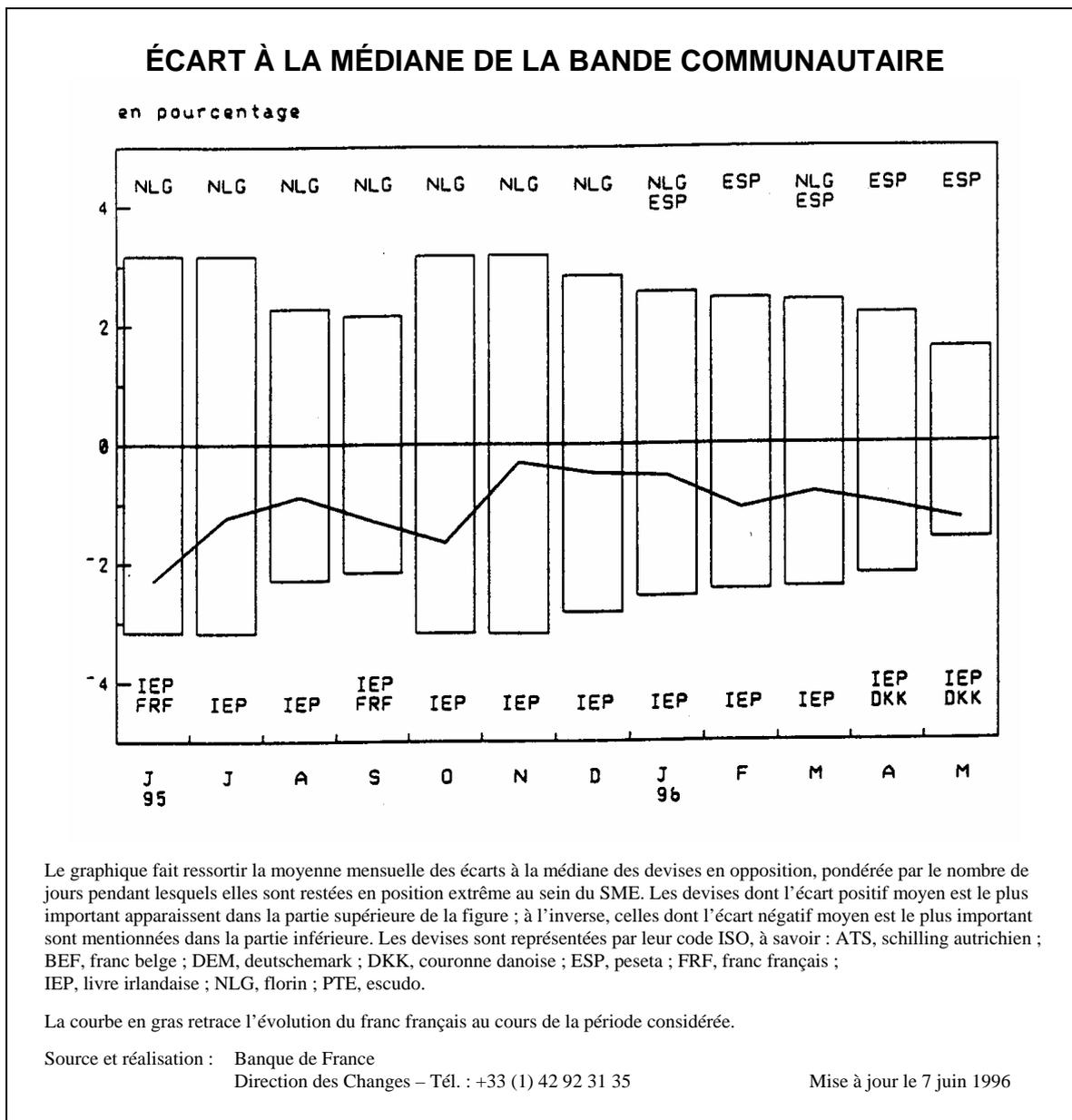
Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 7 juin 1996

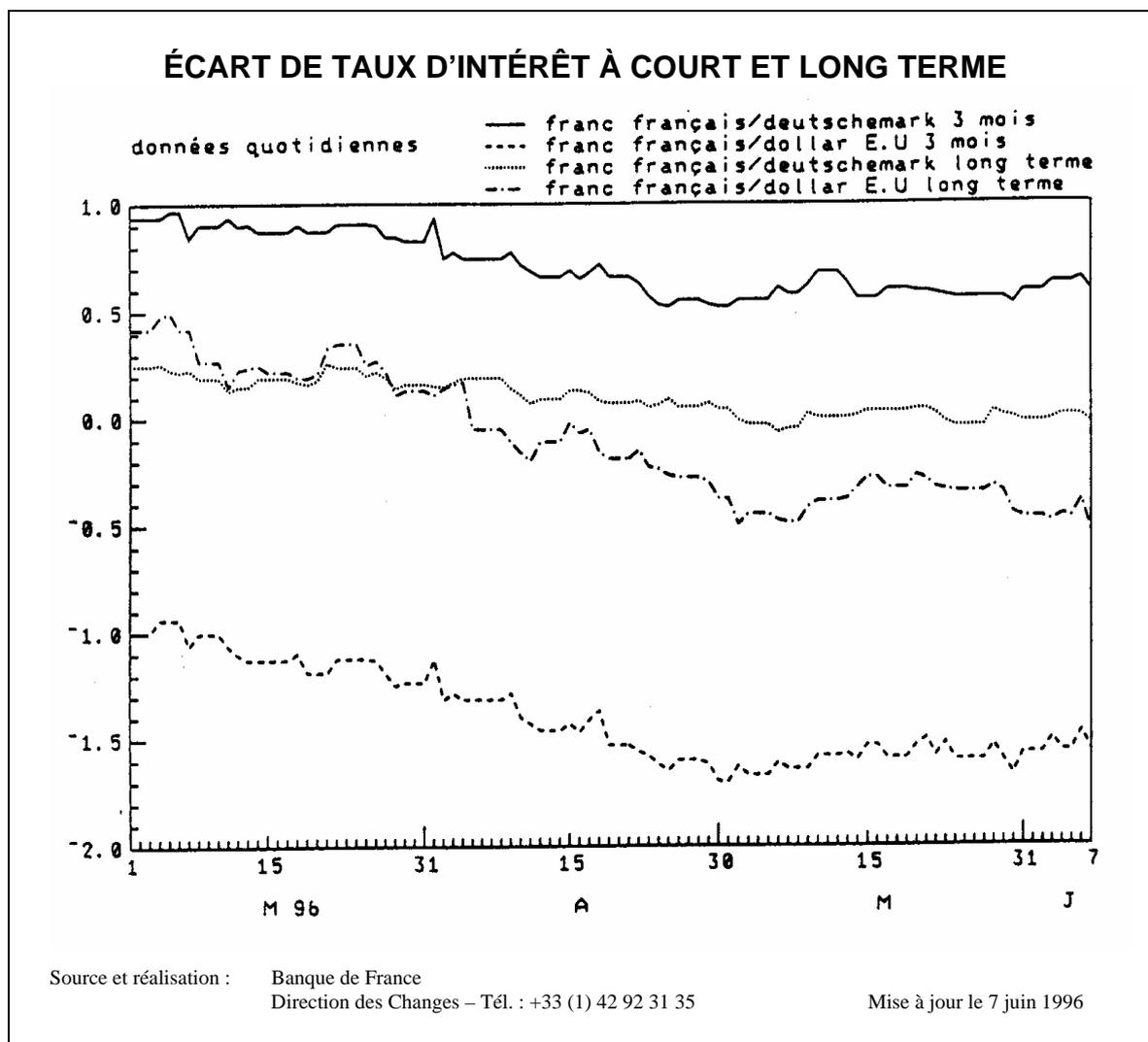
Depuis la fin du mois d'avril, le franc français est resté pratiquement stable vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. Le dollar et surtout la livre sterling ont continué de se raffermir. À l'inverse, le yen s'est sensiblement déprécié au cours de la période.



Durant la période sous revue, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a été proche de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge). La monnaie française a maintenu sa position au-dessus de la couronne danoise. La peseta est restée bien placée au cours du mois de mai, mais sa situation tend à se détériorer depuis le début du mois de juin.



À l'intérieur de la bande communautaire, la peseta est restée durant tout le mois de mai en opposition avec la livre irlandaise et la couronne danoise, ces dernières ayant enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Au total, l'écart entre les extrêmes s'est sensiblement réduit.



Depuis la fin du mois d'avril, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands s'est stabilisé, alors qu'il avait tendance à se réduire les mois précédents, dans un contexte de faible remontée des taux. L'écart de taux entre la France et les États-Unis s'est légèrement resserré, les taux américains n'ayant quasiment pas varié.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands a évolué dans de faibles proportions. Les taux longs américains se sont tendus en fin de période, après avoir diminué durant la première quinzaine de mai, tandis que les taux français restaient pratiquement stables au cours de la période. Au total, l'écart négatif de taux entre la France et les États-Unis s'est un peu accentué entre fin avril et début juin.

3.3. Le marché de l'or

Dans un marché assez peu actif, le cours de l'once d'or a évolué entre 390 dollars et 395 dollars. Le cours du métal précieux reste sur une pente baissière initiée après les plus hauts atteints au début du mois de février. Il s'est cependant constamment maintenu au-dessus de 390 dollars du fait de la présence d'une demande

physique à ce niveau. L'entrée sur le marché de banques d'investissements et l'annonce de la liquidation d'une position vendeuse à terme de 1,7 million d'onces par une compagnie minière ont ainsi apporté un soutien ponctuel au prix du métal fin.

COURS DE L'OR			
	Au 30 avril 1996	Au 31 mai 1996	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	64 500,00	65 000,00	0,78
Lingot (le kg).....	64 950,00	65 400,00	0,69
<i>Pièces</i>			
Napoléon	371,00	373,00	0,54
Vreneli	375,00	374,00	- 0,27
Union latine	375,00	376,00	0,27
Souverain.....	479,00	479,00	0,00
20 dollars	123,25	137,00	11,16
Peso mexicain.....	2 415,00	2 430,00	0,62
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)....	390,15	390,55	0,10
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			
			Mise à jour le 31 mai 1996

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en mai 1996

Les indicateurs

En mai, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont augmenté de 0,2 % (comme en avril), soit une hausse de 2,4 % sur un an (équivalente à celle du mois précédent).

D'après les résultats provisoires publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a progressé de 1,2 % en volume (au prix de l'année 1980) au premier trimestre 1996, après un recul de 0,4 % au quatrième trimestre 1995. À la fin du premier trimestre, l'acquis de croissance est de 0,9 %.

Le BTP a enregistré une importante baisse de son activité au cours du premier trimestre de 1996, dans la continuité du trimestre précédent. Sur les quatre premiers mois de 1996, le nombre de logements commencés est en recul de 5 % par rapport à la période équivalente de 1995.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles s'est stabilisé au cours du premier trimestre 1996 et s'établit à 13 408 100 emplois. C'est le deuxième trimestre de stabilité, après la création de 46 000 emplois en moyenne lors de chacun des trois premiers trimestres de 1995.

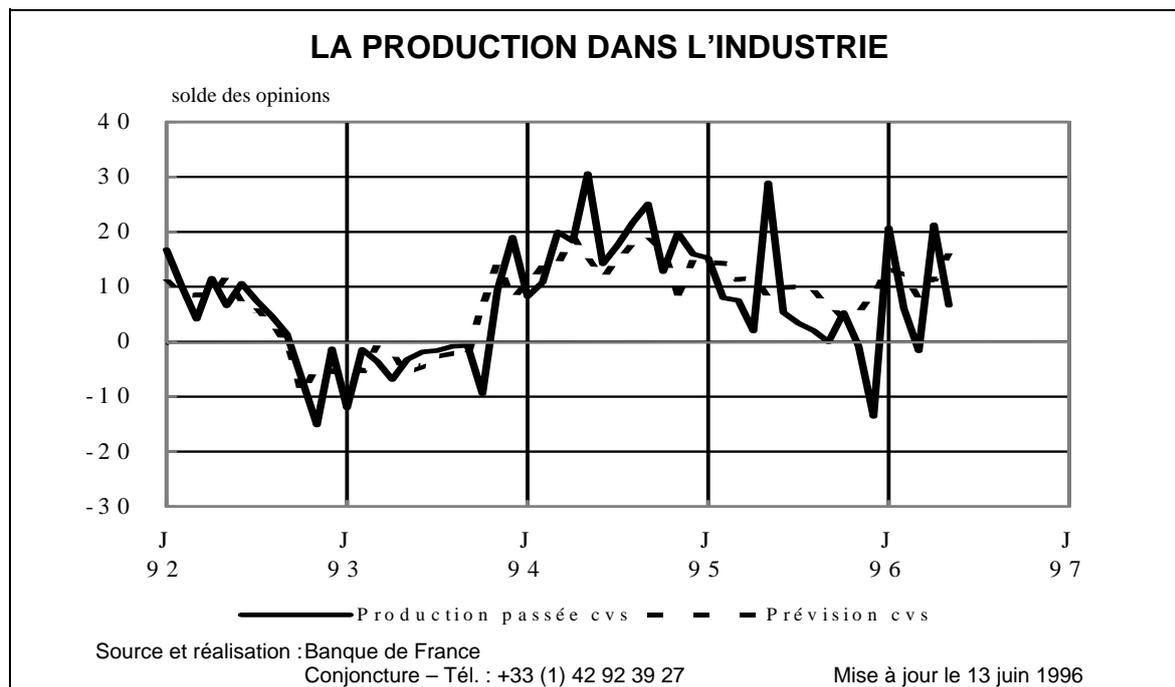
En avril, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a diminué de 0,5 %, après une légère baisse de 0,1 % en mars, et revient ainsi à 3 012 000. En glissement annuel, il progresse de 0,7 % (contre 0,3 % en mars).

Le taux de chômage, au sens du BIT, est demeuré inchangé en avril, à 11,9 % de la population active.

En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a légèrement progressé. La production a augmenté dans les industries agro-alimentaires et faiblement dans les biens d'équipement ; elle a stagné dans les biens de consommation et les biens intermédiaires, et a fléchi dans l'automobile.

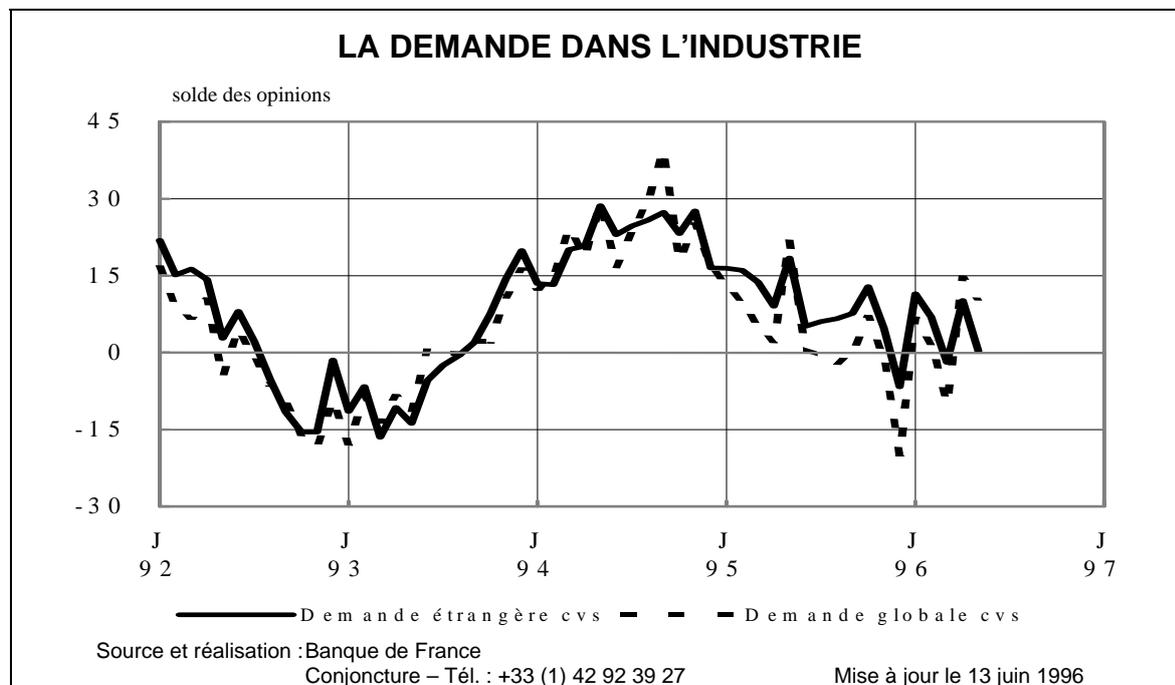
Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France

Actualité



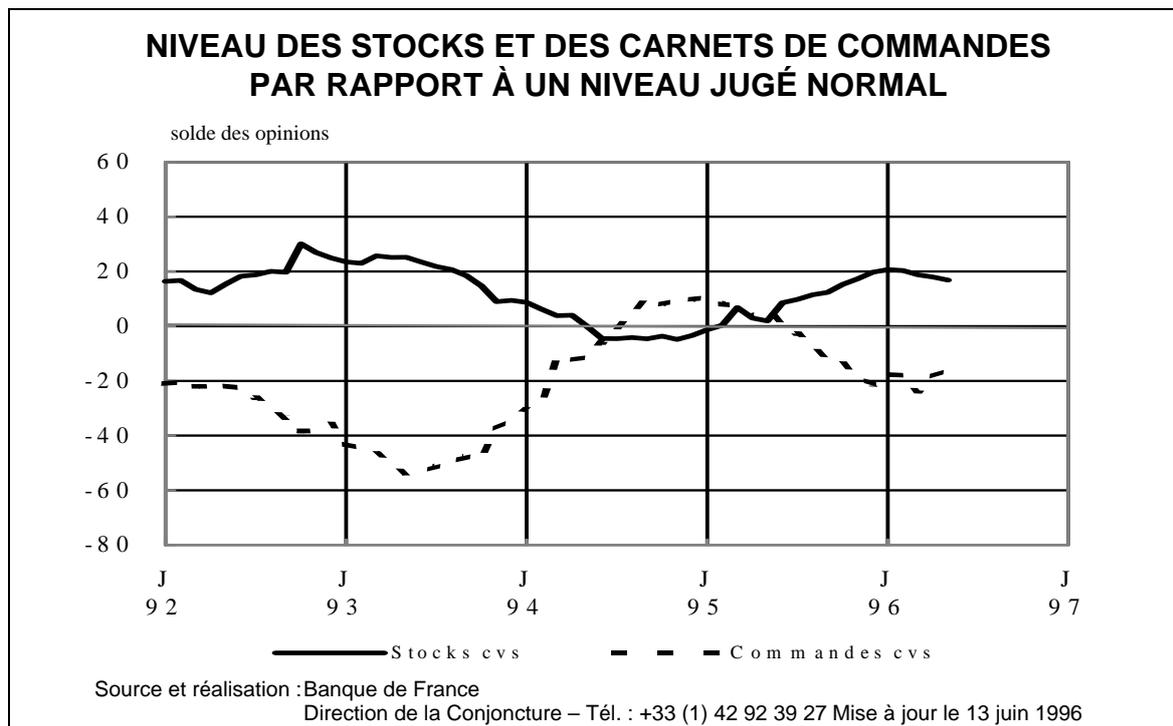
En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a légèrement progressé. La production a augmenté dans les industries agro-alimentaires et, faiblement, dans les biens d'équipement ; elle a stagné dans les biens de consommation et les biens intermédiaires et a fléchi dans l'automobile.

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



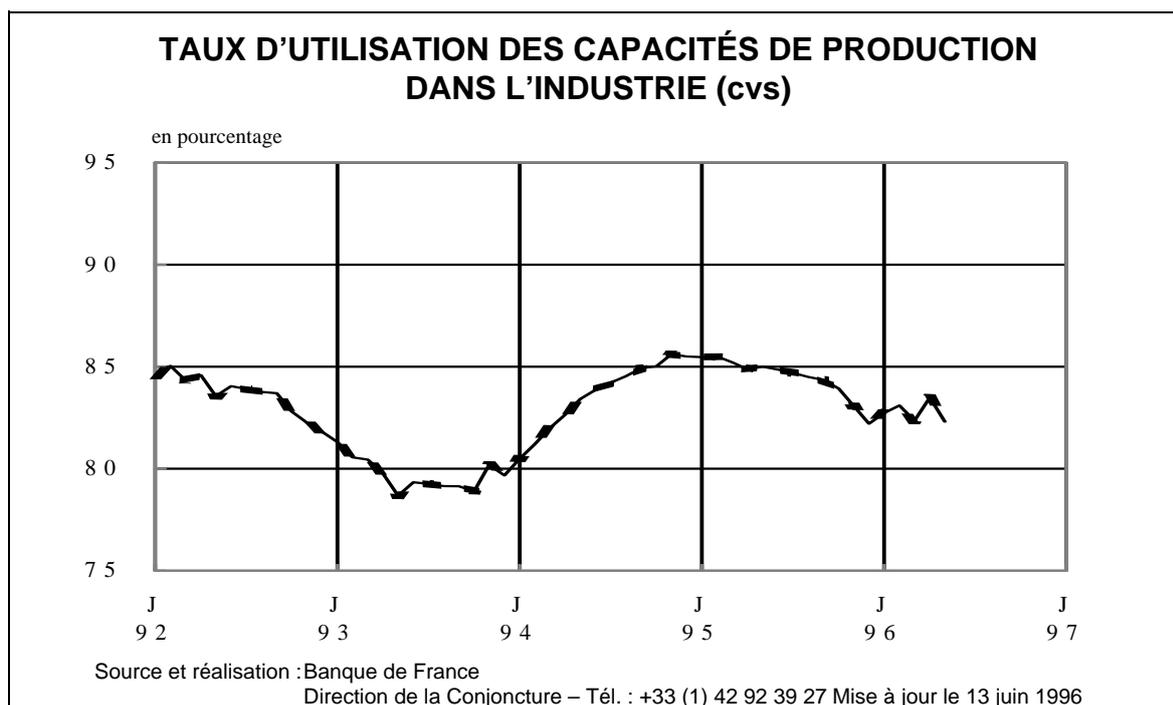
La *demande globale* apparaît encore bien orientée. Si le marché intérieur a bénéficié d'une évolution plus favorable de la demande interindustrielle, les échanges avec l'étranger ont peu progressé. Les marchés anglo-saxons offrent actuellement les meilleurs débouchés, alors que le courant de commandes

en provenance d'Allemagne tend à se réduire. Sur les marchés asiatiques, l'âpreté de la concurrence réduit la progression des ventes.



Les *carnets de commandes*, toujours nettement insuffisants dans les biens intermédiaires, sont proches de la normale dans les autres secteurs. Les *stocks* apparaissent, globalement, supérieurs au niveau désiré, même s'ils se sont quelque peu allégés dans les industries agro-alimentaires et les biens intermédiaires.

Au cours des prochains mois, une augmentation modérée de l'activité est attendue dans tous les secteurs ; elle serait un peu plus marquée dans les biens de consommation.

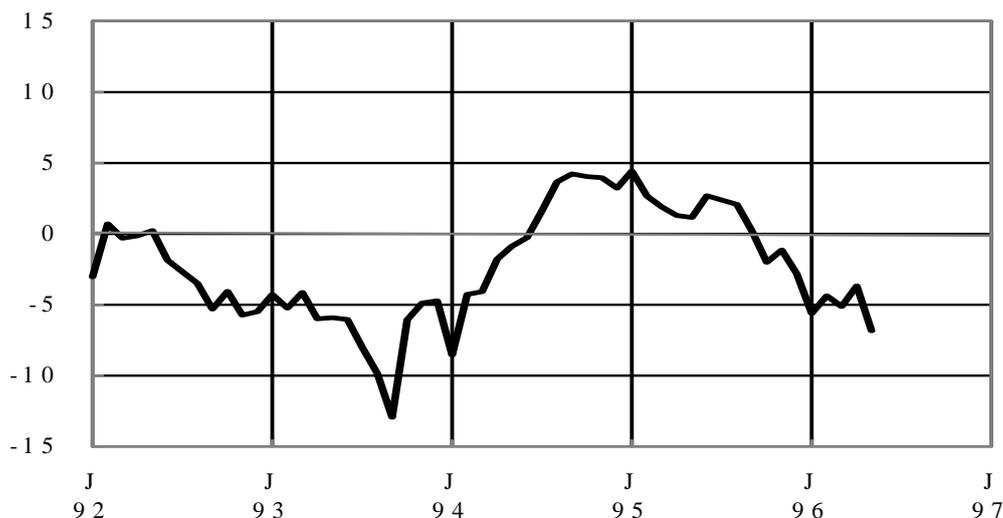


Les chefs d'entreprise ont parfois revu à la baisse les *prix* de leurs produits finis. Cette politique tarifaire rend plus difficile la restauration des marges, malgré l'allégement du coût de certaines matières premières.

Dans l'attente d'une reprise mieux assurée des affaires, des programmes d'*investissement* d'envergure sont reportés. Les dépenses engagées concernent prioritairement l'amélioration de la productivité ou visent à remplacer le matériel devenu obsolète.

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

solde des opinions



Source et Réalisation :

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27 Mise à jour le 13 juin 1996

Banque de France

L'*activité commerciale* a progressé d'un mois à l'autre, mais elle se situe légèrement en dessous du niveau atteint en mai 1995.

Les *effectifs* se sont contractés dans la plupart des secteurs de l'industrie à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont stabilisés ; ils ont diminué également dans le bâtiment mais n'ont pas varié dans le commerce et les services marchands. De nombreux contrats à durée déterminée n'ont pas été renouvelés.

4.2. La balance des paiements en mars et au premier trimestre 1996

Excédentaire, en mars 1996, de 3,6 milliards de francs en données brutes (10,3 milliards en données cvs), le *compte de transactions courantes* s'établit à + 29,1 milliards au premier trimestre 1996, contre + 35,6 milliards un an plus tôt.

Au cours du mois de mars, le solde positif des échanges de marchandises a atteint 16,7 milliards de francs en données douanières FAB-FAB et celui des biens en balance 13 milliards. Des exportations exceptionnelles de biens d'équipement et de matériel militaire, qui ont porté les exportations à un niveau record, expliquent ce résultat, en dépit d'une contraction sensible de l'excédent vis-à-vis de l'Union européenne. Les services (y compris les voyages) ont dégagé un solde positif de 4,8 milliards de francs, supérieur à celui du mois de février (+ 0,8 milliard).

Les opérations de répartition (revenus et transferts) ont été déficitaires de 14,7 milliards de francs (contre - 5,2 milliards en moyenne au cours de l'année 1995), en raison, d'une part, du paiement de coupons courus négatifs substantiels, associés aux sorties nettes d'investissement de portefeuille, et d'autre part, du paiement de coupons échus sur les titres de la dette publique détenue par les non-résidents.

Au sein du *compte financier*, qui a enregistré en mars des sorties nettes de 16,4 milliards de francs :

- les investissements directs ont dégagé un solde négatif, de 7,9 milliards de francs ;
- les investissements de portefeuille ¹ se sont soldés par des sorties nettes importantes, de 87,5 milliards de francs, les non-résidents ayant désinvesti près de 50 milliards en obligations. De leur côté, les résidents ont continué d'acquérir des titres étrangers pour 45 milliards de francs, dont 28 milliards en obligations et 19,9 milliards en instruments du marché monétaire ;
- des entrées nettes de 79,1 milliards de francs ont été enregistrées dans les « autres investissements ». Elles proviennent surtout du secteur bancaire, pour 86,4 milliards de francs, en couverture des investissements de portefeuille ;
- les avoirs de réserve sont restés quasiment stables, comme au cours des deux mois précédents.

Sur les *trois premiers mois de 1996*, le compte financier se solde par des sorties nettes de 42,8 milliards de francs, résultant d'opérations de portefeuille fortement négatives (- 193,4 milliards, au lieu de - 37 milliards au premier trimestre 1995), tant de la part des non-résidents sur titres français (cessions de 91,9 milliards), que des résidents sur titres étrangers (achats de 101,5 milliards), financées pour une large part par les autres investissements, notamment du secteur bancaire (174,4 milliards).

Enfin, les *erreurs et omissions nettes* ont atteint 12,8 milliards de francs en mars et 13,8 milliards au premier trimestre.

¹ Ils incluent désormais les opérations sur instruments du marché monétaire (TCN). Les flux sur TCN concernés étaient précédemment inscrits dans les flux de capitaux à court terme ; ils sont donc simplement reclassés au sein du compte financier, dans le respect des recommandations internationales du FMI (les BTAN demeurant avec les OAT dans le poste « obligations »).

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE Méthodologie au 1^{er} janvier 1996 (a)

(en millions de francs)

	Année 1994	Année 1995	Décembre 1995	Janvier 1996	Février 1996	Mars 1996	3 mois de 1995	3 mois de 1996
	(b)	(b)	(b)	(c)	(c)	(c)	(b)	(c)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES.	38 412	83 016	9 473	25 709	-232	3 608	35 550	29 085
Biens	37 689	55 786	6 133	0	5 640	12 960	15 228	18 600
Services	73 737	73 532	5 133	1 484	840	4 760	14 929	7 084
Autres biens et services	29 051	17 909	1 658	1 000	500	585	4 886	2 085
<i>Total « Biens et services »</i>	<i>140 477</i>	<i>147 227</i>	<i>12 924</i>	<i>2 484</i>	<i>6 980</i>	<i>18 305</i>	<i>35 043</i>	<i>27 769</i>
Revenus	-46 081	-23 791	2 882	2 007	-3 340	-9 880	-9 792	-13 546
Transferts courants	-55 984	-40 420	-6 333	21 218	-3 872	-4 817	7 909	12 529
COMPTE DE CAPITAL	-25 181	-895	-188	-15	-53	-37	-179	-105
COMPTE FINANCIER	-35 833	-105 722	-35 597	-8 253	-18 184	-16 388	-28 316	-42 825
<i>Investissements directs</i>	-36 110	24 276	6 914	2 480	49	-7 947	7 490	-5 418
– français à l'étranger	-127 186	-93 913	-18 639	-4 342	-7 078	-15 996	-17 501	-27 416
– étrangers en France	91 076	118 189	25 553	6 822	7 127	8 049	24 991	21 998
<i>Investissements de portefeuille</i>	-284 022	-10 591	-5 978	-72 470	-33 444	-87 489	-36 977	-193 403
– avoirs	-124 294	-74 916	9 828	-53 246	-3 245	-45 044	-34 134	-101 535
– engagements	-159 728	64 325	-15 806	-19 224	-30 199	-42 445	-2 843	-91 868
<i>Autres investissements</i>	297 804	-115 759	-36 170	61 709	15 361	79 102	2 987	156 172
– avoirs	136 967	-212 714	86 481	-4 142	-50 540	56 897	-177 998	2 215
– engagements	160 837	96 955	-122 651	65 851	65 901	22 205	180 985	153 957
<i>Avoirs de réserve</i>	-13 505	-3 648	-363	28	-150	-54	-1 816	-176
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	22 602	23 601	26 312	-17 441	18 469	12 817	-7 055	13 845

(a) Cf. présentation des changements méthodologiques introduits dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 28 – Avril 1996

(b) Chiffres définitifs (c) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 juin 1996

4.2.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes (en données cvs) s'est maintenu au niveau élevé atteint en février (10,3 milliards de francs, contre 11 milliards). Ce résultat reflète le net accroissement de l'excédent des échanges commerciaux, alors que le déficit des revenus et des transferts courants se creuse de façon sensible.

Au premier trimestre, les transactions courantes ont dégagé un excédent de 34,5 milliards de francs, très proche de celui du premier trimestre 1995 (33,6 milliards), avec toutefois un effritement de l'excédent des échanges de services et une progression du déficit des revenus.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Compte de transactions courantes et compte de capital
Méthodologie au 1^{er} janvier 1996

(en données brutes – en millions de francs)

	Année	Février	Mars	Cumul	Cumul
	1995 (a)	1996 (b)	1996 (b)	3 mois 1995 (a)	3 mois 1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	83 016	-232	3 608	35 550	29 085
<i>Biens</i>	55 786	5 640	12 960	15 228	18 600
– Marchandises générales	47 427	5 286	12 411	13 188	17 122
<i>Services</i>	73 532	840	4 760	14 929	7 084
– Transports.....	-8 020	-896	-643	-2 285	-2 386
<i>Transports maritimes</i>	-5 456	-396	-460	-1 518	-1 298
<i>Transports aériens</i>	-2 564	-500	-183	-767	-1 088
<i>Autres</i>	4 101	-43	578	1 074	752
– Voyages.....	55 894	3 059	3 326	11 210	9 218
– Services techniques.....	7 253	-1 958	949	-712	323
– Autres services	-2 224	243	-652	283	-2 155
<i>Autres biens et services</i>	17 909	500	585	4 886	2 085
<i>Total « Biens et services »</i>	147 227	6 980	18 305	35 043	27 769
<i>Revenus</i>	-23 791	-3 340	-9 880	-7 402	-11 213
<i>Transferts courants</i>	-40 420	-3 872	-4 817	7 909	12 529
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	-39 586	-3 858	-4 655	8 238	12 729
COMPTE DE CAPITAL.....	-895	-53	-37	-179	-105
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	-435	-34	-37	-51	-86

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

	Année	Février	Mars	Cumul	Cumul
	1995 (a)	1996 (b)	1996 (b)	3 mois 1995 (a)	3 mois 1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	81 198	10 974	10 328	33 493	34 512
<i>Biens</i>	55 837	8 241	9 347	19 015	22 102
– Marchandises générales	47 224	8 182	8 409	17 053	20 794
<i>Services</i>	73 490	3 922	3 894	17 864	10 135
– Transports maritimes.....	-5 425	-295	-249	-1 068	-884
– Transports aériens	-2 423	118	163	577	173
– Voyages.....	56 026	4 840	3 478	14 929	12 673
<i>Autres biens et services</i>	18 005	567	563	5 329	2 321
<i>Revenus</i>	-25 021	1 536	-3 580	1 719	-1 809
<i>Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)</i>	-41 545	-291	-6 419	582	2 019

(a) Chiffres 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 6 juin 1996

4.2.1.1. Les principales évolutions du commerce extérieur de marchandises en mars 1996

(source Douanes)

Évolution globale

(en données FAB-FAB cvs)

Avec 12,1 milliards de francs en données cvs, l'excédent commercial de mars dépasse nettement la moyenne des six derniers mois (9,7 milliards). Cet affermissement résulte toutefois d'importantes ventes de matériel militaire (solde de 2,8 milliards de francs, contre une moyenne de 0,6 milliard au cours des douze mois précédents) et de plusieurs opérations de nature exceptionnelle. Après élimination de ces dernières, le solde s'établit en fait en retrait par rapport à la tendance des derniers mois.

En données cvs, avec un rythme de progression (+ 5,1 %) légèrement supérieur à celui des importations (+ 4,0 %), les exportations atteignent leur montant historiquement le plus élevé.

L'excédent cumulé sur douze mois glissants à mars 1996 s'élève à un niveau record de 107,9 milliards de francs, contre 92,2 milliards au cours de la période arrêtée à mars 1995.

Orientation géographique :

contraction de l'excédent avec l'Union européenne, excédent exceptionnel sur l'Afrique

(en données CAF-FAB cvs)

Les faits les plus marquants sont les suivants.

– Une réduction de l'excédent à 1,5 milliard de francs vis-à-vis de l'Union européenne, après l'excédent important de 5,4 milliards en février, sous l'effet d'une poussée de 4,8 % des importations. Le solde passe ainsi en deçà de la moyenne des douze derniers mois (2,4 milliards de francs).

Les échanges avec l'Allemagne progressent de 1,3 % pour les exportations et de 4,6 % pour les importations, induisant une diminution du solde (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de + 0,8 milliard). L'excédent envers l'Espagne se contracte plus nettement, à 1,5 milliard de francs, contre 2,4 milliards, sous l'effet conjugué d'un repli de 4,8 % des exportations et d'une poussée de 5,8 % des importations. L'excédent vis-à-vis du Royaume-Uni se tasse également (1,5 milliard de francs, au lieu de 2,2 milliards), en raison d'une progression de 6,8 % des importations.

– Un allègement (pour le troisième mois consécutif) du déficit envers les autres pays de l'OCDE (1,4 milliard de francs, contre 1,5 milliard), sous l'effet d'une légère diminution des importations, alors que les exportations stagnent.

La tendance baissière des exportations vers les États-Unis, qui avait prévalu en 1995, semble se dessiner de nouveau, après le rebond observé en janvier. Le déficit s'accroît, de 1,2 milliard de francs à 1,6 milliard, à la suite d'un fléchissement des exportations de 5,4 %. Pour sa part, le déficit envers le Japon se stabilise à 1,5 milliard de francs.

– Une accentuation du déficit à l'égard des pays d'Asie à économie en développement rapide : 1,9 milliard de francs, contre 1,2 milliard, sous l'effet d'une progression des importations de 8,1 %, alors qu'au cours des douze derniers mois le solde avait été équilibré.

– Deux opérations exceptionnelles vers l'Afrique (vente d'un paquebot et de plates-formes pétrolières offshore pour un montant global de 5,1 milliards de francs) permettent d'expliquer le quadruplement du solde à 5,9 milliards, contre 1,4 milliard en février.

– Un retournement du solde avec les *Pays de l'Est* à – 0,4 milliard de francs, contre + 0,4 milliard, sous l'effet d'une remontée des importations de 17,7 % et d'un recul de 5,2 % des exportations. Des livraisons énergétiques, enregistrées en mars, sont en partie responsables de cette détérioration.

– Une contraction de l'excédent vis-à-vis du *Moyen-Orient* : 0,2 milliard de francs, contre 1,1 milliard, par suite d'une baisse de près d'un tiers des exportations.

Évolution par produits :

*forte amélioration de l'excédent industriel,
principalement expliquée par des opérations exceptionnelles
(en données CAF-FAB cvs)*

Les évolutions suivantes sont à souligner :

– l'excédent *agro-alimentaire* s'établit légèrement au-dessus de son niveau moyen depuis six mois : 4,9 milliards de francs, après 4,3 milliards en février ;

– l'accroissement du *déficit énergétique*, de 4,6 milliards de francs à 6,1 milliards, sous l'effet d'une hausse de 14,8 % des importations, reflétant essentiellement l'augmentation du coût des approvisionnements ;

– l'augmentation de l'excédent *industriel civil* : 6,4 milliards de francs, contre 5,9 milliards en février, apparaissant toutefois dans un contexte d'évolution parallèle des flux (+ 3,4 % pour les exportations, + 3,6 % pour les importations).

Les échanges de *biens d'équipement professionnels* affichent une nette amélioration de l'excédent, passant de 3,1 milliards de francs à 4,8 milliards, du fait d'un accroissement plus marqué des exportations (+ 8,9 %) que des importations (+ 3,8 %). Les livraisons d'Airbus ont été en retrait (7 appareils pour 2 milliards de francs, après 8 appareils pour 2,8 milliards en février). L'exportation d'un navire et de plates-formes pétrolières (5,1 milliards de francs) contribuent en revanche à la bonne tenue de ce solde.

Le déficit des *biens intermédiaires* s'accroît (1 milliard de francs, contre 0,3 milliard), ces échanges (produits métalliques et chimiques principalement) étant plus sensiblement orientés à la baisse du côté des importations que des exportations. Toutefois, le déficit enregistré en mars demeure en deçà de la moyenne des douze derniers mois (1,2 milliard de francs).

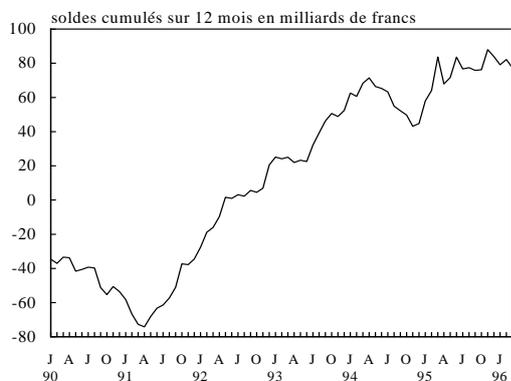
Le solde *automobile* confirme l'excédent de février (1,1 milliard de francs, après 0,9 milliard). Les exportations (+ 6,2 % en mars) poursuivent leur progression entamée il y a six mois, tandis que les importations s'accroissent de façon moins marquée (+ 4,3 % d'un mois à l'autre), tout en se maintenant très au-dessus de la moyenne des six derniers mois (solde de + 0,7 milliard de francs).

Les échanges de *pièces détachées* et du *matériel utilitaire* font apparaître un léger effritement de leur excédent (2 milliards de francs, contre 2,6 milliards), les ventes établissant néanmoins un record à 9 milliards, notamment en raison de livraisons de tracteurs routiers et de véhicules de transport de marchandises pour près de 1 milliard en mars.

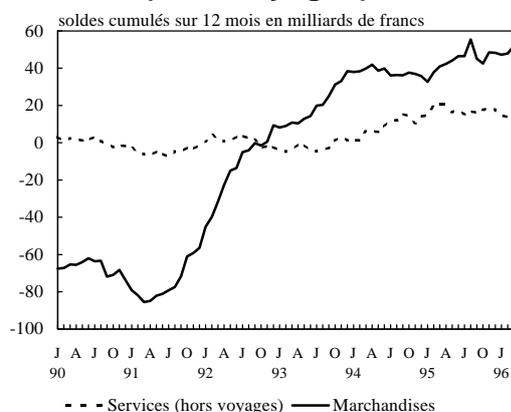
Enfin, les échanges de *biens de consommation* progressent de façon plus marquée pour les importations (+ 4,8 %) que les exportations (4,2%), entraînant un retour du solde à l'équilibre, contre un résultat légèrement déficitaire de 0,1 milliard de francs en février et un solde négatif moyen de 0,4 milliard au cours des douze derniers mois.

BALANCE DES PAIEMENTS

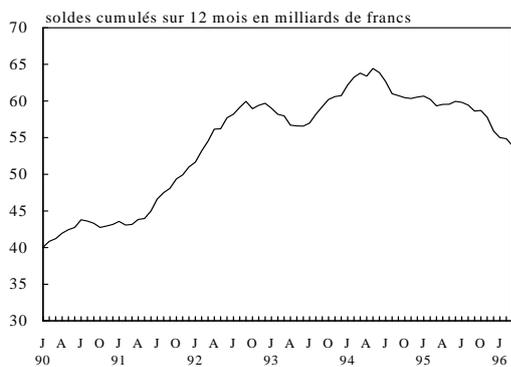
Transactions courantes



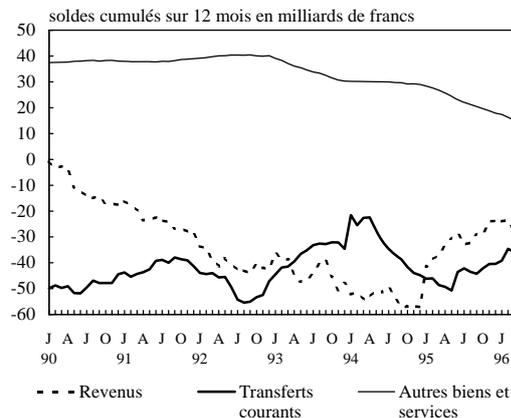
Marchandises et services (hors voyages)



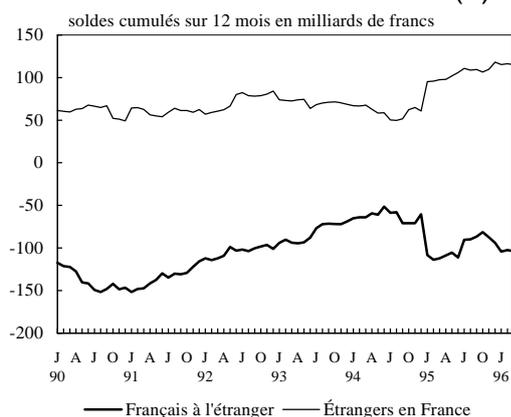
Voyages



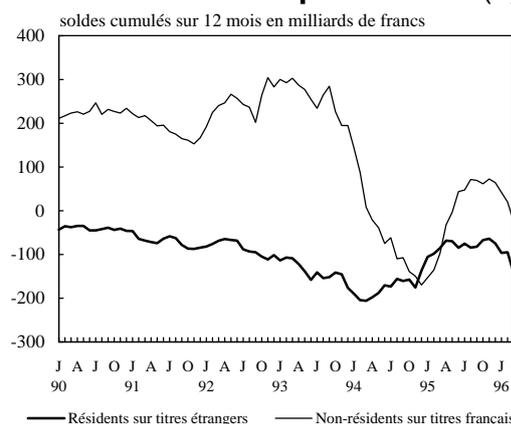
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



Changeement de méthodologie au 1^{er} janvier 1996, appliquée dès 1995
(a) Un 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 6 juin 1996

4.2.1.2. *Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes en mars et au premier trimestre 1996*

Les biens (en données cvs)

Ce poste, qui regroupe dorénavant les lignes marchandises générales¹, avitaillement, travail à façon et réparations, est excédentaire de 9,3 milliards de francs, après 8,2 milliards en février.

Sur les trois premiers mois, l'excédent des échanges de *biens* se trouve renforcé de 3 milliards de francs en données cvs (22,1 milliards, après 19,1 milliards), grâce aux résultats douaniers record du début de l'année (31 milliards de francs en données FAB-FAB cvs, contre 25,8 milliards sur la période correspondante de 1995).

Les services (en données cvs)

L'excédent des services demeure stable en mars à 3,9 milliards de francs. Un haut niveau des dépenses explique un sensible retrait de l'excédent des voyages (3,5 milliards de francs, contre 4,8 milliards au mois de février). Par contre, l'excédent des services techniques, après un résultat en février tout juste équilibré, revient à un niveau plus conforme à sa tendance (1 milliard de francs).

L'excédent des échanges de *services*, en données cvs revient de 17,9 milliards de francs au premier trimestre 1995 à 10,1 milliards sur les trois premiers mois de l'année 1996. L'excédent des *voyages* se contracte (12,7 milliards de francs, après 14,9 milliards), à la suite d'une poussée de 9,7 % des dépenses touristiques des français à l'étranger, alors que les recettes sont demeurées stables. Les résultats du *négoce international* reviennent de 4,3 milliards de francs à 1,5 milliard ; ce repli concerne des ventes de véhicules dont la production est délocalisée à l'étranger et des biens d'équipement aéronautique et des produits semi-finis intégrés dans des processus de production intra-groupes. Les dépenses de *commissions* enfin, partie des « autres services », progressent sensiblement.

Les autres biens et services (en données cvs)

Cette ligne, qui suivant la méthodologie résulte d'un rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, dégage un résultat stabilisé à 0,6 milliard de francs.

Les revenus (en données cvs)

Ce poste recouvre pour l'essentiel les revenus d'investissements, qui fluctuent amplement d'un mois à l'autre (- 7,7 milliards de francs, après - 2 milliards). Les versements de coupons courus et échus et de dividendes aux non-résidents s'inscrivent, au-delà du mouvement saisonnier, en nette augmentation.

Au premier trimestre, l'accroissement du déficit des *revenus* (13,5 milliards de francs, contre 9,8 milliards) concerne essentiellement les *revenus d'investissements* (- 9,8 milliards de francs, après - 6,6 milliards). Les flux de coupons courus non échus réglés à l'occasion des négociations de titres de créances sont faiblement déficitaires et les recettes nettes d'intérêt s'inscrivent en repli par rapport à la période correspondante de 1995.

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 transferts courants (en données brutes)

Le solde des opérations sur cette ligne s'établit à - 4,8 milliards de francs, au lieu de - 3,9 milliards en février. Les administrations publiques sont à l'origine de l'évolution observée, avec notamment des recettes au titre du FEOGA en sensible retrait sur les résultats du mois de février.

Les transferts courants sont, comme l'an dernier, excédentaires au premier trimestre (2 milliards de francs, contre 0,6 milliard en données cvs), grâce aux opérations exceptionnelles réalisées par les administrations publiques avec les institutions communautaires européennes au mois de janvier.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Les transferts en capital portent au mois de mars sur des montants négligeables, comme au cours des mois précédents.

4.2.3. Le compte financier

En mars 1996, le compte financier a enregistré des sorties nettes de 16,4 milliards de francs, alors que les avoirs de réserve sont restés stables. Au total, sur le premier trimestre 1996, les sorties au titre des flux financiers ont atteint 42,8 milliards de francs, les avoirs de réserve n'enregistrant pas de variation significative.

Investissements directs

Pour le mois de mars 1996, les *opérations d'investissements directs* (y compris, depuis janvier 1996, les prêts et emprunts à court terme entre affiliés) ont dégagé un solde déficitaire de 7,9 milliards de francs. Ce résultat s'explique par un flux d'investissements français à l'étranger deux fois plus important que celui des investissements étrangers en France (- 16 milliards de francs, contre 8 milliards). Les trois premiers mois de 1996 font apparaître un solde négatif de 5,4 milliards de francs, consécutif notamment à l'augmentation des investissements français à l'étranger (27,4 milliards).

Investissements de portefeuille

Les *investissements de portefeuille* (incluant les instruments du marché monétaire depuis janvier 1996) sont à l'origine de sorties nettes de 87,5 milliards de francs, dépassant ainsi celles, déjà exceptionnelles, de janvier 1996 (72,5 milliards).

Les résidents ont procédé à de fortes acquisitions de titres étrangers à hauteur de 45 milliards de francs. Ces achats ont porté pour l'essentiel (28 milliards de francs) sur les obligations et pour le reliquat (19,9 milliards) sur les instruments du marché monétaire. À l'inverse, les résidents ont été vendeurs d'actions et titres d'OPCVM (3 milliards de francs).

Parallèlement, les opérations des non-résidents sur titres français se sont soldées par des sorties à hauteur de 42,4 milliards de francs, résultant de ventes d'obligations et notamment d'OAT (37,4 milliards de francs).

Sur l'ensemble du premier trimestre 1996, les investissements de portefeuille sont à l'origine de sorties nettes très substantielles, à hauteur de 193,4 milliards de francs. Ceci s'explique par les très fortes acquisitions des résidents (101,5 milliards de francs) en titres étrangers et les ventes importantes de titres français par les non-résidents (91,9 milliards).

Autres investissements

En mars 1996, les mouvements de capitaux des *autres investissements* ont été à l'origine d'entrées nettes de 79,1 milliards de francs, sous l'influence des opérations du secteur bancaire.

Ces entrées ont résulté d'une augmentation globale des avoirs de 56,9 milliards de francs et d'une augmentation des engagements de 22,2 milliards.

Les *opérations du secteur bancaire* ont suscité 86,4 milliards de francs d'entrées nettes, au titre des avoirs (65 milliards) et des engagements (21,4 milliards).

Le mouvement enregistré sur les avoirs du secteur bancaire est largement imputable aux opérations à court terme en devises avec les correspondants étrangers.

De même, l'augmentation des engagements s'explique par les flux à court terme à la fois en francs et en devises.

Les *opérations du secteur des administrations publiques* ont dégagé des sorties nettes de 1,6 milliard de francs, tout particulièrement dans le contexte de l'Union européenne.

Les *flux financiers des autres secteurs* ont provoqué des entrées nettes de 5,8 milliards de francs.

Enfin, les *avoirs de réserve* ont été stables au cours du mois de mars.

Les entrées nettes dégagées par les autres investissements au titre du premier trimestre 1996 ont atteint des montants exceptionnels (156,2 milliards de francs), en raison des opérations enregistrées par le secteur bancaire, notamment en francs avec les non-résidents. Dans le même temps, les avoirs de réserve sont restés stables (0,2 milliard de francs).

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

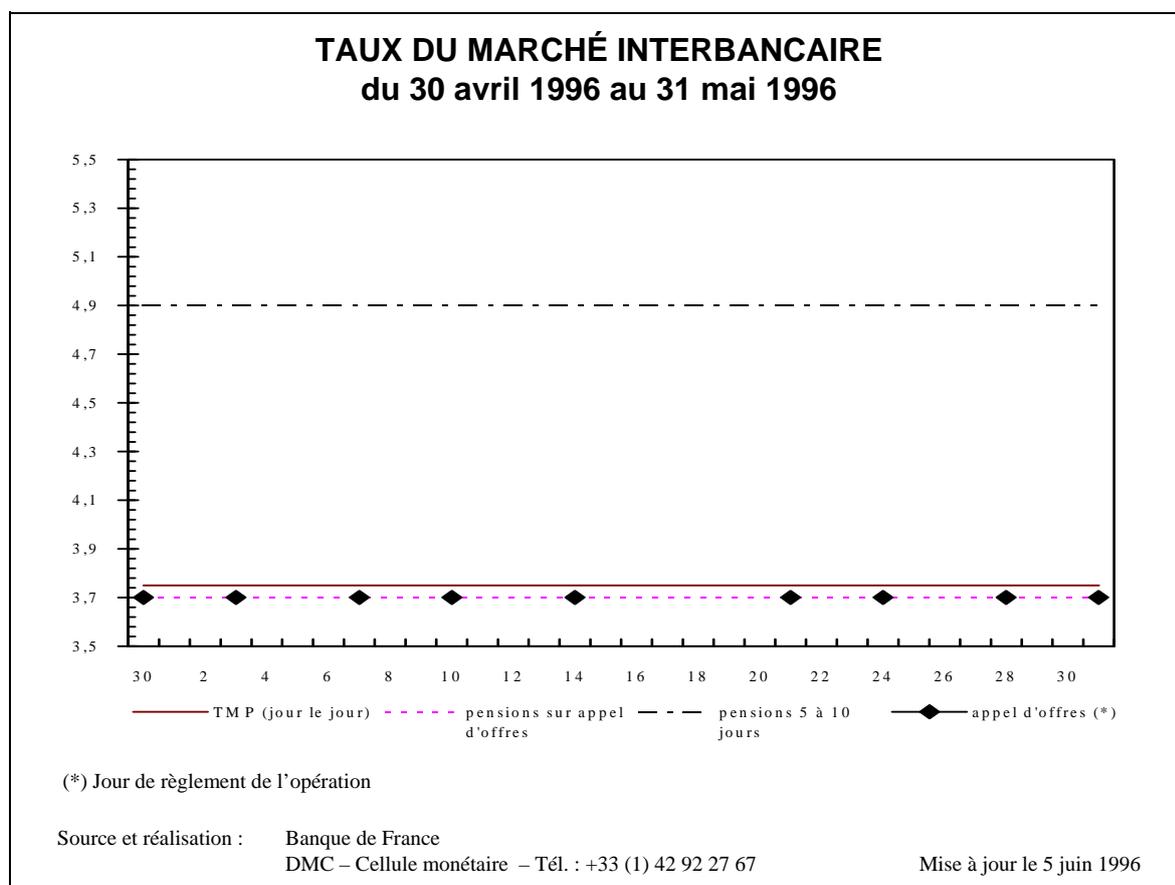
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois de mai, les marchés de taux d'intérêt ont enregistré des fluctuations d'ampleur limitée, dans une ambiance assez peu active en raison des nombreux jours fériés. Cette inertie a également tenu au fait que les principales banques centrales ont maintenu le *statu quo* sur leurs taux directeurs.

Les taux interbancaires ont enregistré une très légère correction à la hausse, dans un contexte marqué par l'affaiblissement des anticipations d'une baisse supplémentaire des taux directeurs en France comme en Allemagne, en raison des perspectives d'une reprise de la croissance au cours du deuxième trimestre 1996.

Sur le marché obligataire, les taux n'ont que partiellement répercuté les nouvelles hausses de rendement intervenues aux États-Unis où le maintien d'une croissance toujours soutenue entretient les anticipations de durcissement de la politique monétaire du Système de réserve fédérale. Le taux de l'emprunt phare français à 10 ans est ainsi remonté de 6,39 %, le 30 avril, à 6,49 %, le 31 mai. Toutefois, le marché obligataire français a mieux résisté que son homologue allemand, grâce à une demande domestique relativement ferme, et l'écart OAT-*Bund* s'est inversé d'une fin de mois à l'autre, à - 2 points de base, le 31 mai, contre + 4 points de base, le 30 avril.

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



En l'absence de changement du dispositif d'intervention de la Banque de France, le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré parfaitement stable, légèrement au-dessus du taux des appels d'offres. Il s'est ainsi maintenu tout au long du mois sur la fourchette de 3 11/16 %-3 13/16 % atteinte à la fin du mois d'avril.

Le volume net des refinancements alloués par la Banque de France au système bancaire s'est légèrement réduit de 118,7 milliards de francs le 30 avril à 115,2 milliards le 31 mai.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 avril-15 mai se sont élevées à 20,2 milliards de francs (dont 13,5 milliards d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 19,7 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Avril 1996	Mai 1996	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-247,7	-249,1	-1,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-7,5	-6,9	0,6
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	127,6	127,2	-0,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	4,0	9,5	5,5
DIVERS	6,5	4,1	-2,4
TOTAL	-116,9	-115,2	1,7
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	84,6	83,6	-1
– Autres pensions	12,7	11,5	-1,2
– Bons du Trésor achetés ferme	21,8	21,3	-0,5
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-2,2	-1,2	1,0
TOTAL	116,9	115,2	-1,7

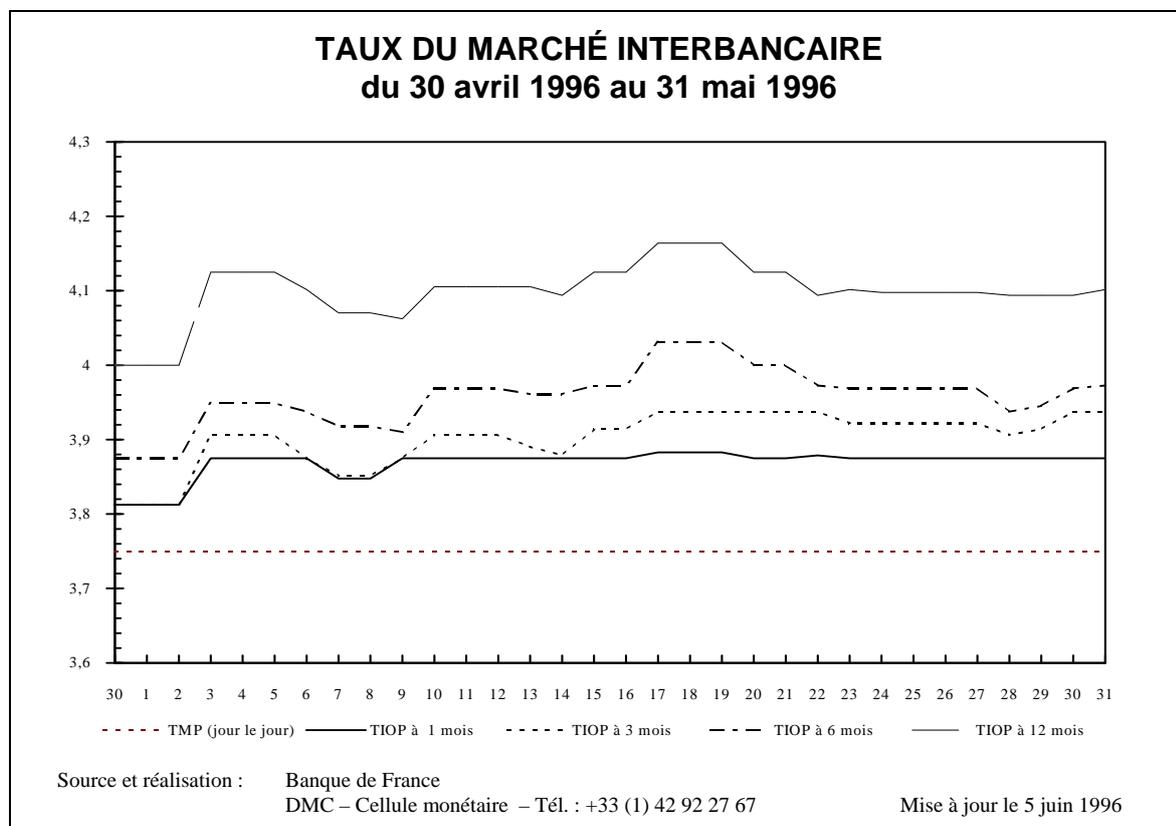
(a) Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

(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 6 juin 1996

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



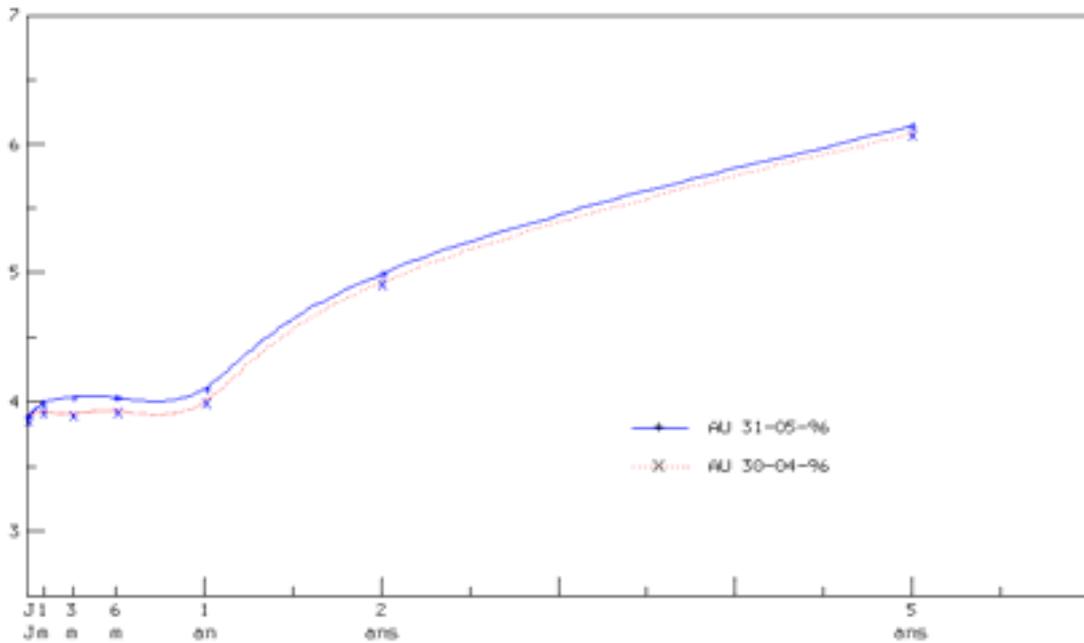
Les rendements interbancaires ont enregistré une correction de faible ampleur durant les premiers jours du mois de mai (+ 1/16 de point à 1/8 de point sur les taux de 1 mois à 1 an). Ce mouvement a eu pour origine une montée des interrogations du marché sur la poursuite du mouvement de détente des taux directeurs en France, dès lors que la Banque fédérale d'Allemagne décidait de laisser inchangé le taux de ses prises en pension, fixé à 3,30 % depuis le 1^{er} février 1996, et que les anticipations d'un revirement prochain de la politique monétaire américaine se faisaient de plus en plus vives.

Mais cette remontée des taux de terme court est demeurée limitée, en l'absence de réels signes de reprise de la croissance en Europe. Les baisses de taux directeur décidées par plusieurs banques centrales (Belgique, Espagne, Pays-Bas et Suède) ont contribué à apaiser les quelques tensions intervenues en début de mois.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 avril 1996	31 mai 1996	Variation
TIOF à 1 mois	3,8125	3,8750	0,0625
TIOF à 3 mois	3,8125	3,9375	0,1250
TIOF à 6 mois	3,8750	3,9727	0,0977
TIOF à 1 an	4,0000	4,1016	0,1016
Taux à 2 ans	4,9200	4,9900	0,0700
Taux à 5 ans	6,0800	6,1400	0,0600

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ
Taux actuariels



Source et réalisation : Banque de France

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

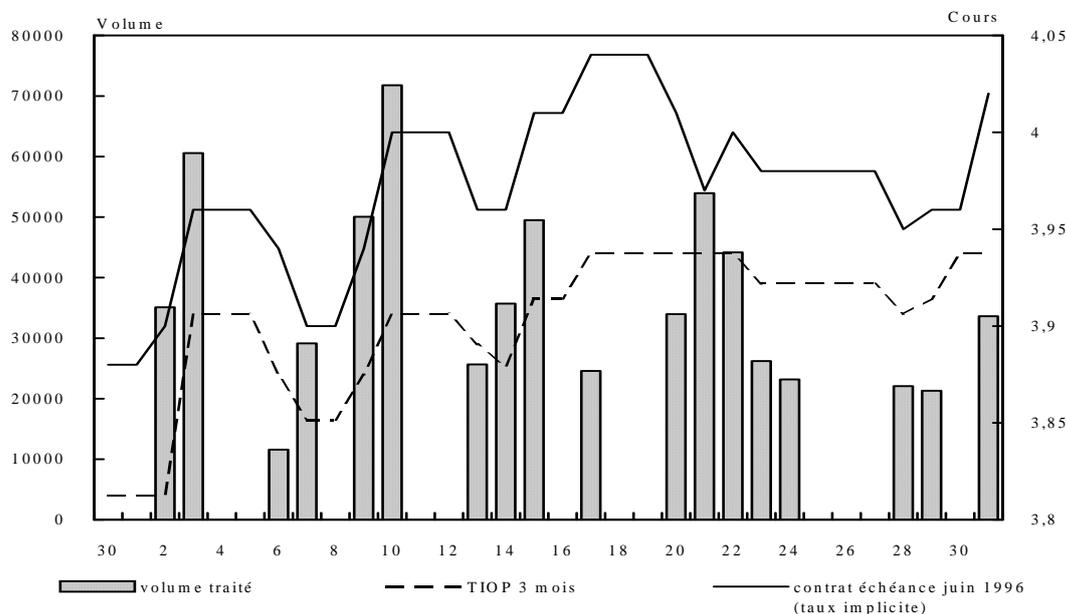
Mise à jour le 12 juin 1996

Sur le Matif, les taux implicites des contrats Pibor ont enregistré une hausse modérée, d'ampleur assez proche de celle enregistrée sur le taux à 3 mois au comptant, quelles que soient les échéances (+ 14 points de base sur juin 1996, + 17 points de base sur septembre 1996, + 13 points de base sur décembre 1996 et + 8 points de base sur mars 1997).

Au 31 mai, on continuait d'observer une prime des taux *futures* par rapport au taux au comptant, égale à 8 points de base sur l'échéance juin 1996 et à 33 points de base sur celle de mars 1997.

Les courbes de rendement française et allemande ont évolué de façon très similaire, de sorte que les écarts entre les taux implicites sur contrats Pibor 3 mois et Eurodem 3 mois sont restés stables à des niveaux compris entre 50 points de base et 70 points de base selon les échéances d'une fin de mois à l'autre.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 30 avril 1996 au 31 mai 1996



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 juin 1996

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois d'avril, le Trésor a procédé à l'adjudication de 103,3 milliards de bons à taux fixe en francs (18,7 milliards de BTAN et 84,6 milliards de BTF).

Au 31 mai, l'encours total de bons en francs atteignait 1 110,3 milliards de francs, contre 1 143,6 milliards le 30 avril. S'agissant des bons en écus, aucune émission nouvelle n'étant intervenue au cours du mois, l'encours est demeuré stable à 8,5 milliards de francs.

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 actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
6 mai 1996	BTF	13 sem.	55 657	13 732	1 780	3,67	3,68	3,77	3,99
6 mai 1996	BTF	26 sem.	12 650	3 399	399	3,72	3,73	3,82	4,03
13 mai 1996	BTF	13 sem.	50 803	16 009	223	3,65	3,68	3,67	4,00
13 mai 1996	BTF	42 sem.	12 450	3 002	0	3,83	3,85	3,84	4,05
15 mai 1996	BTAN 5,75 %	2 ans	26 600	8 250	0	102,23	102,21	4,41	4,99
15 mai 1996	BTAN 5,75 %	5 ans	26 692	10 536	986	100,85	100,82	5,54	6,13
20 mai 1996	BTF	6 sem.	36 150	4 005	0	3,68	3,69	3,80	4,03
20 mai 1996	BTF	13 sem.	49 980	13 013	0	3,68	3,71	3,80	4,05
20 mai 1996	BTF	29 sem.	13 150	4 337	332	3,78	3,81	3,89	4,11
28 mai 1996	BTF	5 sem.	40 050	6 000	0	3,68	3,69	3,81	3,88
28 mai 1996	BTF	13 sem.	47 281	18 003	31	3,71	3,73	3,83	4,02
28 mai 1996	BTF	28 sem.	14 550	3 004	0	3,75	3,77	3,86	4,03

(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 ou en millions d'écus pour les bons émis en écus
(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)
(e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté
(f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

Source : Banque de France
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 juin 1996

Sur les BTF, les taux à l'émission enregistrent une légère hausse (+ 6 points de base sur les titres à 13 semaines et + 4 points de base sur ceux émis pour 28 semaines entre les 6 et 28 mai).

S'agissant des BTAN mis en adjudication le 15 mai, les taux sur les tranches à 2 ans et 5 ans se sont inscrits en baisse respectivement de 34 points de base et 24 points de base par rapport à la précédente émission du 18 avril.

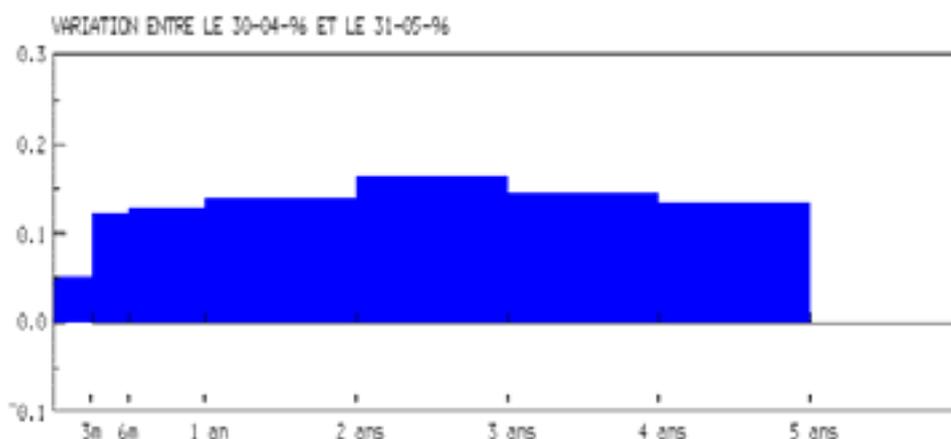
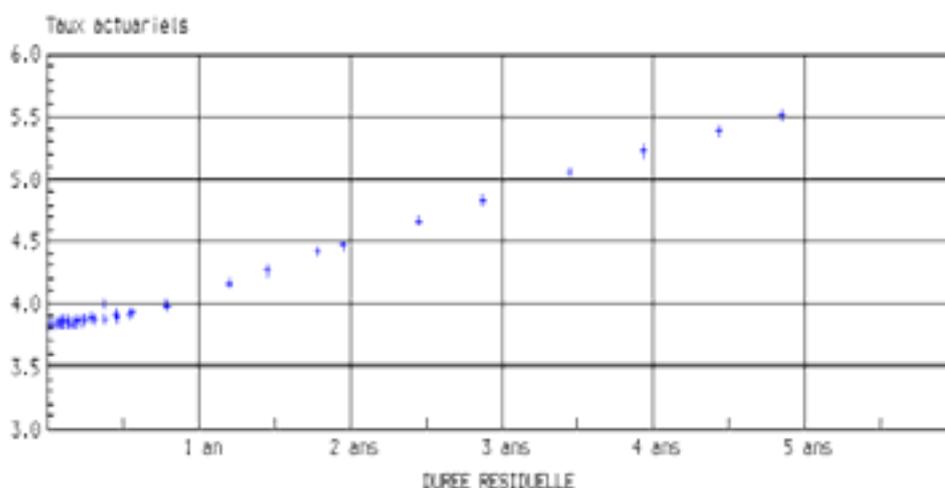
Marché secondaire

Au cours du mois de mai, le marché secondaire des bons du Trésor a enregistré un mouvement de consolidation, d'ampleur très limitée.

Alors que la majeure partie de la période sous revue était marquée par une absence de variation significative en liaison avec la relative stabilité des politiques monétaires en Europe, le mouvement de correction était concentré sur les derniers jours du mois, sous l'effet notamment des répercussions limitées sur les marchés européens de la forte dégradation affectant le marché américain.

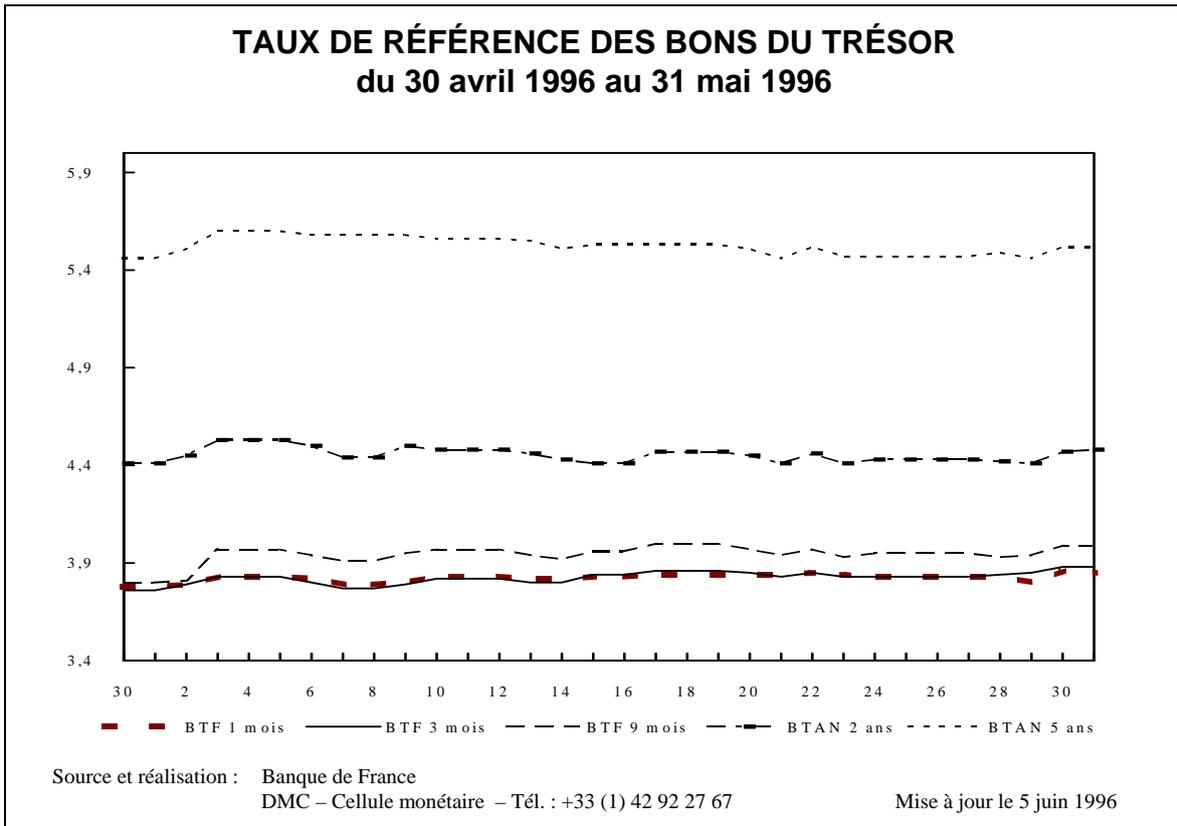
Actualité

**BONS DU TRÉSOR
TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE
au 31 mai 1996**



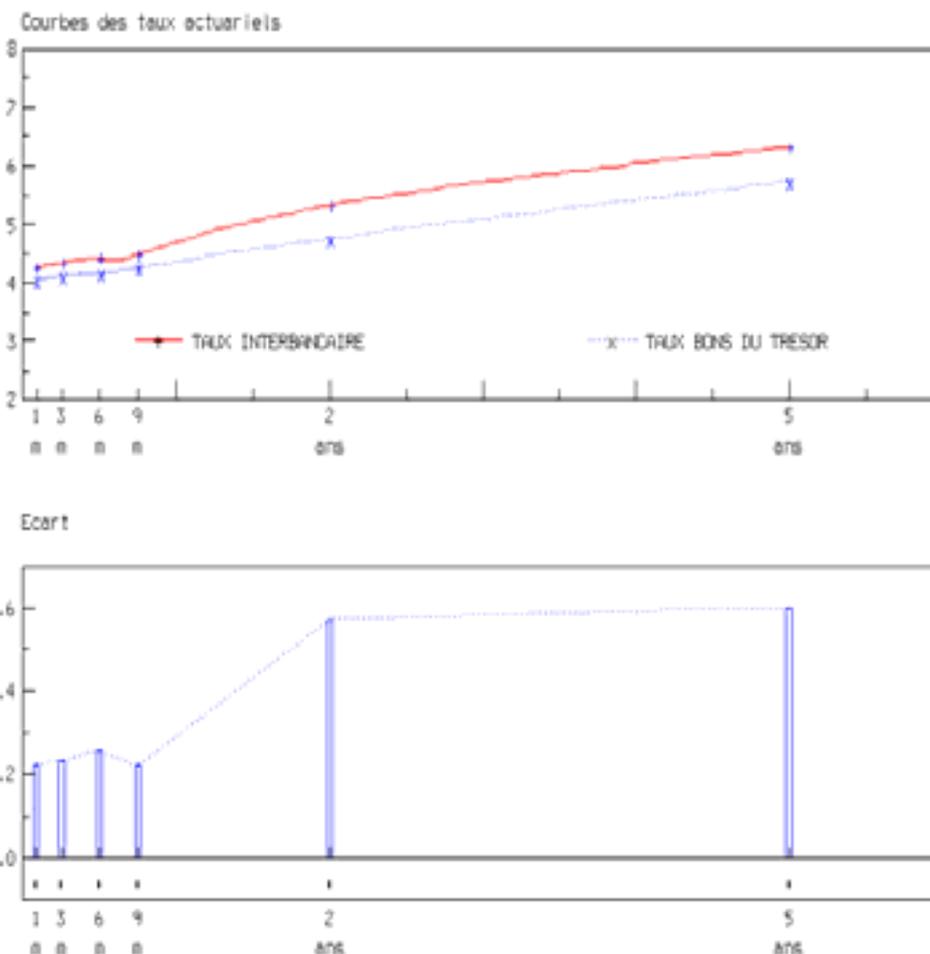
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 juin 1996



Sur l'ensemble du mois, les rendements des BTF se tendent de 7 points de base sur l'échéance 1 mois, et de 10 points de base à 12 points de base jusqu'à 9 mois. À l'issue de la période, la courbe des taux des BTF présente une forme plate jusqu'à l'échéance 6 mois, puis une pente légèrement positive au-delà. Les rendements des BTAN ont uniformément gagné de 6 points de base à 7 points de base.

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



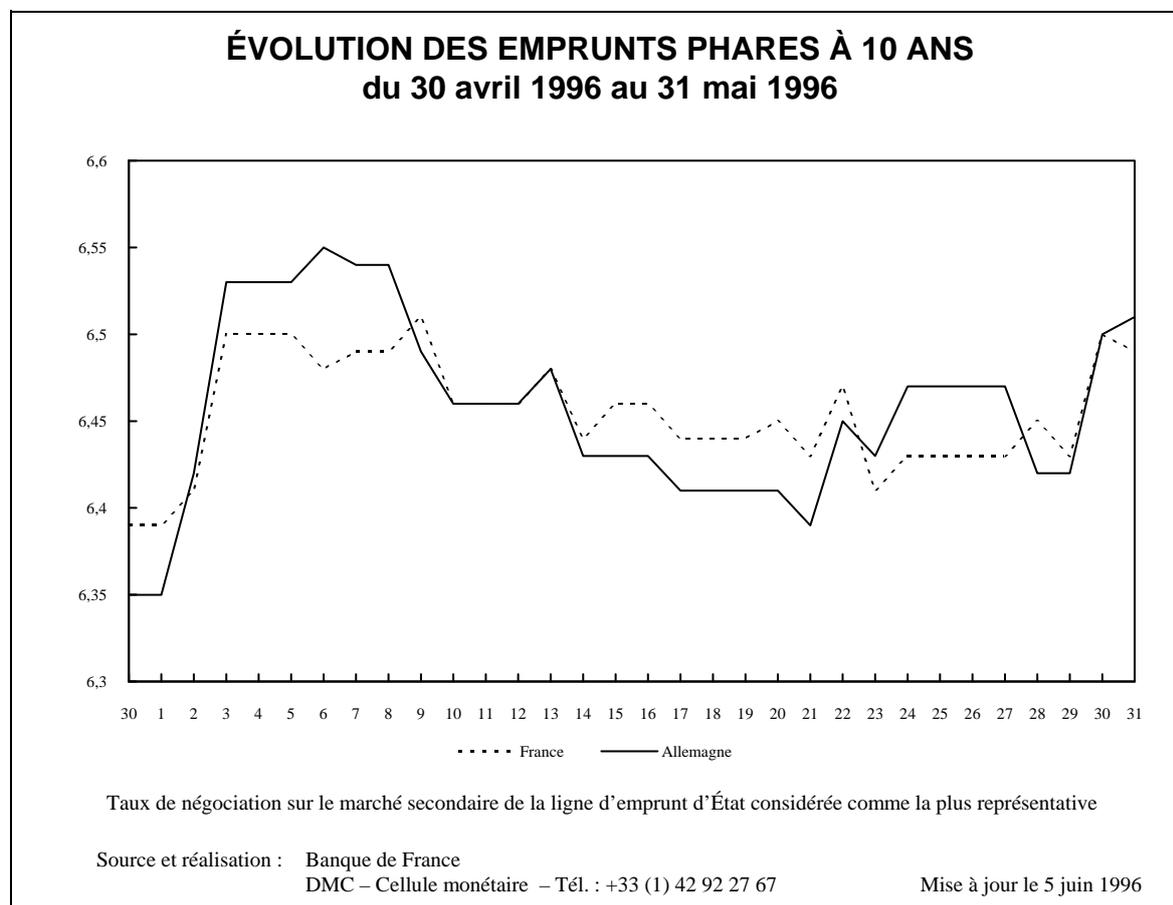
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 juin 1996

Les écarts de rendement entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire n'ont pas connu d'évolution notable. Ils s'élargissent légèrement sur les durées les plus courtes jusqu'à 1 mois en s'établissant à 22 points de base, contre 18 points de base, ainsi que sur les maturités au-delà de 2 ans.

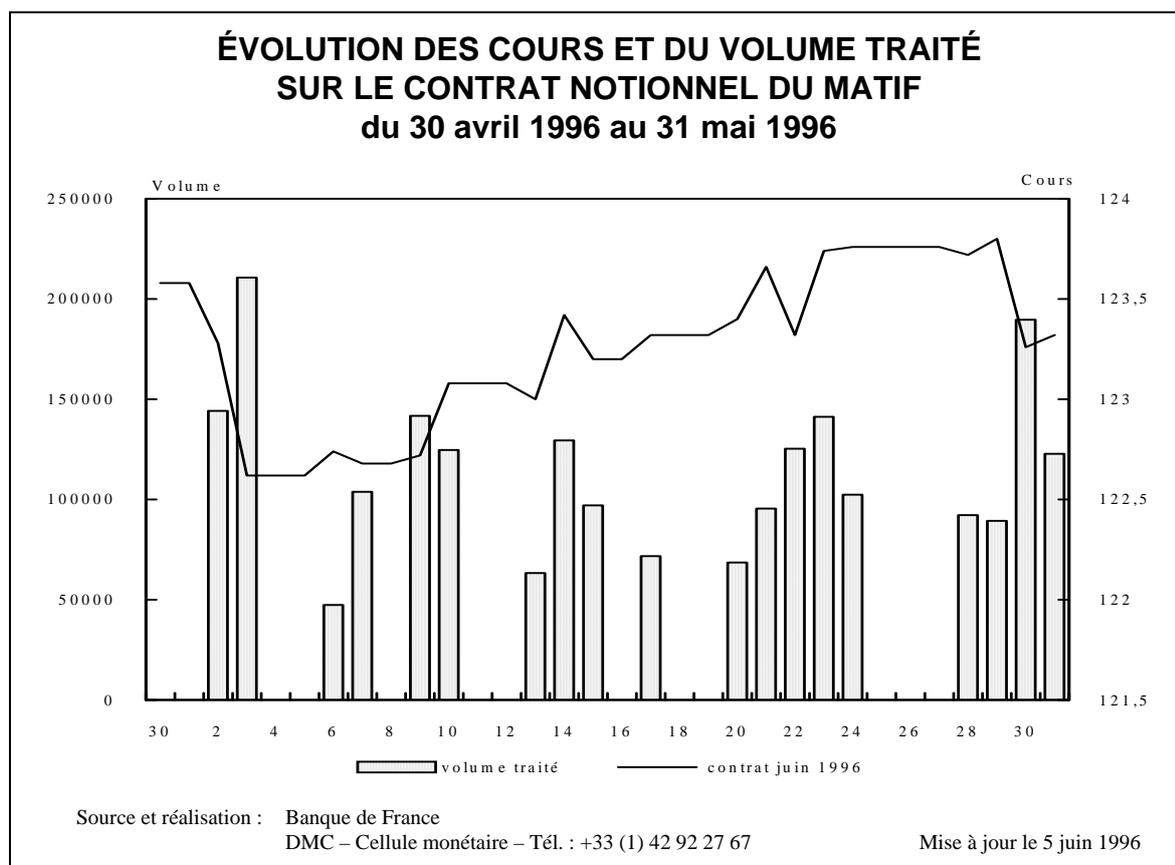
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

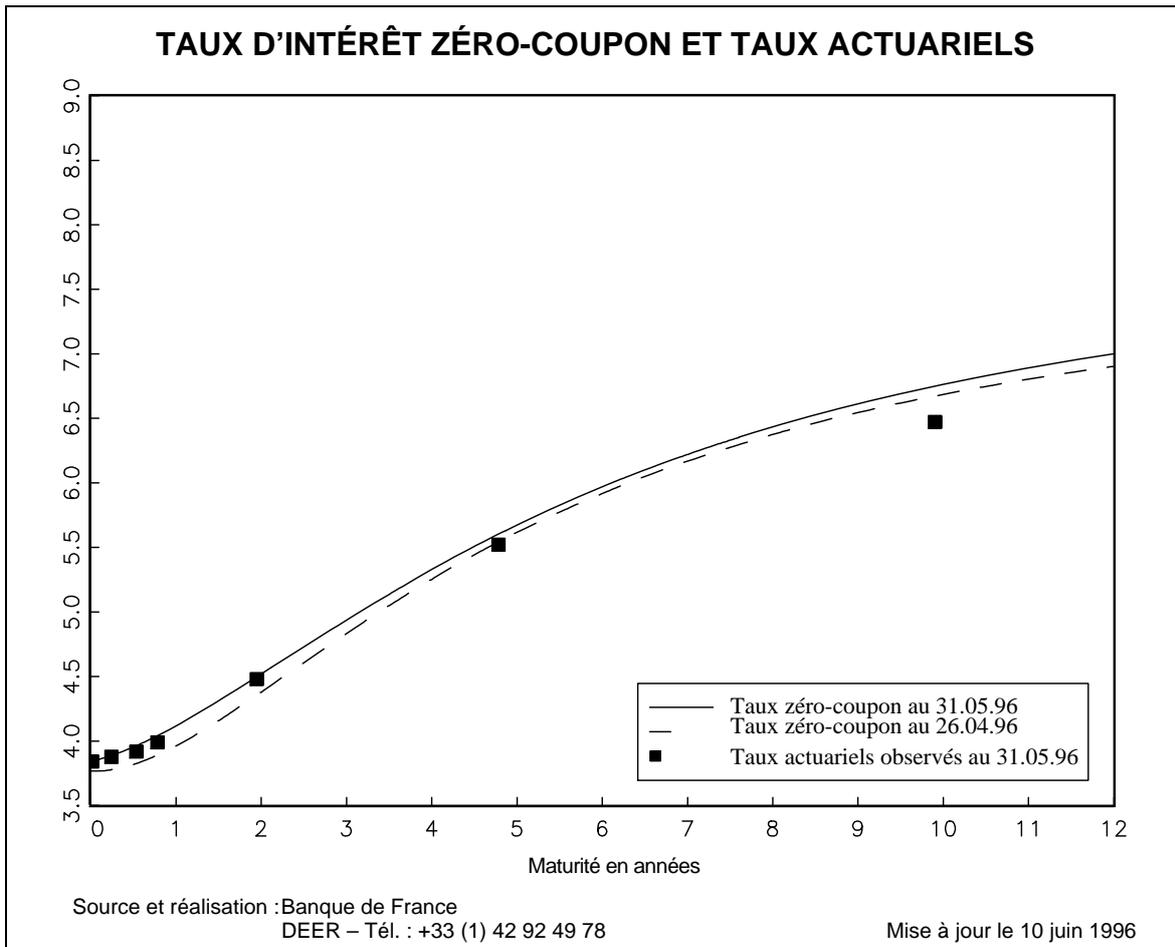
Sur l'ensemble du mois de mai, le marché obligataire français a fait preuve d'une grande résistance dans un environnement international pourtant peu favorable.



En début de mois, la nouvelle confirmation de la vigueur de l'économie américaine (indicateurs avancés et rapport sur l'emploi) provoquait une nette tension des rendements obligataires américains qui ne se répercutait que partiellement aux marchés européens. Par la suite, les rendements des titres longs diminuaient légèrement, avant de se tendre de nouveau en fin de période sous l'effet principalement des propos de responsables du Système de réserve fédérale invoquant les risques de surchauffe outre-Atlantique.

Dans ce contexte, le marché français, soutenu par des indicateurs économiques favorables, s'est bien comporté à la faveur en particulier de nouveaux achats émanant d'investisseurs domestiques. Aussi, d'une fin de mois à l'autre, son repli (+ 10 points de base sur le rendement de l'emprunt phare à 10 ans) est limité au regard de l'évolution des marchés américain et allemand (+ 28 points de base et + 20 points de base respectivement). En outre, l'écart entre les emprunts phares français et allemand s'est inversé légèrement (- 2 points de base à la fin du mois de mai, alors qu'il s'élevait à + 4 points de base un mois auparavant).





Au mois de mai, la courbe des rendements s'est translaturée vers le haut d'une dizaine de points de base sans modification majeure, dans un volume d'activité relativement réduit.

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

(arrêtée au 10 juin)

Les marchés de taux n'ont pas suivi d'évolution très marquée au cours du début du mois de juin.

De nouvelles baisses de taux directeurs sont intervenues en Europe : Danemark, Espagne, Royaume-Uni, Suède et France. Ainsi, le 6 juin, à l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, le taux des appels d'offres a été ramené à 3,60 %, contre 3,70 % précédemment, contribuant à un léger glissement des rendements les plus courts.

Le marché obligataire n'a pratiquement pas réagi à la dégradation de son homologue américain.

5.2. Les émissions

Au cours du mois de mai, l'encours global des titres de créances négociables s'est accru de 5,8 milliards de francs. Cette augmentation est due essentiellement à l'arrivée sur le marché des billets de trésorerie de la Caisse d'amortissement de la dette sociale (Cades). L'encours de ces titres a augmenté de 20,2 milliards de francs et celui des bons des institutions et des sociétés financières a progressé de 3,6 milliards ; à l'opposé, les certificats de dépôt ont perdu 14,2 milliards de francs et les bons à moyen terme négociables ont diminué de 3,8 milliards. Les taux à l'émission ont été caractérisés par une détente pour tous les titres et toutes les maturités.

Dans un contexte caractérisé à la fois par une légère remontée des taux d'intérêt à court terme et par la quasi-disparition de l'écart entre les taux longs servis en France et en Allemagne, la très forte reprise des émissions obligataires observée depuis le mois de janvier s'est quelque peu atténuée en mai. L'activité sur les marchés primaires obligataires a en effet marqué une pause pendant la première quinzaine du mois, tant sur le marché domestique que sur celui de l'eurofranc, puis s'est vivement redressée sous l'effet du lancement des emprunts obligataires de la Cades (25 milliards de francs) et de nombreuses émissions de titres convertibles, ou d'obligations possédant des bons de souscription d'actions.

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 716,1 milliards de francs le 31 mai, contre 730,3 milliards le 26 avril et 739 milliards le 29 mars.

Les émissions réalisées au cours du mois de mai ont atteint 456,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 317,5 milliards en avril et 466,5 milliards en mars (470,3 milliards, contre respectivement 326,2 milliards et 491,5 milliards pour les tombées).

Cinq établissements ont accru leur encours au-delà de 2 milliards de francs au cours du mois de mai : la Deutsche Bank (+ 4,6 milliards), la Banque internationale de placement (+ 3 milliards), Abbey National Treasury Services (+ 2,8 milliards), la Compagnie parisienne de réescompte (+ 2,2 milliards) et la Caisse centrale des banques populaires (+ 2 milliards). Cinq autres émetteurs ont enregistré dans le même temps une baisse supérieure à ce même seuil : la Banque Paribas (- 5,3 milliards de francs), la Caisse des dépôts et consignations (- 5,2 milliards), le Crédit lyonnais (- 5 milliards), la Société générale (- 4,7 milliards) et l'Union de banque suisse (- 2,8 milliards).

La souscription des établissements de crédit s'est inscrite en légère augmentation par rapport au mois précédent, elle a porté sur 34,9 % du total des émissions, contre 32,8 % en avril et 30,4 % pour le mois de mars. Les OPCVM ont souscrit à hauteur de 24,1 %, contre 26,3 % en avril et 30,4 % en mars ; la part des sociétés et entreprises industrielles est passée à 20,8 %, contre 21,1 % et 23,5 % les mois précédents.

Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 360 le 31 mai, contre 362 au 26 avril et 365 au 29 mars.

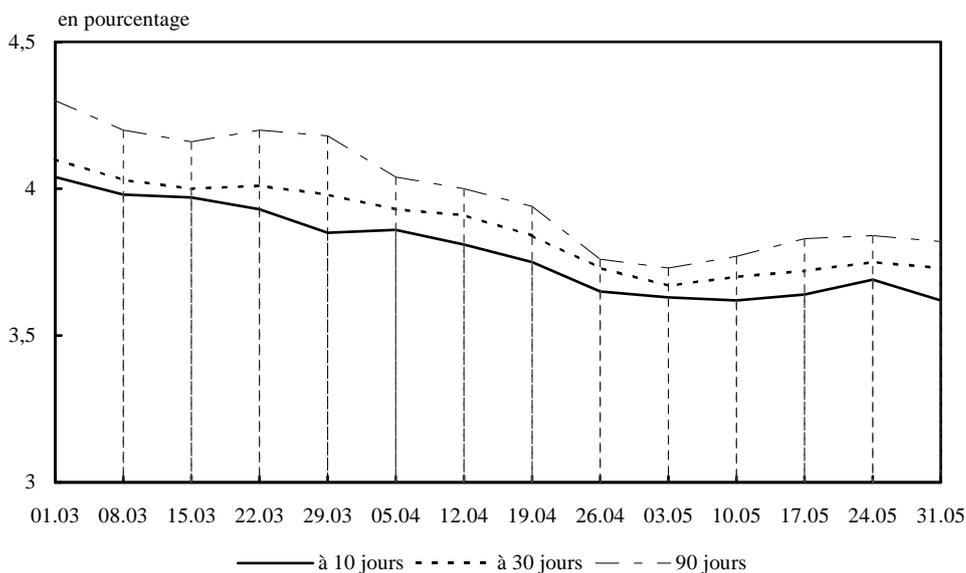
Au cours du mois de mai, les taux à l'émission se sont repliés entre 12 points de base et 15 points de base sur les différentes durées ; les écarts de rendement selon les termes se sont creusés par rapport au mois d'avril.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	29 avril au 3 mai	6 au 10 mai	13 au 17 mai	20 au 24 mai	27 au 31 mai
Certificats à 10 jours (moyenne)	3,63	3,62	3,64	3,69	3,62
Certificats à 30 jours (moyenne)	3,67	3,70	3,72	3,75	3,73
Certificats à 90 jours (moyenne)	3,73	3,77	3,83	3,84	3,82
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,19	3,20	3,30	3,30	3,35
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	3,80	3,81	3,78	3,77	3,78

**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 36

Mise à jour le 10 juin 1996

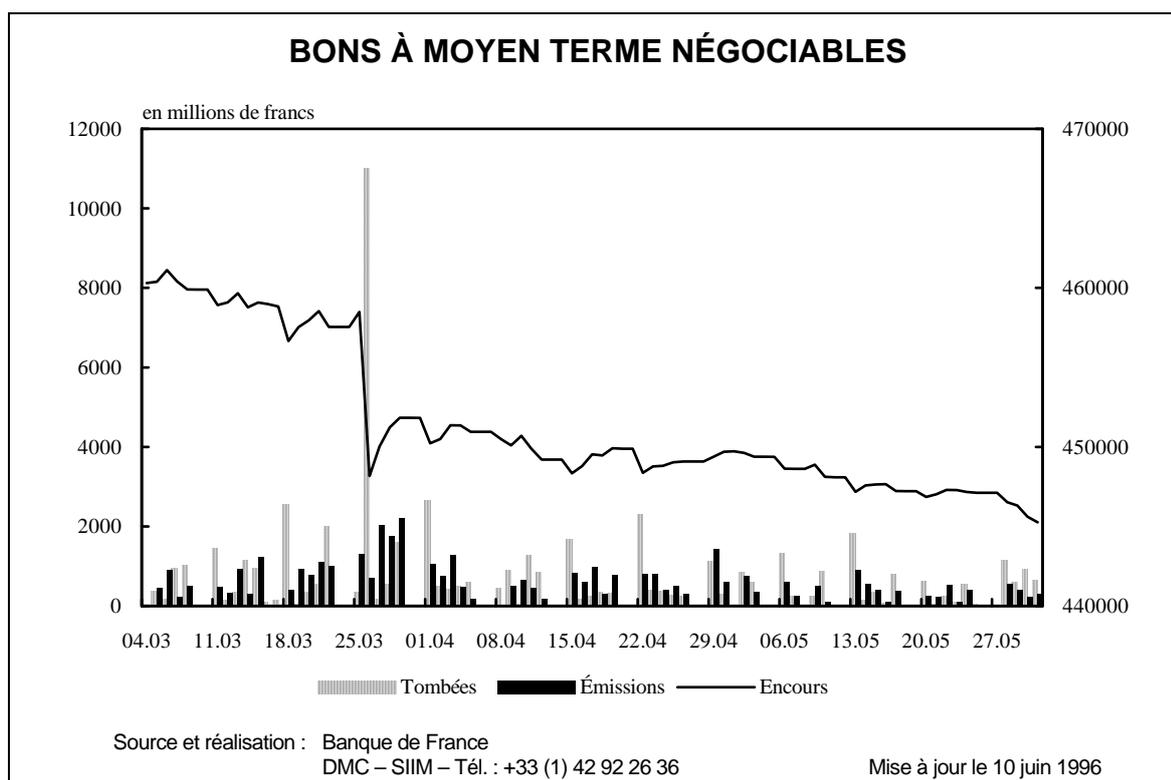
Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 445,3 milliards de francs le 31 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 449,1 milliards au 26 avril et 451,8 milliards au 29 mars ; le nombre d'émetteurs ayant un encours en gestion est resté très stable au cours des trois derniers mois (233 émetteurs au 31 mai comme au 26 avril, contre 234 au 29 mars). Les trois principaux émetteurs du marché sont toujours la Société générale avec un encours de 50,1 milliards de francs, devant le Crédit lyonnais (32,4 milliards) et la Compagnie bancaire (23,8 milliards).

Les émissions se sont élevées à 9,9 milliards de francs pendant le mois de mai, contre 11,8 milliards en avril et 24,6 milliards en mars. La part des titres souscrits par les établissements de crédit s'est sensiblement redressée pendant la période sous-revue ; elle est passée à 68,6 % en mai, contre 58,5 % en avril et 82,4 % en mars ; en revanche, la présence sur le marché des OPCVM a baissé au cours du mois sous revue, pour atteindre 14,8 % du montant des émissions, après 21,6 % en avril et 10,2 % en mars.

La durée des titres à l'émission s'est accrue par rapport au mois précédent ; la part des émissions à moins de 2 ans n'a représenté que 38 % du total, contre 62 % au mois d'avril, le report s'effectuant essentiellement sur les bons émis pour des durées comprises entre 2 ans et 3 ans (41 % des émissions en mai, contre 15 % en avril).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
1 an 1 jour à moins de 2 ans.....	3,8	38,2
De 2 ans à moins de 3 ans	4,1	41,2
De 3 ans à moins de 5 ans	0,9	8,8
De 5 ans à moins de 7 ans	0,7	7,3
De 7 ans et plus	0,4	4,5
Total.....	9,9	100,0



Les taux à l'émission se sont inscrits en baisse relativement accentuée sur les échéances les plus lointaines (retrait de 35 centimes sur les bons à 7 ans), et plus modérée sur les termes plus rapprochés (20 points sur les bons émis à 1 an et 2 ans et 12 points sur les titres d'une durée de 3 ans).

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

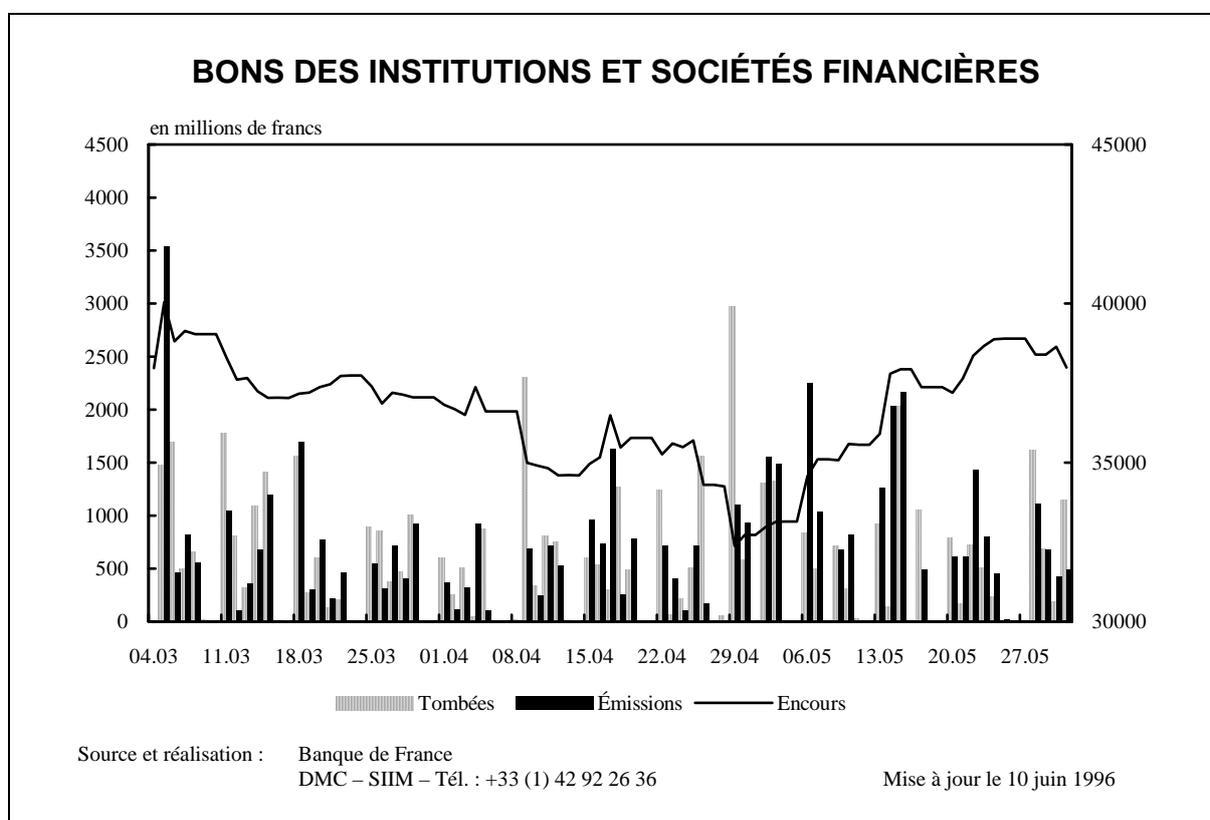
L'encours de ces bons se montait à 37,9 milliards de francs le 31 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 34,3 milliards le 26 avril et 37,1 milliards le 29 mars. À fin mai, l'encours du Crédit local de France représentait plus de 32,3 % de l'encours global des BISF.

Le montant des émissions s'est établi à 22,5 milliards de francs pour le mois de mai, contre 10,6 milliards en avril et 18,2 milliards en mars. Elles ont été souscrites à hauteur de 51,7 % par des établissements de crédit, de 25,0 % par des administrations et 19,9 % par des OPCVM.

Les taux de rendement à l'émission ont enregistré une détente comprise entre 16 points de base et 42 points de base par rapport au mois précédent.

Les émissions du mois par durée initiale se sont réparties comme suit.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois	2,1	9,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	12,2	54,4
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,6	33,7
De 6 mois à 1 an.....	0,6	2,5
Total.....	22,5	100,0



Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 198,5 milliards de francs le 31 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 178,3 milliards le 26 avril et 177,9 milliards le 29 mars. Le 31 mai, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 101, contre 102 le 26 avril et 99 le 29 mars.

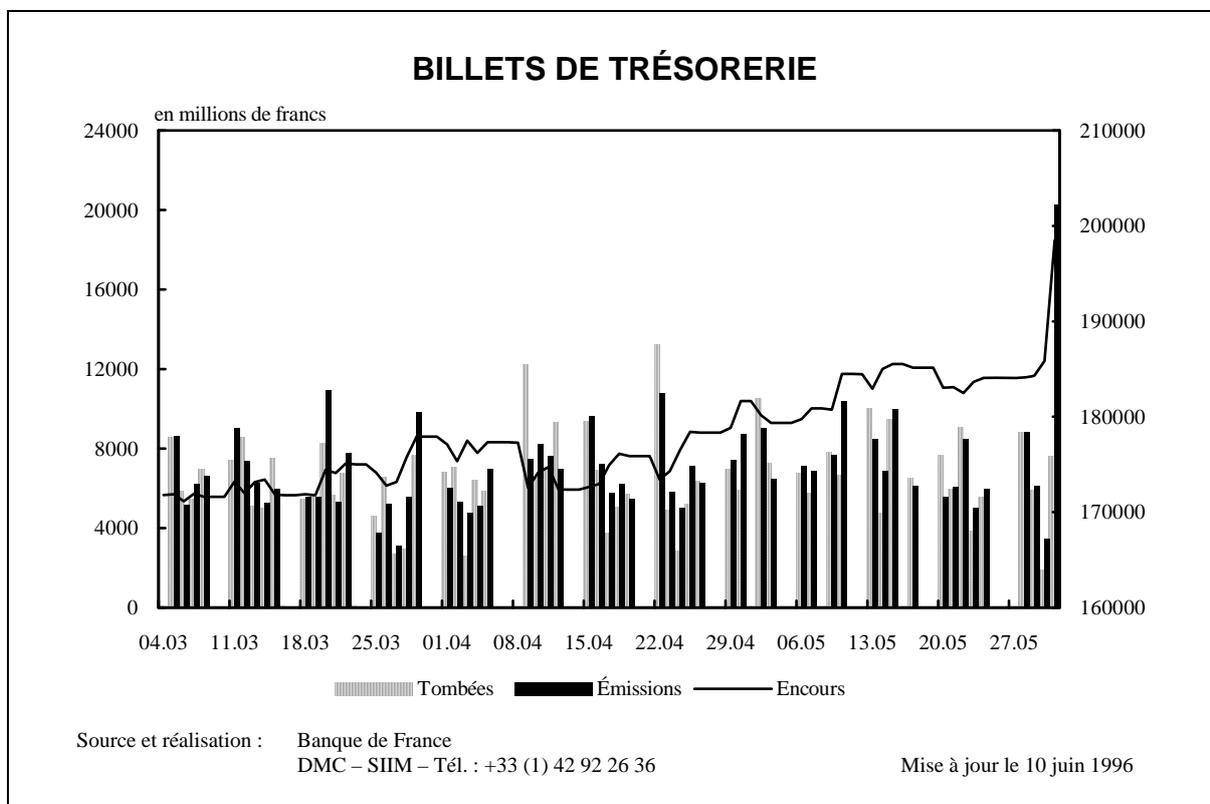
Le montant des émissions intervenues au cours du mois de mai a atteint 164,9 milliards de francs, contre 127,7 milliards en avril et 160 milliards en mars (respectivement 144,7 milliards, contre 127,3 milliards et 150,7 milliards pour les tombées).

En dehors de la Caisse d'amortissement de la dette sociale, émettrice depuis le 31 mai à hauteur de 15,5 milliards de francs et dont le programme s'élève à 50 milliards, trois émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois de mai : Fiat France (+ 1,9 milliard), Total CFP (+ 1,8 milliard) et Alcatel Alsthom (+ 1,3 milliard). Pour la même période, les émetteurs suivants ont réduit leur encours au-delà du seuil de 1 milliard de francs : Danone finance (- 2,1 milliards), Électricité de France et France Télécom pour un montant identique (- 1,9 milliard).

Les émissions du mois ont été souscrites à hauteur de 73,5 % par les établissements de crédit, alors que les OPCVM n'en ont acquis que 14,5 % ; en termes de détention, ces derniers possédaient 35,6 % de l'encours au 30 avril.

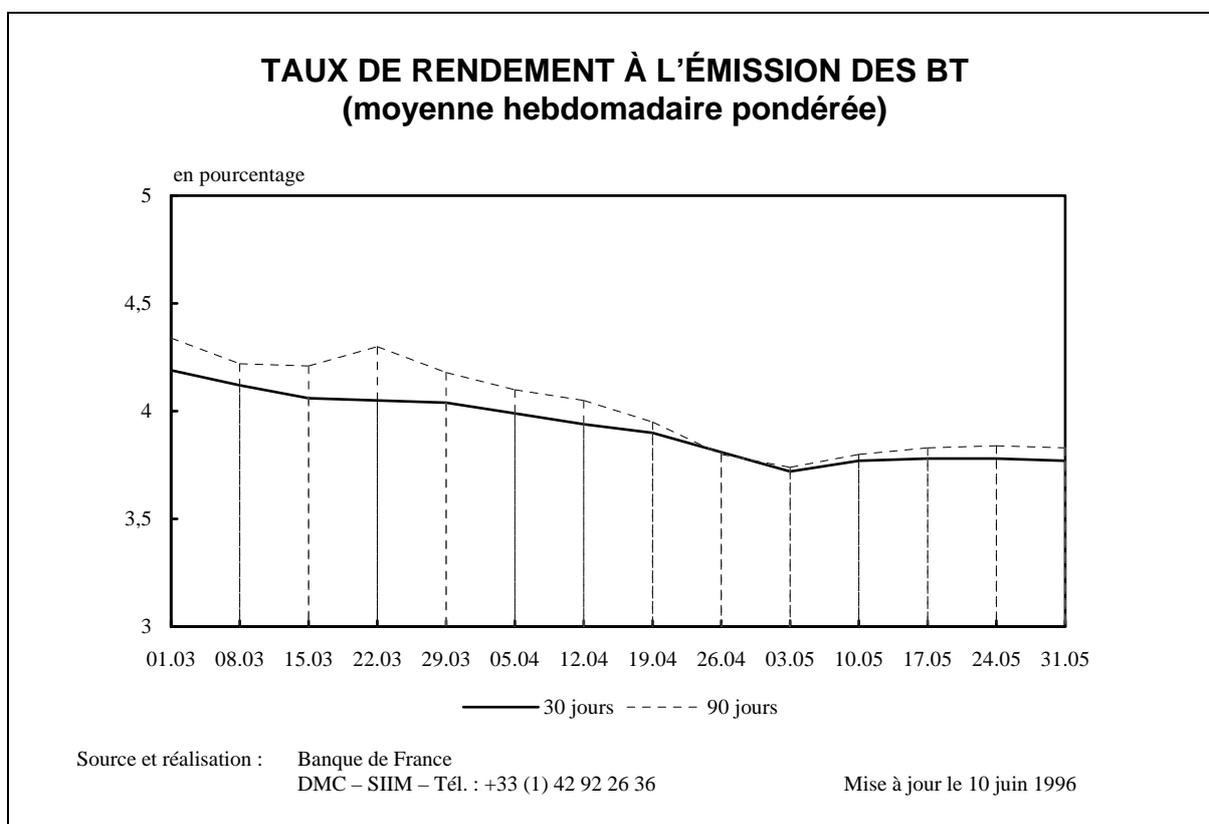
La proportion des titres émis entre 3 mois et 6 mois s'est légèrement accentuée, passant de 10,8 % à 14,6 % du total entre les mois d'avril et de mai, alors que la part des billets émis à moins de 1 mois a reculé de 12 % à 9 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
10 jours à moins de 1 mois.....	15,0	9,1
De 1 mois à moins de 3 mois	123,4	74,9
De 3 mois à moins de 6 mois	24,2	14,6
De 6 mois à 1 an.....	2,3	1,4
Total.....	164,9	100,0



Les taux de rendement à l'émission se sont rétractés de 15 points sur les échéances à 1 mois et 3 mois et de 28 points sur les billets d'une durée de 6 mois.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT						
<i>(en pourcentage)</i>						
		29 avril au 3 mai	6 au 10 mai	13 au 17 mai	20 au 24 mai	27 au 31 mai
		Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	3,67	3,70	3,72
	Plus haut	3,90	3,88	3,90	3,93	3,88
TIOP à 1 mois	Plus bas	3,81	3,88	3,88	3,88	3,88
	Plus haut	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88



Répartition par catégorie de détenteurs

(statistiques à fin avril 1996)

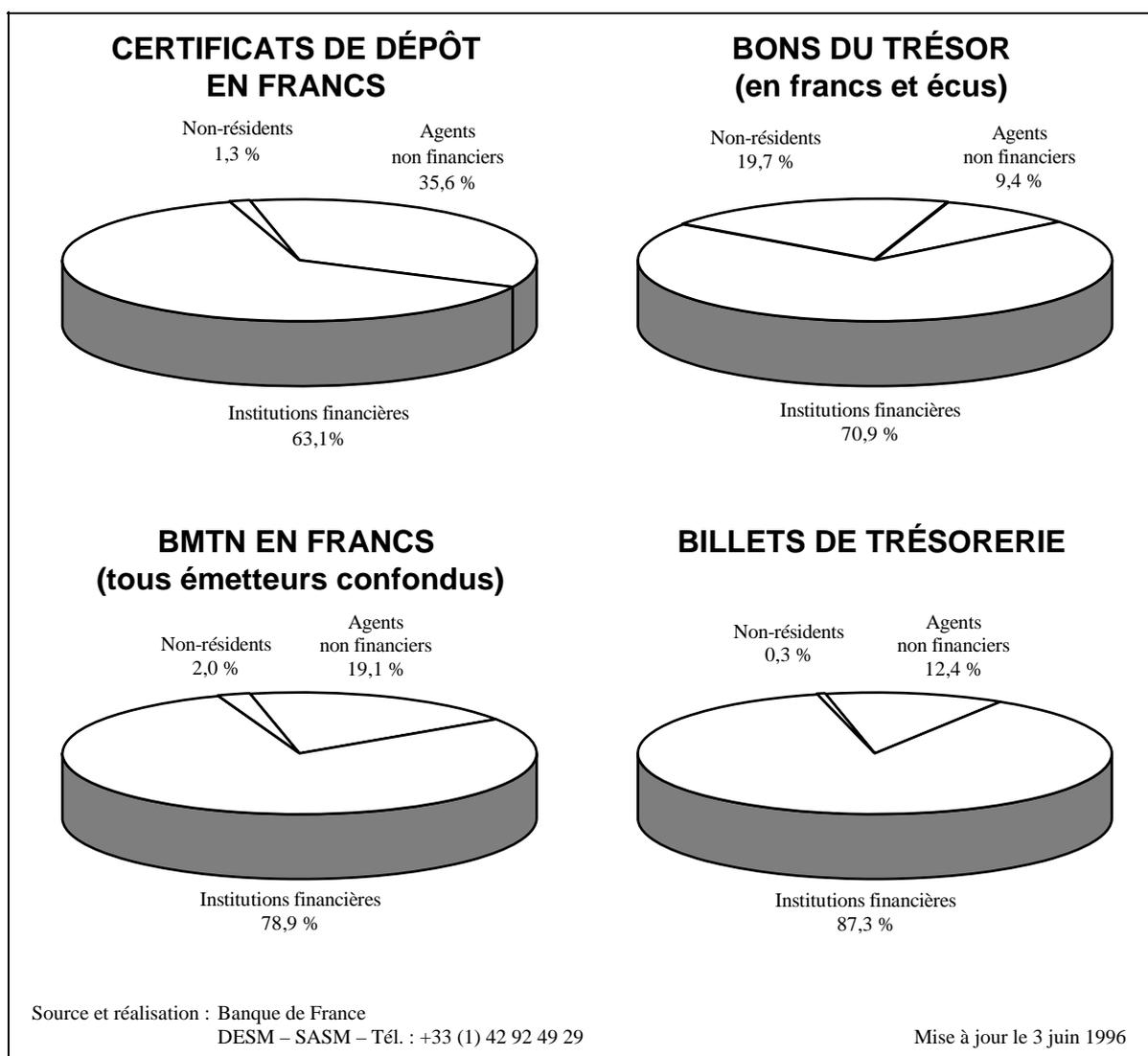
Le volume des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur français a légèrement régressé en avril pour s'établir à 2 603 milliards de francs (- 29,8 milliards). L'évolution des différentes catégories de titres a été assez contrastée : les certificats de dépôt en francs ont diminué de 61,1 milliards de francs, tandis que les bons du Trésor ont augmenté de 35,9 milliards. Les bons à moyen terme négociables (- 3,8 milliards de francs) et les billets de trésorerie (+ 4 milliards) ont plus faiblement varié.

La part de détention des agents non financiers en certificats de dépôt a continué de s'affaiblir en avril (- 1,8 point, soit - 9,2 points sur un an). Elle est restée stable sur les autres catégories de titres de créances négociables.

La détention des non-résidents en bons du Trésor s'est effritée en avril (- 0,3 point).

Pour leur part, les institutions financières ont renforcé leur présence sur les certificats de dépôt (+ 1,7 point) et les bons du Trésor (+ 0,4 point).

Actualité



5.2.2. Les OPCVM

En avril, l'actif net de l'ensemble des Sicav s'est accru de 30 milliards de francs et s'élève à 1 748,7 milliards (contre 1 663 milliards un an auparavant). L'encours des FCP est également en progression de 25,4 milliards de francs et s'établit à 1 056,8 milliards (après 899,4 milliards en avril 1995).

En constante progression depuis décembre 1995, l'actif net des Sicav monétaires s'élève désormais à 981 milliards de francs (+ 17,1 milliards par rapport à mars). Après les désinvestissements du mois précédent (9,3 milliards de francs), les souscriptions nettes ont atteint 16,9 milliards en avril. L'encours des FCP monétaires a en revanche stagné (329 milliards de francs).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » a poursuivi son faible mouvement de hausse pour s'établir à 457 milliards de francs (après 454,6 milliards en mars), les désinvestissements nets étant compensés par un effet performance positif.

Au cours du mois, l'encours des Sicav « actions » s'est accru de 8,2 milliards de francs (dont 7,6 milliards d'effet performance) et s'élève à 191,3 milliards. Dans le même temps, l'actif net des Sicav « diversifiées » est passé de 115,1 milliards de francs à 117,3 milliards et celui des FCP de 223,7 milliards à 231,2 milliards.

ACTIF NET DES SICAV ET FCP – SOUSCRIPTIONS DE SICAV (a)						
		1995		1996		
		Avril	Décembre	Février	Mars	Avril
Sicav monétaires	Actif net	898,3	889,4	959,7	963,9	981,0
	Souscriptions mensuelles nettes	-5,4	-53,8	9,5	-9,3	16,9
FCP monétaires	Actif net	290,3	299,2	321,6	328,9	329,0
Sicav obligations	Actif net	473,7	442,2	453,2	454,6	457,0
	Souscriptions mensuelles nettes	-4,9	-20,1	-3,9	-5,2	-0,6
FCP obligations	Actif net	265,3	280,4	291,9	300,9	311,0
Sicav actions	Actif net	175,0	167,3	180,5	183,1	191,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-0,3	-2,2	-0,3	-0,8	1,4
FCP actions	Actif net	71,0	73,4	81,3	84,1	87,2
Sicav diversifiées	Actif net	114,8	110,2	113,9	115,1	117,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-0,6	-2,3	0,4	-0,8	-0,3
FCP diversifiés	Actif net	192,4	207,8	220,5	223,7	231,2
Sicav garanties	Actif net	1,2	1,6	2,0	2,0	2,1
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCP garanties	Actif net	80,4	87,0	92,4	93,8	98,4
Total Sicav	Actif net	1 663,0	1 610,7	1 709,3	1 718,7	1 748,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-11,2	-78,4	5,7	-16,1	17,4
Total FCP	Actif net	899,4	947,8	1 007,7	1 031,4	1 056,8

(a) Données brutes

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 mai 1996

5.2.3. Le marché primaire obligataire en mai

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé à la fois par une légère remontée des taux d'intérêt à court terme et par la quasi-disparition de l'écart entre les taux longs servis en France et en Allemagne, la très forte reprise des émissions observée depuis le mois de janvier s'est quelque peu atténuée en mai. L'activité sur les marchés primaires obligataires a en effet marqué une pause pendant la première quinzaine du mois, tant sur le marché domestique que celui de l'eurofranc, puis s'est vivement redressée sous l'effet du lancement des emprunts obligataires de la Cades (25 milliards de francs) et de nombreuses émissions de titres convertibles, ou d'obligations possédant des bons de souscription d'actions.

Ainsi, les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue n'ont atteint que 43 milliards de francs, après 67 milliards en avril et 54 milliards en mars. Au total, 55 % des titres réglés en mai ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 11 % 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			
Mai 1996	5 mois 1996	5 mois 1995	Année 1995		Mai 1996	5 mois 1996	5 mois 1995	Année 1995
MARCHÉ INTÉRIEUR								
24,0	146,3	109,2	263,9	État	24,0	112,8	80,3	212,8
4,7	30,3	24,3	68,2	Établissements de crédit et assimilés	0,2	- 4,7	- 2,9	- 10,8
-	19,6	13,0	32,1	Sociétés non financières	- 0,5	7,7	3,4	2,6
-	0,4	-	1,0	Autres émetteurs résidents	-	- 0,9	- 1,1	- 4,5
28,7	196,6	146,5	365,2	Ensemble des résidents	23,6	114,9	79,7	200,1
-	-	-	6,0	Non-résidents	-	- 0,3	- 2,7	3,2
28,7	196,6	146,5	371,3	TOTAL	23,6	114,6	76,9	203,3
4,9	9,3	4,5	13,7	dont émissions en écus (b)	4,9	9,3	4,5	13,7
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,1	8,6	0,5	6,9	Établissements de crédit et assimilés	- 2,2	- 11,3	- 3,2	- 19,3
1,5	1,5	1,8	4,3	Sociétés non financières	1,5	0,9	1,3	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
2,6	10,1	2,3	11,2	Ensemble des résidents	- 0,7	- 10,4	- 1,9	- 16,8
12,0	61,6	26,3	37,4	Non-résidents	10,0	55,6	11,7	17,8
14,7	71,7	28,5	48,7	TOTAL	9,3	45,2	9,8	1,1
-	-	-	-	dont émissions en écus	- 0,8	- 0,8	- 6,8	- 9,3
-	-	-	-	dont émissions en écus des résidents	- 0,8	- 0,8	- 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 7 juin 1996

La **collecte des résidents** est ressortie à 31 milliards de francs (50 milliards en avril), soit 72 % des émissions réglées en mai.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Mai 1996	5 mois 1996	5 mois 1995	Année 1995		Mai 1996	5 mois 1996	5 mois 1995	Année 1995
ÉMISSIONS en FRANCS								
19,1	136,9	104,7	250,2	État	19,1	103,5	75,8	199,1
5,8	38,8	24,8	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 1,2	- 15,2	- 3,4	- 25,0
1,5	21,1	14,8	36,5	Sociétés non financières	1,0	8,6	4,6	5,2
-	0,4	-	1,0	Autres émetteurs résidents	-	- 0,9	- 1,1	- 4,5
26,4	197,3	144,2	362,8	Ensemble des résidents	18,8	96,0	75,9	174,8
12,0	61,6	26,3	43,5	Non-résidents	10,0	55,3	13,2	25,2
38,4	259,0	170,5	406,3	TOTAL	28,9	151,3	89,1	200,0
23,8	187,2	142,0	357,6	dont émissions intérieures	18,7	105,3	72,5	189,6
23,8	187,2	142,0	351,5	dont émissions intérieures des résidents	18,7	105,3	75,2	186,4
ÉMISSIONS en ÉCUS								
4,9	9,3	4,5	13,7	État	4,9	9,3	4,5	13,7
-	-	-	-	Établissements de crédit et assimilés	- 0,8	- 0,8	- 2,7	- 5,2
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
4,9	9,3	4,5	13,7	Ensemble des résidents	4,1	8,5	1,8	8,6
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	- 4,2	- 4,2
4,9	9,3	4,5	13,7	TOTAL	4,1	8,5	- 2,3	4,4
4,9	9,3	4,5	13,7	dont émissions intérieures	4,9	9,3	4,5	13,7
4,9	9,3	4,5	13,7	dont émissions intérieures des résidents	4,9	9,3	4,5	13,7
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB								
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23								
Mise à jour le 7 juin 1996								

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 24 milliards de francs (42,9 milliards en avril). Les fonds ont été levés principalement en francs sur deux lignes, l'OAT 6,50 % octobre 2006 ¹, et l'OAT à taux révisable (également à échéance octobre 2006) référencé sur le taux à échéance constante à 10 ans (TEC10). Lors de l'adjudication du 2 mai, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 17,2 milliards de francs, auquel il faut ajouter 0,5 milliard au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à taux fixe s'est établi à 6,46 %, en baisse de 16 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 24 mai) ont atteint 1,2 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 6,19 %.

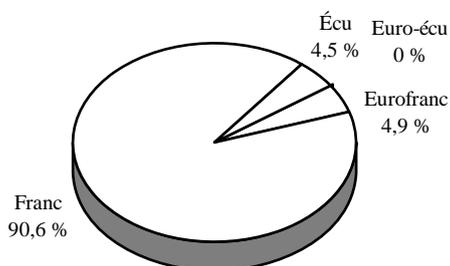
Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus¹, réalisée le 9 mai et qui portait sur une nouvelle ligne 7 % avril 2006. Le montant nominal émis s'est élevé à 771 millions d'écus, soit environ 5 milliards de francs. Le taux de rendement est ressorti à 7 %, en baisse de 10 points de base par rapport à l'adjudication correspondante du 11 avril dernier.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée pour l'essentiel sur le marché intérieur², est restée stable à hauteur de 7 milliards de francs d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés financières ont de nouveau levé respectivement 6 milliards de francs et 1 milliard.

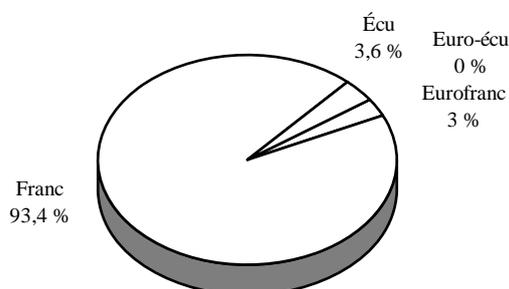
La collecte des émetteurs non résidents, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 12 milliards de francs en mai, après 19 milliards en avril et en mars.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

5 mois 1996

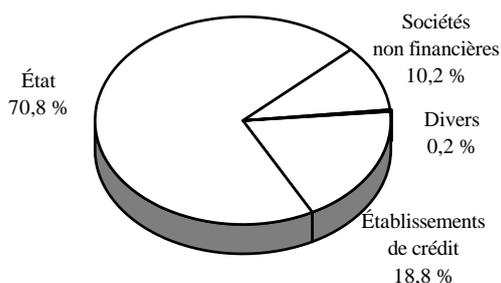


Année 1995

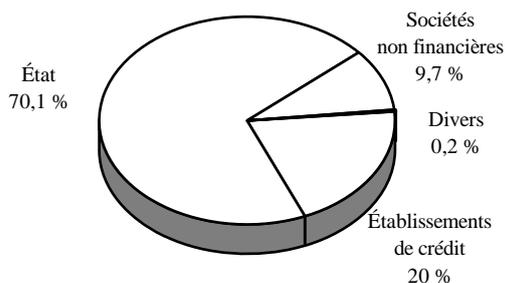


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

5 mois 1996



Année 1995



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

Mise à jour le 7 juin 1996

¹ En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1996, 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.

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

Au terme des cinq premiers mois, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 207 milliards de francs en 1996, en hausse de près de 40 % par rapport à celle correspondante de 1995. Globalement, les résidents n'ont guère sollicité le compartiment de l'eurofranc (5 % du montant de leurs emprunts en 1996, après 3 % seulement sur l'ensemble de l'année 1995), et la proportion des émissions libellées en écus apparaît également en légère hausse. La part de l'État a représenté près de 70 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1996 (comme en 1995) par les résidents sur l'ensemble des compartiments.

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

Le Comité de normalisation obligataire (CNO) a transmis le 9 avril à la Société des bourses françaises un communiqué relatif aux caractéristiques du nouvel indice TEC10¹.

5.2.4. Le marché primaire des actions en avril²

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Mars 1996	Avril 1996	4 mois 1996	4 mois 1995	Année 1995
TOTAL ÉMIS (a)	10,7	13,3	85,8	83,7	232,1
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	0,6	1,0	12,4	6,3	35,9
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0,4	0,6	10,1	10,8	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 juin 1996

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 13 milliards de francs en avril, contre 11 milliards en mars. Au terme des quatre premiers mois, leur montant (86 milliards de francs) a augmenté légèrement d'une année à l'autre³.

Les émissions de titres cotés sont restées stables d'un mois à l'autre. À fin avril 1996, elles atteignaient 12 milliards de francs, soit 14 % du montant total des émissions d'actions, comme pour l'ensemble de l'année 1995.

¹ L'indice quotidien TEC10, taux de l'échéance constante 10 ans, est défini comme le taux de rendement actuariel d'une valeur du Trésor fictive dont la durée de vie serait égale à 10 années. Ce taux moyen est obtenu par interpolation linéaire entre les taux de rendement actuariels annuels des deux OAT qui encadrent au plus proche la maturité 10 ans théorique.

² Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

³ 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

Contrairement au mois précédent, la Bourse de Paris s'est globalement repliée en mai.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

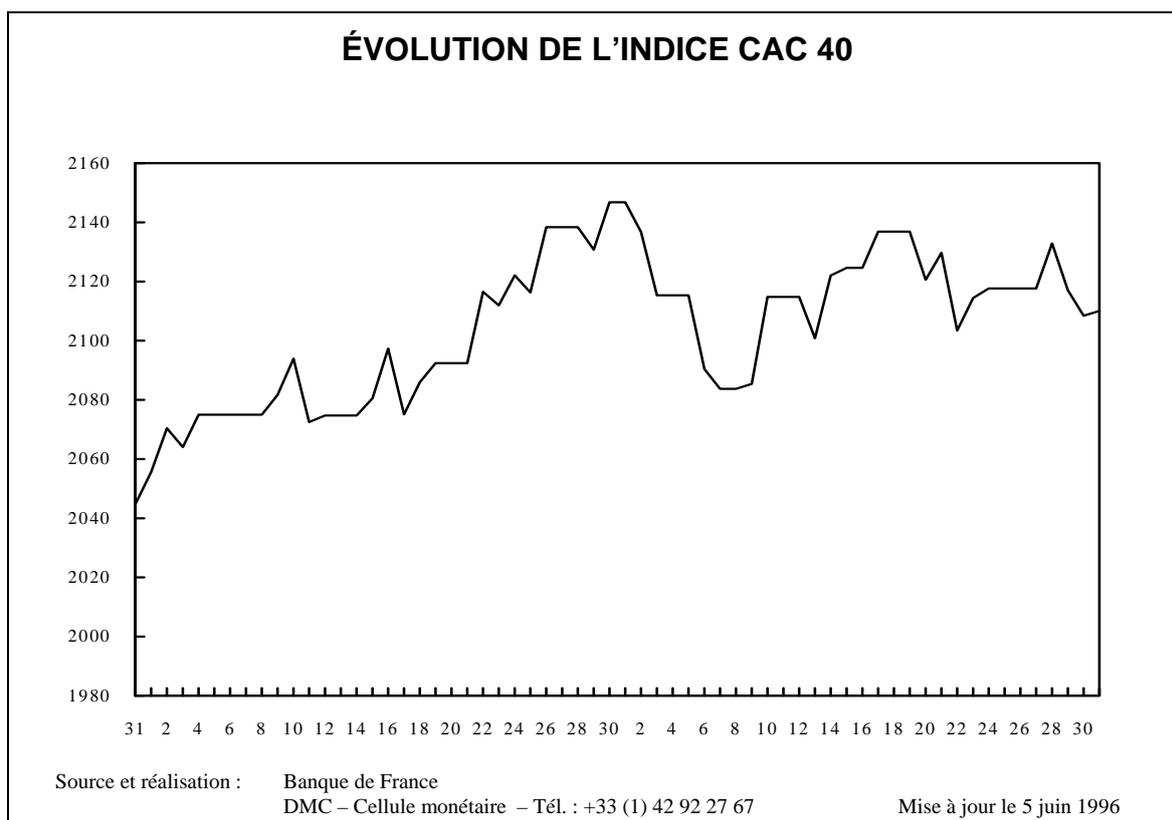
Après avoir atteint 2 146,79 points en clôture de la séance du 30 avril, soit le meilleur niveau observé depuis le mois d'avril 1994, le CAC 40 s'est inscrit en baisse à partir du 2 mai. Cette évolution défavorable s'est opérée en liaison avec le recul de la Bourse de New York et la remontée des taux obligataires. Les valeurs financières ont été particulièrement affectées par ce mouvement de correction.

À partir de la mi-mai, la tendance s'est toutefois redressée, l'indice CAC 40 repassant au-dessus du seuil des 2 100 points. L'amélioration du marché obligataire, la nette remontée du dollar et la reprise de la Bourse de New York ont principalement contribué à cette évolution. Néanmoins, ce redressement est demeuré fragile, des séances de repli alternant avec les phases de hausse.

INDICES BOURSIERS				
	30 avril 1996	31 mai 1996	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones)	5 575,22	5 643,18	1,20	10,28
Londres (FT 100)	3 806,00	3 747,80	-1,50	1,59
Tokyo (Nikkei)	22 041,30	21 956,19	-0,30	10,51
Paris (CAC 40).....	2 146,79	2 110,06	-1,70	12,72
Francfort (Dax)	2 505,25	2 542,80	1,50	12,82

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

Mise à jour le 5 juin 1996



5.3.2. La tendance au début du mois de juin (arrêtée au 10)

La Bourse de Paris a alterné les séances de hausse et de baisse sous l'influence du marché américain. L'indice CAC 40 s'établissait à 2 120,84 points en clôture de la séance du 10 juin, soit une progression de 0,5 % par rapport au niveau atteint à la fin du mois de mai.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En avril, l'agrégat de monnaie M3 a diminué de 1,2 %, après avoir été stable le mois précédent. Les moyens de paiement (M1), dont l'évolution au mois le mois est assez contrastée, se sont réduits de 2,2 %, alors qu'ils avaient progressé de 2,4 % en mars. La collecte sur les livrets à taux réglementés (M2 – M1) a légèrement repris (+ 0,5 %). La contraction de M3 est donc le fait des placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2), qui ont à nouveau reculé (– 1,6 %), en raison d'arbitrages opérés notamment en faveur de produits d'épargne longue.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, la croissance de M1 s'établit à 6,2 %, celle de M2 à 7,4 % et celle de M3 à 2,9 %.

La croissance de l'épargne contractuelle (P1) reste vive (+ 1,7 % en un mois et + 16,0 % en glissement annuel). Le développement des plans d'épargne-logement s'est accentué, s'élevant à 21,4 % en rythme annuel. Celui des plans d'épargne populaire reste très élevé également (+ 17,4 % sur un an).

À fin mars, la croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'établit à 5,0 %, la progression des crédits à l'économie s'élevant pour sa part à 2,3 %.

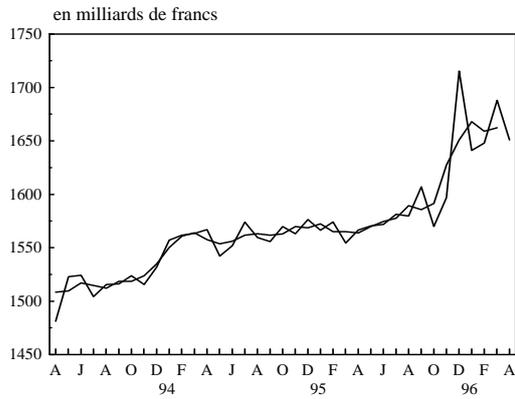
LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

Actualité

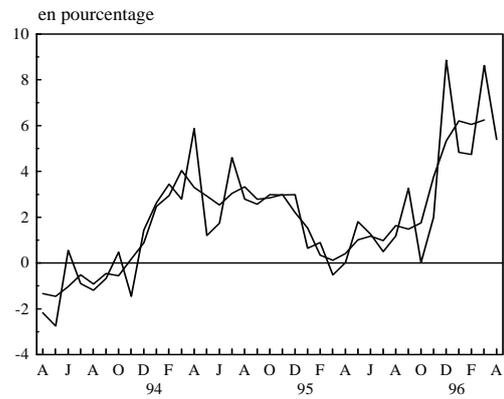
LES AGRÉGATS				
Statistiques à fin avril 1996	Encours	Variations du mois	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
	données brutes en milliards de francs	en cvs et en pourcentage	Février 1996 (a) en pourcentage	Mars 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
M1	1 659,4	-2,2	6,0	6,2
M2	3 117,7	-1,0	7,5	7,4
M3	5 347,5	-1,2	3,7	2,9
M4	5 483,9	-1,3	4,3	3,7
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
P1	1 753,3	1,7	15,2	16,0
Statistiques à fin mars 1996		Variations sur 12 mois en glissement		
		Janvier 1996 en pourcentage	Février 1996 en pourcentage	Mars 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE FINANCEMENT				
Endettement intérieur total	10 740,6	5,3	5,1	5,0
– dont : État	3 354,4	10,6	10,5	10,0
Ensemble des crédits à l'économie	6 481,6	2,9	2,5	2,3
Crédits des banques à l'économie	3 546,2	1,0	-0,1	-0,1
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 5,9 % ; M2 : 7,4 % ; M3 : 3,6 % ; M4 : 4,2 % ; P1 : 15,2 %				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29				
Mise à jour le 3 juin 1996				

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

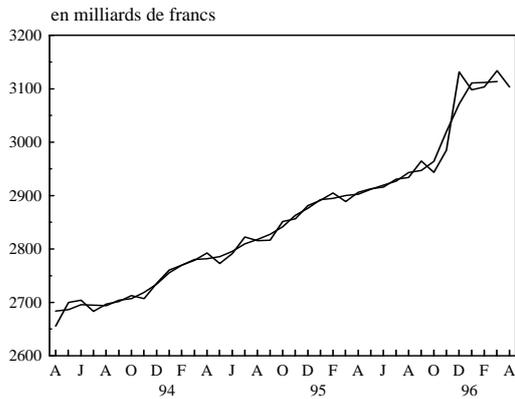
M1
Encours cvs



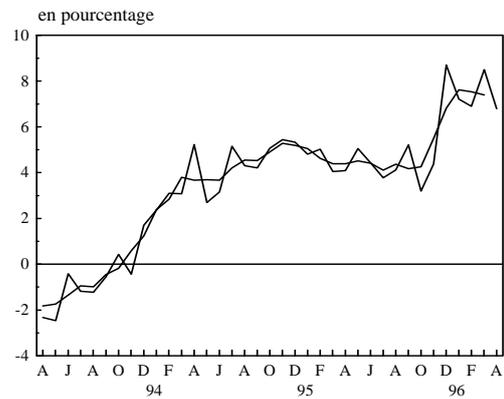
M1
Glissement sur 12 mois



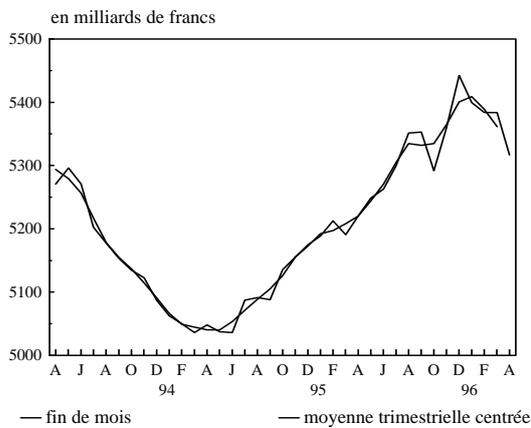
M2
Encours cvs



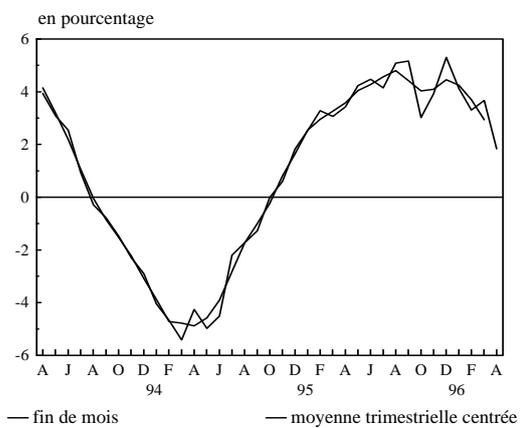
M2
Glissement sur 12 mois



M3
Encours cvs

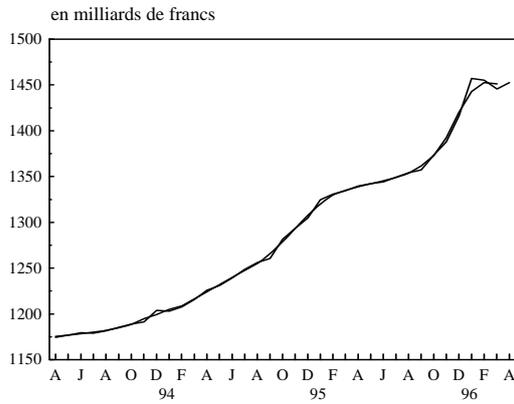


M3
Glissement sur 12 mois

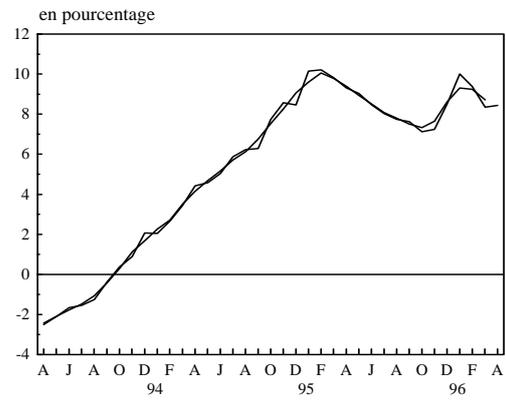


Actualité

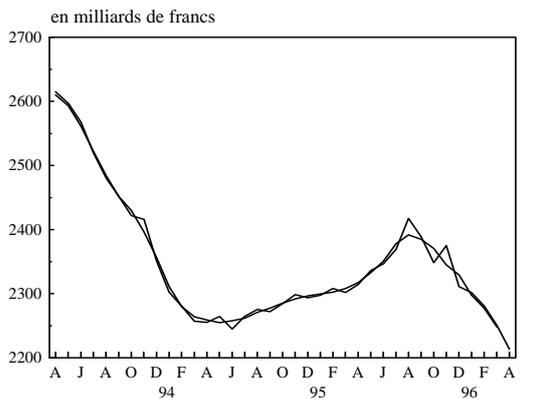
M2 – M1
Encours cvs



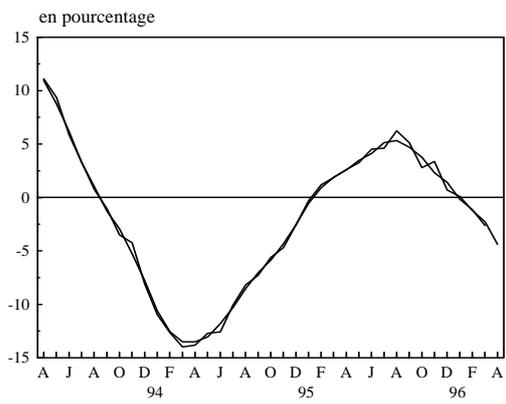
M2 – M1
Glissement sur 12 mois



M3 – M2
Encours cvs



M3 – M2
Glissement sur 12 mois



— fin de mois — moyenne trimestrielle centrée

— fin de mois — moyenne trimestrielle centrée

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1 (A)

(encours en milliards de francs – variations en pourcentage)

	Encours en fin de mois données brutes			Variations					
				mensuelles données cvs (b) en fin de mois		sur 12 mois données brutes			
						en fin de mois		en mtc (c) centrées sur	
	1996			1996		Année	Avril 1995	Novembre	Mars
	Février	Mars	Avril	Mars	Avril	1995	Avril 1996	1995	1996
Agrégats de monnaie									
M1									
Billets et monnaies	244,8	246,2	248,6	0,4	-0,3	1,4	1,7	0,1	1,7
Dépôts à vue	1 375,5	1 418,6	1 410,8	2,8	-2,5	10,2	6,1	4,4	7,1
Total M1	1 620,3	1 664,8	1 659,4	2,4	-2,2	8,8	5,4	3,8	6,2
M2 – M1									
Livrets A	718,2	692,6	686,8	-3,1	-0,7	6,9	0,2	6,0	2,0
Livrets bleus	95,9	91,5	90,7	-4,0	-0,8	10,2	2,8	7,7	5,1
Comptes d'épargne-logement	143,6	144,1	145,4	0,8	0,8	3,3	6,5	2,1	5,6
Codevi	200,1	196,5	196,9	-0,8	0,9	24,0	14,9	25,8	17,1
Livrets d'épargne populaire	118,1	136,2	143,7	16,1	5,7	12,6	57,2	11,8	45,8
Livrets soumis à l'impôt	195,2	191,5	194,7	-0,9	1,4	2,5	13,3	0,6	11,9
Total M2	3 091,6	3 117,1	3 117,7	1,0	-1,0	8,7	6,8	5,5	7,4
M3 – M2									
Dépôts et TCN en devises	108,6	104,7	101,7	-1,3	-1,6	0,7	-4,4	2,3	-2,6
Placements à terme	632,2	617,3	604,7	-3,5	-1,9	12,2	-12,2	18,1	-7,1
– Dépôts à terme	448,3	435,4	424,6	-4,1	-2,4	23,5	-11,8	32,7	-4,7
– Bons de caisse et d'épargne	184,0	182,0	180,1	-2,0	-0,6	-9,5	-13,0	-8,6	-12,4
Titres de créances négociables (d)	359,5	360,9	322,8	-1,5	-7,9	-0,3	-27,8	11,0	-19,6
Certificats de dépôt et BMTN	339,8	341,1	305,5			0,4	-27,9	12,5	-19,7
– Bons et BMTN des ISF	19,7	19,8	17,3			-10,3	-24,9	-10,0	-17,9
Titres d'OPCVM monétaires	1 148,9	1 159,3	1 174,7	0,3	1,1	-6,3	9,6	-9,0	5,7
Parts de fonds communs de créances	26,0	26,0	26,0						
Total M3	5 366,9	5 385,4	5 347,5	0,0	-1,2	5,3	1,8	4,1	2,9
M4 – M3									
Titres de créances négociables (d)	92,6	134,0	136,4	46,8	-1,9	47,1	70,7	19,6	55,0
Bons du Trésor	69,1	110,6	112,5			80,9	99,6	47,3	71,7
Billets de trésorerie et BMTN	23,5	23,4	24,0			-24,5	1,6	-33,4	10,7
Total M4	5 459,4	5 519,4	5 483,9	0,8	-1,3	5,9	2,9	4,3	3,7
Agrégat de placement									
P1									
Plans d'épargne-logement	796,5	814,0	826,6	2,7	2,2	15,6	23,1	14,4	21,4
Comptes espèces associés aux PEA	5,7	5,9	5,9						
Autres comptes d'épargne à régime spécial	0,9	0,9	0,9						
Contrats d'épargne – sociétés de crédit différé	2,6	2,6	2,6						
Plans d'épargne populaire	521,0	524,3	526,4			17,2	17,1	17,0	17,4
Titres d'OPCVM garantis	84,0	85,2	89,4			16,8	21,1	15,5	18,8
Bons de capitalisation	301,0	301,3	301,6	0,2	0,2	1,2	1,2	1,3	1,2
Total P1	1 711,7	1 734,3	1 753,3	1,3	1,7	13,1	16,8	12,4	16,0

(a) Chiffres révisés pour les mois précédents

(b) Données cvs : données corrigées des variations saisonnières

(c) Données en mtc : données en moyenne trimestrielle centrée

(d) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2 s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés) ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.

Source et réalisation :

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

Banque de France
Mise à jour le 3 juin 1996

Actualité

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

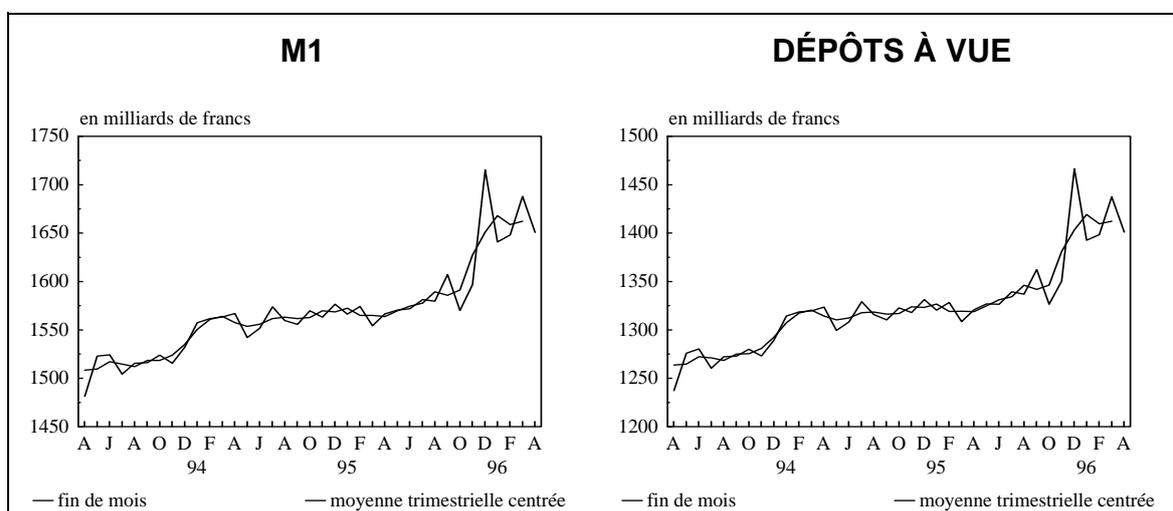
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin avril 1996)

M1

En avril, l'agrégat de monnaie M1 s'est contracté de 2,2 %, après une hausse de 2,4 % le mois précédent. Sa progression annuelle s'établit à 6,2 % à fin avril, après + 6,0 % à fin mars et + 6,2 % à fin février.

Les dépôts à vue, dont l'évolution est contrastée au mois le mois, ont diminué de 2,5 %, après une hausse de 2,8 % en mars. Sur douze mois, leur rythme de progression est pratiquement inchangé depuis trois mois (+ 7,1 % à fin avril).



Le volume des billets et monnaies en circulation dans l'économie a légèrement décliné en avril (- 0,3 %), après + 0,4 % en mars. En glissement annuel, sa croissance s'établit à 1,7 % à fin avril, après + 1,4 % à la fin du mois précédent.

M2 - M1

Les placements à vue à taux réglementé ont progressé de 0,5 % en avril. Cette reprise survient après deux mois de recul (- 0,1 % en février et - 0,7 % en mars), sous l'effet de l'abaissement des taux des principaux livrets. En glissement sur douze mois, leur progression se tasse très légèrement (+ 8,7 % à fin avril, après + 9,2 % à fin mars).

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.

Les agrégats de monnaie et de placement

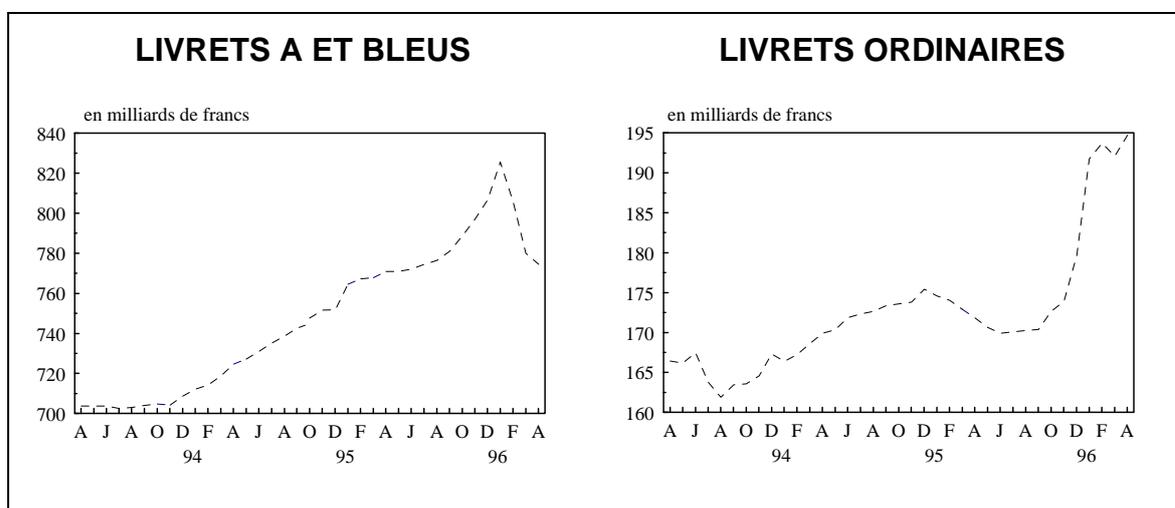
Après deux mois de forte baisse, le recul des livrets A et bleus s'est atténué en avril (-0,7%). Leur glissement sur douze mois atteint +2,4%, après +4,9% à fin mars.

La croissance des comptes d'épargne-logement, soutenue depuis octobre 1995, s'est établie en avril à 0,8%, sans changement par rapport au mois précédent. Leur progression sur douze mois s'est légèrement renforcée avec +5,6% à fin avril, contre +4,7% à fin mars.

Les Codevi ont progressé de 0,9% en avril, après une baisse de 0,8% en mars. Leur progression annuelle décélère régulièrement, revenant de +19,8% à fin mars à +17,1% à fin avril.

Stimulé par un abaissement moins important de leur taux et par l'assouplissement des conditions d'ouverture, les livrets d'épargne populaire ont continué de croître rapidement après la forte expansion des deux mois précédents (+5,7%, après +16,3% en février et +16,1% en mars). Sur un an, leur développement s'élève à 45,8%.

Les livrets soumis à l'impôt s'inscrivent depuis le début de l'année sur une tendance assez dynamique. Ils progressent de 1,4% sur un mois et de 11,9% en glissement annuel.

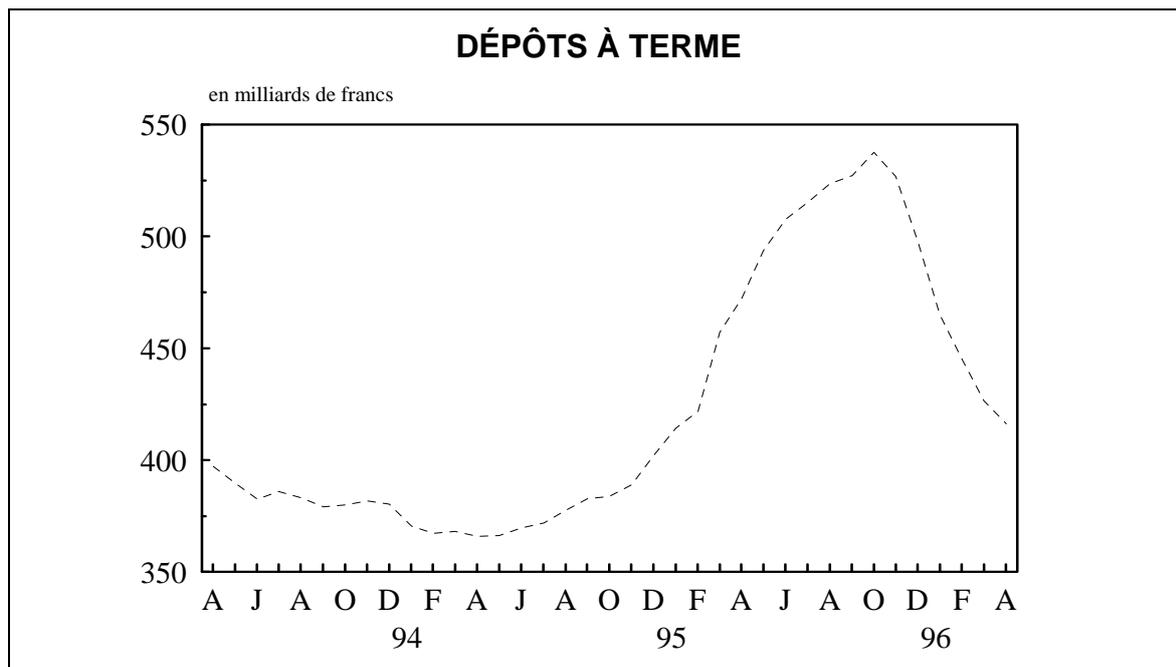


M3 – M2

Les placements rémunérés à des taux de marché se sont contractés en avril pour le cinquième mois consécutif (-1,6%, après -1,3% en mars et -0,9% en février), en raison d'arbitrages opérés principalement en faveur de placements regroupés dans P1 et P2. Le recul sur douze mois de M3 – M2 s'établit à 2,6% à fin avril, après -1,1% à fin mars.

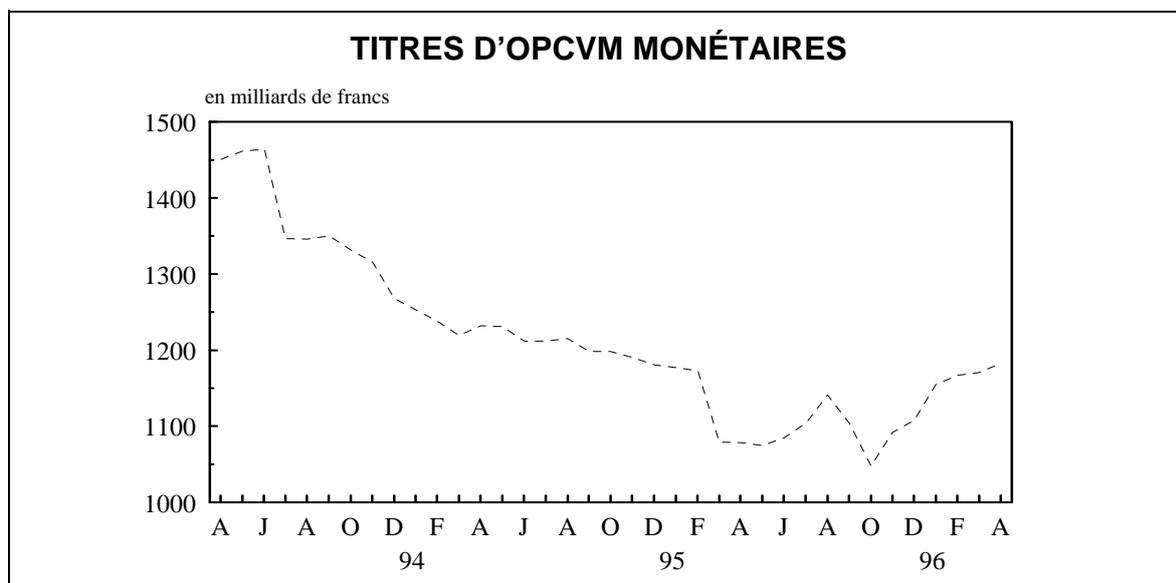
La baisse des dépôts à terme s'est poursuivie en avril (-2,4%, après -4,1% le mois précédent) et leur variation annuelle est devenue négative (-4,7% à fin avril, après +3,2% à fin mars). Cette catégorie de produit, qui avait bénéficié en 1995 des tensions sur les taux à court terme et de l'extension à leur profit du système de l'abattement fiscal, enregistre un retournement de tendance depuis lors. Sa rémunération, après impôt, relativement faible et son manque de liquidité favorisent des arbitrages en faveur soit de placements plus liquides de M3, soit de placements d'épargne aux rendements plus attractifs.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

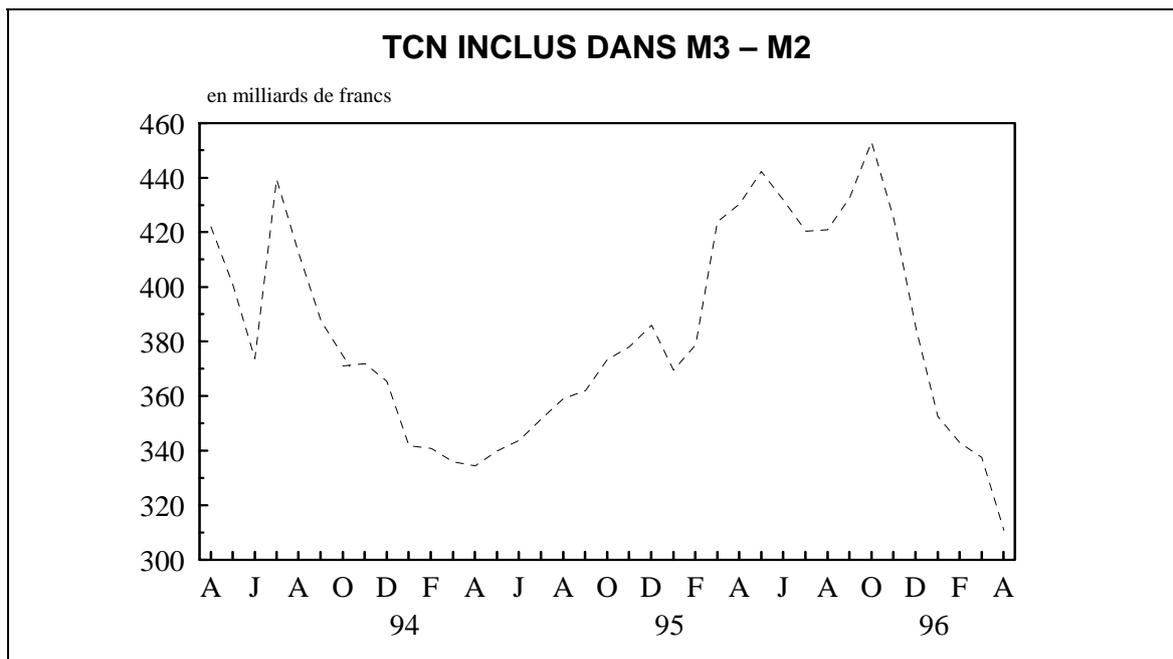


L'encours des bons de caisse et d'épargne s'est contracté de 0,6 % sur un mois et de 12,4 % sur un an.

L'encours des titres d'OPCVM monétaires détenus par des agents non financiers a continué de croître en avril, avec +1,1 %, après +0,3 % en mars et +1,1 % en février. Sur douze mois, les titres d'OPCVM monétaires progressent de 5,7 %, après +1,8 % à la fin du mois précédent. Cette reprise peut être reliée au fait que les performances de ces organismes sont généralement plus lissées que celles des rendements à court terme et enregistrent donc avec un décalage le mouvement actuel de baisse des taux.



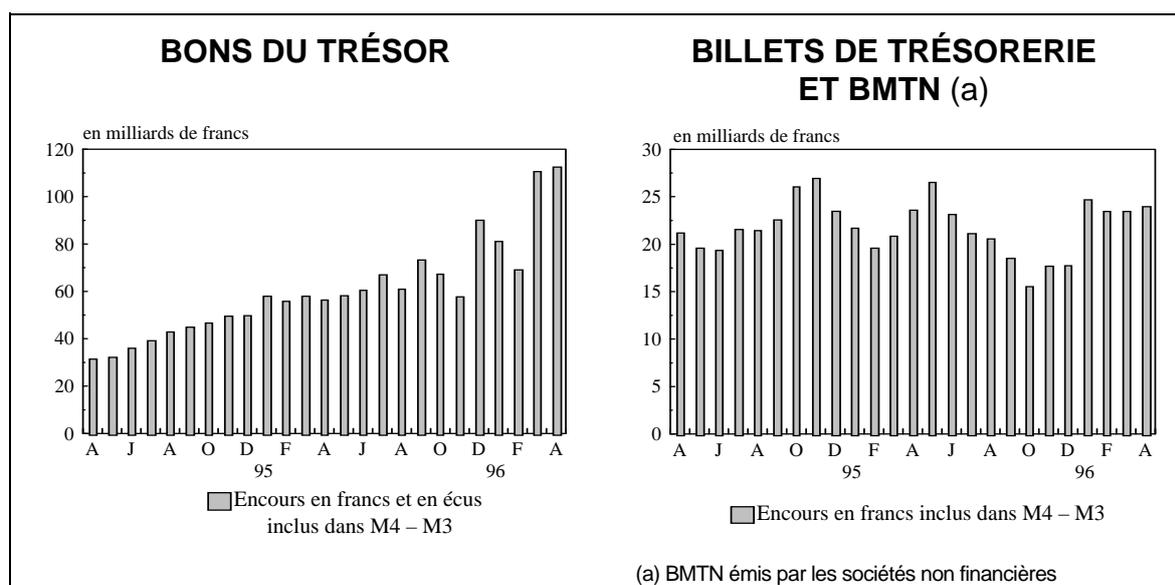
Le volume des titres de créances négociables émis par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers s'est nettement contracté en avril (-7,9 %, après -1,5 % en mars et -2,8 % en février). Sur douze mois, la baisse atteint 19,6 % à fin avril, après -12,0 % à fin mars.



M4 – M3

L'encours des bons du Trésor émis en francs et en écus a atteint en avril 1 197,5 milliards, niveau le plus haut enregistré depuis septembre 1995 (1 177,4 milliards de francs). La fraction détenue par les agents non financiers s'est légèrement accrue en avril (+ 1,9 milliard de francs, soit un total de 112,5 milliards). Sur un an, l'encours des bons du Trésor s'est accru de 165,8 milliards de francs et le montant détenu par le public de 56,1 milliards.

L'encours des titres de créances négociables émis par les entreprises a progressé de 4,1 milliards de francs en avril (et de 37,3 milliards depuis décembre 1995), pour atteindre 189,5 milliards. Sur ce total, 24 milliards de francs sont détenus par les agents non financiers (+ 0,6 milliard).



LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les agrégats de monnaie et de placement

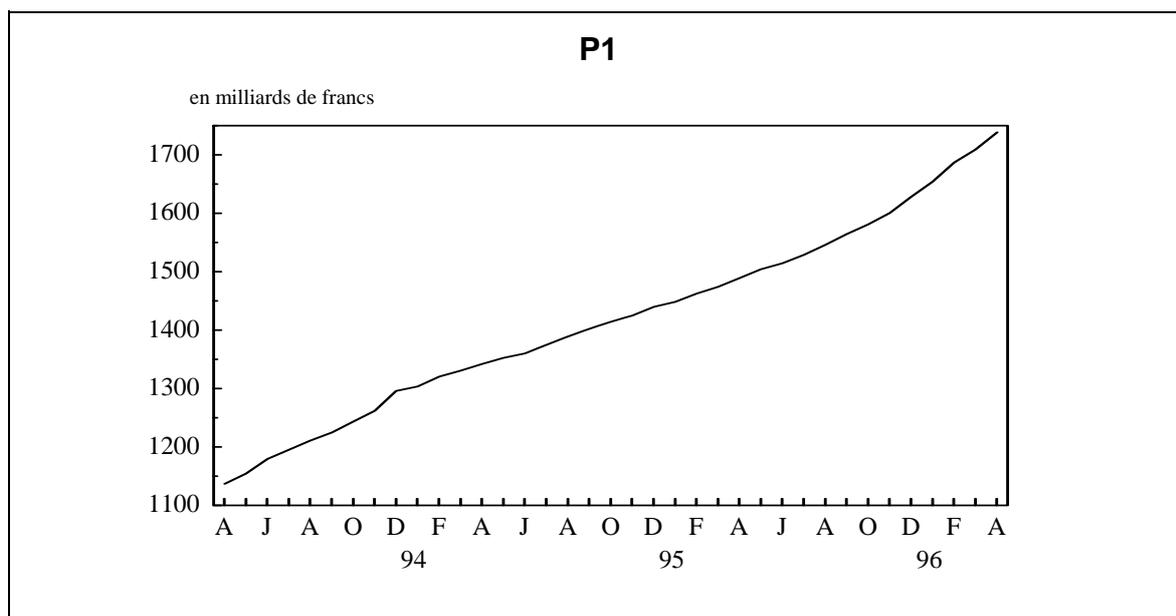
P1

La progression de l'agrégat P1 reste vive (+ 1,7 %, après + 1,3 % en mars et + 2,0 % en février). Sa variation sur douze mois atteint 16,0 %, après + 15,2 % à fin mars et + 14,2 % à fin février.

Les plans d'épargne-logement, qui représentent 47,0 % de l'encours de P1, ont augmenté de 2,2 %, après + 2,7 % en mars et février. Sur un an, leur encours s'est accru de 21,4 % (après + 19,4 % à fin mars).

La progression annuelle des plans d'épargne populaire s'est stabilisée depuis deux mois à un niveau élevé (+ 17,4 % à fin avril, après + 17,6 % à fin mars et + 17,8 % à fin février).

La progression annuelle des titres d'OPCVM garantis est restée inchangée (+ 18,8 %, après + 18,7 % à la fin du mois précédent).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin mars 1996)

Vue d'ensemble

Les concours distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont légèrement progressé (+ 0,1 % en mars, après avoir été stables en février). Sur un an, leur croissance continue de ralentir (+ 2,3 %, après + 2,5 % en février et + 2,9 % en janvier).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR L'ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1996			1995	1996	
	Janvier	Février	Mars	Décembre	Février	Mars
TOTAL avant défaisance	0,9	0,0	0,1	2,3 (a)	2,5 (a)	2,3 (a)
TOTAL après défaisance	0,9	0,0	0,1	2,3	2,4	2,3
SOCIÉTÉS	-0,1	-0,3	0,0	0,8	0,2	-0,3
MÉNAGES	0,5	0,0	-0,1	0,7	0,6	0,5
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	5,7	-0,4	0,4	11,9	16,1	17,0

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 3,7 milliards de francs 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 30 mai 1996

Les crédits aux sociétés se sont stabilisés, après avoir reculé de 0,3 % en février. Leur variation annuelle est ainsi devenue négative (- 0,3 %, après + 0,2 % à fin février). Les crédits aux ménages se sont inscrits en légère baisse (- 0,1 %, après avoir été stables en février), mais leur progression sur douze mois est demeurée faible (+ 0,5 %, après + 0,6 % à fin février). Pour leur part, les crédits aux autres agents ont augmenté de 0,4 % (après - 0,4 % en février), leur croissance sur douze mois restant vive ¹ (+ 17,0 %, après + 16,1 % à fin février).

¹ Le niveau élevé du taux de croissance annuel des crédits aux « autres agents » résulte, pour l'essentiel, de l'importance des financements accordés à l'Acoss depuis décembre 1995 par rapport à ceux accordés un an auparavant.

Les crédits des banques

Les crédits distribués par les banques ont retrouvé une variation légèrement positive (+ 0,1 %, contre – 0,5 % en février) mais, en glissement annuel, leur léger recul s'est poursuivi (– 0,1 % comme à fin février).

Les crédits aux sociétés ont légèrement progressé (+ 0,1 %, après – 1,1 % en février) et sur douze mois, leur baisse s'est poursuivie (– 1,4 %, après – 1,1 % à fin février).

Les crédits accordés aux ménages se sont légèrement contractés (– 0,1 %, après – 0,2 % en février). En rythme annuel, leur encours s'est stabilisé (après + 0,2 % à fin février).

Les crédits aux autres agents ont progressé de 3,8 % (contre – 1,7 % en février). Leur taux de croissance annuel s'est ainsi fortement renforcé (+ 7,9 %, après + 2,9 % à fin février).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES

(en pourcentage)

	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1996			1995	1996	
	Janvier	Février	Mars	Décembre	Février	Mars
TOTAL avant défaillance	-0,8	-0,5	0,1	0,7 (a)	-0,1 (a)	-0,1 (a)
TOTAL après défaillance	-0,8	-0,5	0,1	0,6	-0,2	-0,2
SOCIÉTÉS	-0,7	-1,1	0,1	0,0	-1,1	-1,4
– Investissement des sociétés	-0,7	-0,3	0,7	-0,8	-2,3	-1,9
– Trésorerie des sociétés	-2,8	-1,0	-1,0	3,8	1,3	-0,4
– Autres crédits	2,7	-2,4	1,2	-5,0	-3,3	-2,5
MÉNAGES	0,1	-0,2	-0,1	0,3	0,2	0,0
– Habitat ménages	0,1	-0,1	-0,1	1,0	0,9	0,6
– Trésorerie des particuliers	-0,8	0,0	0,8	0,0	0,5	1,8
– Autres crédits	0,9	-0,5	-0,8	-1,0	-1,7	-2,6
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-5,3	-1,7	3,8	7,8	2,9	7,9

(a) Les redressements liés aux opérations de défaillance se sont élevés à 3,7 milliards de francs 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 30 mai 1996

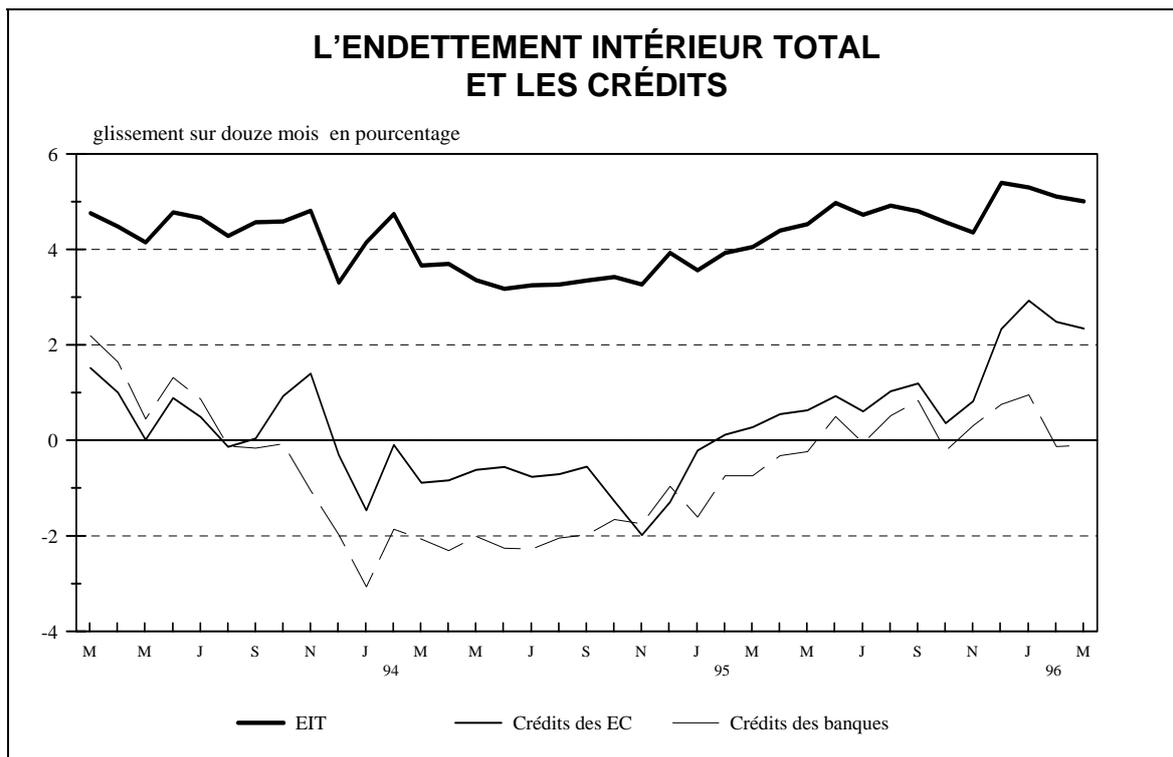
Après trois mois consécutifs de baisse, les crédits à l'investissement des sociétés ont enregistré une hausse de 0,7 % (contre – 0,3 % à fin février). Leur recul sur douze mois s'est légèrement atténué (– 1,9 %, après – 2,3 % à fin février). La baisse des crédits de trésorerie aux sociétés a été de 1,0 %, comme en février. Leur variation sur un an est ainsi devenue négative (– 0,4 %).

Les crédits à l'habitat accordés aux ménages ont continué de peu varier (– 0,1 % comme le mois précédent) ; l'atténuation de leur croissance annuelle s'est poursuivie (+ 0,6 %, après + 0,9 % à fin février). Les crédits de trésorerie aux particuliers ont augmenté de 0,8 % (après une stabilité en février). En glissement annuel, leur croissance s'est renforcée (+ 1,8 %, après + 0,5 % à fin février).

6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin mars 1996)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total s'est établie à 5,0 % à fin mars, en léger retrait par rapport à fin février (+ 5,1 %). Cette évolution recouvre un tassement plus ou moins marqué de l'augmentation de la dette des différentes catégories d'agents économiques, à l'exception des autres agents, pour lesquels la progression s'est renforcée, passant de 14,7 % à fin février 1996 à 15,5 % à fin mars. La croissance de la dette de l'État s'est établie à 10,0 % à fin mars 1996, après 10,5 % à fin février ; celle des sociétés et celle des ménages sont revenues respectivement de 1,6 % et 0,6 % à fin février à 1,5 % et 0,5 % à fin mars.



L'évolution de l'EIT à fin mars s'explique par un moindre dynamisme à la fois des crédits (+ 2,3 % à fin mars, après + 2,5 % à fin février)¹ et des financements sur les marchés internes, dont le développement est revenu de 11,6 % à fin février à 11,3 % à fin mars.

Sur le marché monétaire, la progression annuelle a été identique à celle du mois précédent (+ 14,9 %), recouvrant cependant une évolution inverse de la dette de l'État, qui a augmenté de 13,4 % à fin mars (après + 14,8 % à fin février), et des financements obtenus par les sociétés qui se sont, quant à eux, accrus plus fortement que le mois précédent (+ 25,4 % à fin mars, après + 15,6 % à fin février).

Sur le marché obligataire, la croissance annuelle des financements collectés s'est légèrement repliée, de + 9,8 % à fin février à + 9,3 % à fin mars. La dette obligataire de l'État s'est inscrite en hausse annuelle de 11,8 % (après + 12,3 % à fin février). En revanche, la hausse de l'endettement obligataire des sociétés s'est ralentie, pour atteindre 2,1 % à fin mars (après + 2,5 % à fin février), et les financements obligataires des autres agents ont continué à se contracter (- 10,0 % à fin mars 1996, après - 9,9 % un mois plus tôt).

Enfin, en variation annuelle, le montant des crédits obtenus auprès des non-résidents a progressé de 1,2 % (contre + 3,3 %), et l'encours des obligations émises sur les marchés étrangers s'est accru de 16,8 % à fin mars, après 17,9 % à fin février.

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

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

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

	1995	1996		
	Décembre	Janvier	Février	Mars
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance	5,4	5,3	5,1	5,0
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL après défaisance	5,4	5,3	5,1	5,0
– État	13,4	10,6	10,5	10,0
– Sociétés	1,3	1,8	1,6	1,5
– Ménages	0,7	0,8	0,6	0,5
– Autres	10,8	15,1	14,7	15,5
CRÉDITS avant défaisance	2,3	2,9	2,5	2,3
CRÉDITS après défaisance.....	2,3	2,9	2,4	2,3
– Sociétés	0,8	0,9	0,2	-0,3
– Ménages	0,7	0,8	0,6	0,5
– Autres	11,9	16,6	16,1	17,0
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	12,9	-9,0	-10,7	-9,0
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	11,1	11,0	11,6	11,3
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>12,5</i>	<i>13,7</i>	<i>14,9</i>	<i>14,9</i>
– État	14,5	14,2	14,8	13,4
– Sociétés	0,4	10,3	15,6	25,4
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>10,4</i>	<i>9,5</i>	<i>9,8</i>	<i>9,3</i>
– État	13,8	12,3	12,3	11,8
– Sociétés	0,4	1,3	2,5	2,1
– Autres (c).....	-9,5	-9,4	-9,9	-10,0
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	-10,3	4,6	3,3	1,2
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	19,4	20,1	17,9	16,8
– Sociétés	19,4	20,1	17,9	16,8

(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances nettes sur l'État » (total des monnaies divisionnaires, des ressources liées au circuit du Trésor et du net des comptes à la Banque de France, après déduction des opérations sur titres avec les institutions financières).
(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 entreprises d'assurance.

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

Mise à jour le 31 mai 1996

Dans la progression des contreparties de l'EIT, la part des placements monétaires inclus dans M3 s'est renforcée, passant de 1,7 point à fin février (sur 5,1 points) à 1,9 point à fin mars (sur 5 points). Parallèlement, la contribution de l'épargne contractuelle s'est renforcée (de 2 points à 2,2 points), de même que celle des placements à caractère obligataire (de 0,7 point à 0,8 point). L'évolution des concours nets des non-résidents a eu un impact moins restrictif à fin mars (-0,2 point sur 5 points) qu'à fin février (-0,8 point sur 5,1 points).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES Parts dans la progression annuelle				
<i>(en données brutes – en points de croissance)</i>				
	1995	1996		
	Décembre	Janvier	Février	Mars
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaillance	5,4	5,3	5,1	5,0
– État	3,7	3,1	3,1	3,0
– Sociétés	0,5	0,7	0,5	0,6
– Ménages	0,2	0,2	0,2	0,1
– Autres	1,0	1,3	1,3	1,3
CRÉDITS avant défaillance	1,5	1,8	1,6	1,5
– Sociétés	0,3	0,3	0,1	0,0
– Ménages	0,2	0,2	0,2	0,1
– Autres	1,0	1,3	1,3	1,4
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	0,3	-0,3	-0,4	-0,3
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	3,5	3,5	3,7	3,6
<i>Sur le marché monétaire</i>	1,3	1,5	1,7	1,7
– État	1,3	1,3	1,4	1,3
– Sociétés	0,0	0,2	0,2	0,4
<i>Sur le marché obligataire</i>	2,1	2,0	2,0	1,9
– État	2,2	2,0	2,0	1,9
– Sociétés	0,0	0,1	0,1	0,1
– Autres (c)	0,0	0,0	0,0	0,0
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	-0,1	0,1	0,0	0,0
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,2	0,2	0,2	0,2
– Sociétés	0,2	0,2	0,2	0,2
CONTREPARTIES DE L'EIT avant défaillance	5,4	5,3	5,1	5,0
M3	2,8	2,1	1,7	1,9
M4 – M3	0,3	0,3	0,2	0,5
ÉPARGNE CONTRACTUELLE (éléments de P1) (d)	1,7	1,9	2,0	2,2
PLACEMENTS EN OBLIGATIONS ET TITRES D'OPCVM « OBLIGATIONS »	0,5	0,7	0,7	0,8
CONCOURS NETS DES NON-RÉSIDENTS	-1,6	-0,6	-0,8	-0,2
AUTRES	1,7	0,9	1,3	-0,2
<p>(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances nettes sur l'État » (total des monnaies divisionnaires, des ressources liées au circuit du Trésor et du net des comptes à la Banque de France, après déduction des opérations sur titres avec les institutions financières).</p> <p>(b) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents</p> <p>(c) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des entreprises d'assurance.</p> <p>(d) Hors épargne collectée par les entreprises d'assurance</p>				
<p>Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18</p> <p style="text-align: right;">Mise à jour le 2 mai 1996</p>				

Actualité

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

POLITIQUE MONÉTAIRE ET ÉCHANGES INTERNATIONAUX

Intervention de Denis Ferman,
sous-gouverneur de la Banque de France,
lors des Rencontres franco-japonaises
organisées par le Centre d'études prospectives et
d'informations internationales (CEPII),
à Paris, le 14 mai 1996

C'est avec un grand plaisir que j'ai accepté votre invitation à clôturer cette journée de réflexion. Comme le suggère le titre de mon intervention, « Politique monétaire et échanges internationaux », je voudrais accompagner notre dîner de quelques propos sur les résultats de la politique menée par la Banque de France et sur la situation financière des entreprises françaises ainsi que leurs performances dans la compétition mondiale. Je conclurai, un peu longuement sans doute, en vous assurant de notre conviction et optimisme à l'égard de l'Union économique et monétaire (UEM), thème qui a ouvert vos débats ce matin.

En préambule, je voudrais vous dire quelques mots sur l'indépendance de la Banque centrale.

Comme vous le savez, la Banque de France est devenue indépendante en janvier 1994. Les lois d'août et de décembre 1993 confient au Conseil de la politique monétaire l'entière responsabilité de la définition de la politique monétaire, qui, je tiens à le souligner, s'inscrit dans la continuité de la politique menée par le gouvernement français avant 1994. Désormais, les choses sont donc claires puisque, selon la loi, la Banque de France est indépendante et doit assurer la stabilité des prix.

1. La politique monétaire de la Banque de France

1.1. L'objectif final de la politique monétaire est de fournir un cadre de stabilité à l'économie

Comme la plupart des banques centrales des principaux pays industriels, la Banque de France privilégie, depuis plus de dix ans déjà, un objectif final de stabilité des prix à moyen terme. Ce choix, désormais inscrit à l'article 1 de son nouveau statut, repose implicitement sur le constat que la politique monétaire ne peut poursuivre plusieurs buts et n'est pas un outil adapté au réglage conjoncturel de l'activité ou du niveau de l'emploi.

À cet égard, les années soixante-dix ont été caractérisées par l'échec des politiques fondées sur l'idée que l'on pouvait obtenir un peu plus de croissance contre un peu plus d'inflation, car les effets négatifs d'une inflation forte et durable sont apparus de plus en plus clairement. On sait, en particulier, qu'elles ont abouti à une perte de compétitivité dont la remise à niveau n'a pu s'effectuer qu'au terme d'une dépréciation de la monnaie qui constitue un appauvrissement pour l'ensemble des agents économiques. En définitive, il est admis aujourd'hui qu'il n'existe pas de *trade-off* entre croissance et inflation, car celle-ci affaiblit le potentiel de croissance à moyen terme de l'économie.

1.2. Afin de réaliser cet objectif final de stabilité des prix, le Conseil de la politique monétaire s'assigne deux objectifs intermédiaires

Le premier objectif intermédiaire a trait à la stabilité externe du franc recherchée dans le cadre du mécanisme de change du Système monétaire européen, dont la France fait partie depuis sa création en 1979. Il est une condition essentielle du maintien de la stabilité des prix et des coûts de production, donc de la compétitivité structurelle de l'économie française. En 1996, le Conseil a ainsi réaffirmé son engagement à assurer la stabilité du franc vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen.

Le second objectif intermédiaire est d'ordre interne : il concerne la masse monétaire dont la progression annuelle doit rester sur une tendance de moyen terme de 5 % compatible avec une croissance non inflationniste.

1.3. Ces objectifs intermédiaires sont depuis 1987 au cœur de la stratégie monétaire française Quels en sont les principaux résultats ?

– La France peut d'abord se prévaloir d'un taux d'inflation peu élevé et stable depuis plusieurs années.

Sur les cinq dernières années, ce taux s'est établi à un niveau inférieur au résultat moyen de ses principaux partenaires commerciaux. Aujourd'hui, notre inflation atteint 2,3 % en glissement annuel et se situe légèrement au-dessus de celle observée en Allemagne, en raison de la hausse de la TVA intervenue en août 1995. Notre économie demeure cependant l'une des moins inflationnistes du monde industrialisé, avec un taux d'inflation sous-jacente limité à 1,1 % en 1995.

– Depuis janvier 1987, les taux pivot du franc vis-à-vis des monnaies les plus crédibles du mécanisme de change européen (MCE) (et plus particulièrement le deutschemark) sont restés inchangés et les cours de notre monnaie n'ont connu que des fluctuations peu durables vis-à-vis de ses taux pivot.

– La politique de stabilité des prix n'a nullement pesé sur la croissance, qui se compare très favorablement avec celle observée dans les grands pays de l'OCDE. Ainsi, en 1995, le PIB a progressé de 2,2 % en moyenne en France, performance supérieure à celle des États-Unis et de l'Allemagne. J'ajoute que, depuis 1987, c'est-à-dire depuis que la stabilité du franc à l'égard des monnaies les plus solides du MCE a été assurée, le taux de croissance annuel moyen du PIB atteint 2,1 %, et est identique à la moyenne de l'Union européenne.

– Cette stabilité du franc est, enfin, allée de pair avec un renforcement de la compétitivité de l'économie française sur laquelle je reviendrai dans la seconde partie de mon exposé.

En permanence, la politique monétaire française est guidée par trois principes : solidité de la monnaie, crédibilité, continuité. Le Conseil de la politique monétaire a pour objectif d'obtenir les meilleures conditions de financement possibles de notre économie et donc les taux d'intérêt de marché les plus bas, compte tenu de l'objectif final de stabilité des prix et de la pression des marchés. Dans ces conditions, la permanence de notre politique a permis d'accroître notre crédibilité et, par conséquent, de favoriser une très forte baisse de l'ensemble de la courbe des taux.

Les taux d'intérêt à court terme ont continué à se détendre depuis plus d'un an, en liaison avec la baisse des taux directeurs de la Banque de France. Le principal taux d'intervention, celui des appels d'offres, qui s'élevait encore à 6,20 % au début de 1994, est revenu à 3,70 %, niveau le plus bas depuis 23 ans.

Les taux d'intérêt à 10 ans ont, eux aussi, très sensiblement diminué, passant d'environ 8,0 % à la fin de 1994 à 6,50 % aujourd'hui. Nos taux d'intérêt à long terme sont les plus bas des pays du G 7, après ceux du Japon. L'écart de taux d'intérêt à long terme entre la France et l'Allemagne, encore de l'ordre de 400 points de base dans la seconde moitié des années quatre-vingt, est nul aujourd'hui. Cette situation témoigne du renforcement de la crédibilité de la politique monétaire française ; elle reflète aussi la volonté du gouvernement de respecter ses engagements à réduire le besoin de financement des administrations publiques de 5 % du PIB en 1995 à 4 % en 1996 et 3 % en 1997. Or, on sait que la baisse des taux longs est un facteur très favorable à l'économie française car une large part de l'endettement des agents économiques s'effectue à long terme.

En assurant la stabilité monétaire, le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France poursuit une politique qui favorise, à moyen terme, la croissance et les créations d'emplois. À cet égard, j'ajouterai que la stabilité des prix fait l'objet d'un large consensus en Europe et que les comparaisons internationales tendent à prouver que, sur le moyen terme, l'indépendance des banques centrales favorise une plus grande modération des prix.

Ce faisant, le Conseil de la politique monétaire s'inscrit naturellement dans la perspective de l'Union économique et monétaire. L'inflation, la stabilité monétaire et les taux d'intérêt à long terme figurent en effet parmi les cinq critères du traité de Maastricht.

2. Situation financière et performances des entreprises françaises sur le marché mondial

Je voudrais, au-delà des principaux résultats macro-économiques que je vous ai déjà indiqués, vous présenter la situation financière de nos entreprises ainsi que les performances de l'économie française dans la compétition mondiale.

2.1. La situation financière des entreprises françaises est bonne

La politique de lutte contre l'inflation et celle du franc stable ont permis d'améliorer sensiblement le taux de marge grâce à la baisse des prix exprimés en francs des matières premières importées et à des gains de productivité. S'y est ajouté, plus récemment, l'effet des allègements des charges sociales. Le taux de marge des sociétés françaises est globalement élevé : de l'ordre de 41 % pour les sociétés du secteur privé.

La solvabilité des entreprises, mesurée par l'inverse du poids des intérêts nets versés dans l'excédent brut d'exploitation, s'est redressée dès 1994, bénéficiant du désendettement important. *Son amélioration devrait se poursuivre consécutivement à la baisse des taux courts et longs et en dépit d'une certaine reprise du recours au crédit durant les années 1996 et 1997.*

Enfin, les résultats des entreprises, affectés en 1995 par la majoration de l'impôt sur les sociétés, devraient s'améliorer en 1996 et 1997 car ils vont bénéficier de l'accélération de l'activité.

2.2. La bonne situation financière des entreprises devrait permettre une accélération de l'investissement en 1996

L'investissement devrait s'accélérer en 1996, comme en témoigne l'enquête récente publiée par la Banque de France. Pour l'année 1996, l'investissement dans l'industrie progresserait de 12 % en valeur, du fait de meilleures perspectives de croissance et également de l'amélioration des conditions de financement.

D'autres facteurs, comme les mesures en faveur des PME ou l'accélération de l'amortissement fiscal, permettent également d'expliquer cette accélération de l'investissement en 1996.

Il faut souligner que la rentabilité de l'investissement demeure élevée et pourrait encore s'améliorer, bénéficiant du haut niveau du rendement du capital physique et de l'évolution favorable des taux d'intérêt.

Je note également que les taux d'autofinancement demeurent nettement supérieurs à 100 %. D'après l'enquête financière de la Banque de France portant sur le quatrième trimestre 1995, les trésoreries restent aisées dans les grandes entreprises mais se sont légèrement détériorées dans les PME.

Au total, *les variables financières — endettement, taux d'intérêt — ne constituent pas une contrainte pour les décisions d'investissement, y compris dans les PME, et la situation financière des entreprises apparaît dans l'ensemble satisfaisante.*

2.3. Commerce extérieur et investissement direct français à l'étranger

La politique de lutte contre l'inflation et du franc stable s'est traduite par une amélioration globale de nos performances extérieures, comme en témoigne l'évolution de nos échanges commerciaux et de nos investissements directs à l'étranger.

2.3.1. L'économie française enregistre un excédent du commerce extérieur depuis 1992, contrastant avec le déficit observé entre 1979 et 1991

Il en est de même pour la balance des transactions courantes, qui a dégagé un solde excédentaire de près de 85 milliards de francs en 1995, soit un peu plus d'un point de PIB. Ces bons résultats ont été obtenus, grâce au dynamisme de nos exportateurs et également à notre bonne situation de compétitivité. Il faut savoir que la France continue d'enregistrer des excédents commerciaux substantiels avec le Royaume-Uni et l'Espagne et que notre commerce extérieur avec l'Italie est redevenu excédentaire depuis la mi-1995. Avec le Japon, en dépit d'un progrès sensible de nos ventes, notre solde reste largement déficitaire.

Permettez-moi de revenir un court instant sur la politique monétaire et les échanges extérieurs. Il serait illusoire de croire qu'une politique monétaire s'éloignant de l'objectif de stabilité des prix permettrait d'obtenir de meilleurs résultats en termes de croissance et d'emplois. La raison en est la suivante : l'économie française est largement ouverte vers l'extérieur et un quart des emplois dépendent des résultats de nos entreprises sur les marchés étrangers. Une politique d'assouplissement monétaire se traduirait par un dérapage des prix, déboucherait rapidement sur une perte de compétitivité et donc sur des licenciements chez les entreprises françaises dont les parts de marché diminueraient, à l'étranger, comme sur le marché intérieur.

2.3.2. S'agissant de l'investissement direct à l'étranger, les entreprises françaises se caractérisent par une forte implantation à l'extérieur

À la fin de 1995, l'encours de l'investissement direct français à l'étranger était estimé à 1 040 milliards de francs, soit environ 13 % du PIB. Les enquêtes annuelles réalisées par la Banque de France montrent une assez forte concentration de ces opérations, puisque les États-Unis accueillent 18 % du stock de nos investissements étrangers et les pays de l'Union européenne 55 %.

Même si un certain ralentissement de ces opérations a été observé depuis 1993, force est de constater que l'essor des années 1985 à 1990, où les flux d'investissements directs français à l'étranger ont représenté en moyenne 120 milliards de francs par an, est le résultat d'une dynamique européenne renforcée par la mise en place de l'Acte unique et d'une dynamique internationale liée à la mondialisation de nos économies. Cette dynamique a été appuyée à la politique du franc stable, qui permet aux industriels des acquisitions étrangères dans des conditions favorables.

Une étude de la Banque de France, publiée en 1994, a montré que les investissements directs induisent des gains de compétitivité hors prix depuis 1986. En outre, ces opérations constituent souvent un soutien au développement de nos exportations. Je ne développerai pas ce point davantage tant il est clair qu'il existe un lien positif entre les flux d'investissements directs réalisés par les entreprises françaises dans les pays développés et les exportations, et en définitive un lien positif avec la croissance.

Aujourd'hui, on constate certes un tassement des investissements directs, mais à un niveau élevé. Cela témoigne du dynamisme de nos entreprises et est le garant d'une bonne situation de compétitivité à l'avenir.

En résumé, l'économie française apparaît dans une position favorable qui devrait permettre la poursuite d'une croissance durable.

En conclusion, je voudrais vous dire en quelques mots que *le passage à la monnaie unique me paraît un processus parfaitement fondé. Il servira les intérêts des économies européennes et devrait permettre de s'orienter vers plus de stabilité dans les relations financières internationales.*

La suppression de l'ensemble des obstacles, douaniers ou autres, au commerce et à l'investissement est incontestablement une réalisation majeure du projet de marché unique. Les avantages qu'offre un marché aussi vaste sont évidents, néanmoins ils sont susceptibles d'être compromis par des fluctuations de taux de change excessives. Certes, le MCE a fourni les moyens appropriés pour les limiter. Cela étant, les Européens ont de toute évidence besoin de faire un pas de plus dans la voie de l'unité monétaire.

Élément complémentaire du marché unique, la monnaie unique réduira les incertitudes et facilitera les prises de décision des agents économiques pour la production, l'investissement et la consommation. Elle permettra une juste comparaison des prix dans l'Europe entière. Elle réduira les coûts de transaction. La zone de la monnaie unique sera caractérisée par la stabilité des prix (objectif final du Système européen des banques centrales — SEBC) et par la maîtrise des finances publiques, deux facteurs qui renforceront la confiance des agents économiques et favoriseront la baisse des taux d'intérêt. Enfin, et c'est aussi un point important, la monnaie unique sera une devise internationale de premier plan, ce qui permettra à l'Union européenne d'exercer une influence appropriée dans le domaine de la coopération monétaire internationale.

Pour finir, je vous dirai combien je suis profondément optimiste à l'égard de la réalisation de la monnaie unique.

L'UEM bénéficie du soutien de l'opinion publique française, c'est un facteur essentiel qui épaula la détermination des autorités de se conformer aux dispositions du Traité, tant en ce qui concerne l'indépendance de la Banque de France, déjà entrée dans les faits, que le respect des critères de convergence. D'ores et déjà, une large concertation s'est engagée entre les autorités et les agents économiques pour la mise en œuvre de la monnaie unique. Le train est en marche, il est de la responsabilité des banques centrales — et demain, du SEBC — d'obtenir que la monnaie unique soit une réserve de valeur forte et solide, source de confiance, afin de servir au mieux la stabilité, la croissance et l'emploi. Sur ce point, aussi, ma confiance est totale.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 146 – mai 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 – avril 1996

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

Cahiers régionaux Aquitaine – mars 1996 ***L'enquête Logement – Année 1995***

Banque de France Bordeaux
Secrétariat régional Aquitaine
(Tél. : +33 56 00 14 62 – Télécopie : +33 56 00 14 29)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Aquitaine – mars 1996 ***L'enquête rapide de fin d'année régionale*** ***Résultats 1995 – Prévisions 1996***

Banque de France Bordeaux
Secrétariat régional Aquitaine
(Tél. : +33 56 00 14 62 – Télécopie : +33 56 00 14 29)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – mars 1996 ***L'enquête annuelle sur le Logement – Année 1995***

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 Nord – Pas-de-Calais – mai 1996
Le logement dans le Nord – Pas-de-Calais

Banque de France Lille
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais
(Tél. : +33 20 40 47 60 – Télécopie : +33 20 40 47 95)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux – Poitou-Charentes – janvier 1996
Le cognac en 1994

Banque de France Cognac
Secrétariat régional Poitou-Charentes
(Tél. : +33 49 55 88 03 – Télécopie : +33 49 55 88 39)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

2. Contributions à des publications extérieures***« La Banque de France modernise son réseau
en s'appuyant sur HP, Microsoft et Oracle »***

Entretien avec Yves Barroux,
directeur de l'Organisation et de l'Informatique
(*Technologies bancaires magazine* – n° 56 – mai-juin 1996)

Le rôle des autorités bancaires et des autorités de marché

par Pierre-Henri Cassou,
secrétaire général du
Comité de la réglementation bancaire et du Comité des établissements de crédit
(*Banque Stratégie* – n° 127 – mai 1996)

Systèmes d'information, modèles internes et risques informatiques

par Pierre-Yves Thoraval,
directeur de la Surveillance générale et des Analyses du système bancaire
Commission bancaire
(*Banque Stratégie* – n° 127 – mai 1996)

Modélisation interne et risques informatiques

par Pierre-Yves Thoraval,
directeur de la Surveillance générale et des Analyses du système bancaire
Commission bancaire
(*Revue Banque* – n° 571 – juin 1996)

3. Communication des responsables de la Banque de France

Politique monétaire et échanges internationaux

par Denis Ferman, sous-gouverneur,
lors des Rencontres franco-japonaises organisées par
le Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII)
à Paris, le 14 mai 1996 ¹

¹ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

É T U D E S

LES INDICATEURS DES CONDITIONS MONÉTAIRES

La construction d'un indicateur des conditions monétaires (ICM) vise à apprécier l'orientation plus ou moins restrictive de la politique monétaire d'un pays, au moyen d'un indice synthétique qui exprime l'action conjointe des variations du taux d'intérêt et du taux de change sur l'inflation ou l'activité économique. L'évolution de l'indicateur, définie par rapport à une année de base, est la somme des variations de chaque instrument pondérées par des coefficients représentant l'impact de chacun d'eux sur l'économie réelle. L'attention doit être attirée sur les limites inhérentes à l'utilisation de cet outil et plus particulièrement sur le fait que l'indicateur traduit les variations des conditions monétaires depuis une année d'origine : faute de référence objective à un « niveau neutre », il ne représente d'emblée qu'un degré relatif de sévérité de la politique monétaire et non un degré absolu.

Par ailleurs, la notion de conditions monétaires englobe à dessein des influences exercées tantôt par la politique monétaire, tantôt par des comportements de marché. La transmission des variables monétaires à l'économie réelle est donc saisie à travers une approche volontairement globale, qui ne doit pas conduire cependant à une interprétation trop mécanique.

Des indicateurs ont été construits pour cinq pays d'Europe, sur la période 1987-1995, avec des séries de taux de change effectif et de taux d'intérêt à court et à long terme exprimées en termes nominaux.

Ils font apparaître que la politique monétaire aurait eu une action stabilisatrice sur le niveau des prix comparable en France et en Allemagne, depuis 1990. Ces effets auraient cependant été relativement modérés en comparaison des conséquences opposées du flottement monétaire sur l'économie du Royaume-Uni, de l'Italie et de l'Espagne, à partir de 1992. On constate la même dissymétrie entre pays à monnaie forte et pays à monnaie faible lorsqu'on considère les effets de la politique monétaire sur la croissance réelle, lesquels sont cependant transitoires.

Des calculs en termes réels sont également proposés, mais faute d'avoir pu utiliser des pondérations adéquates, ils n'ont qu'une valeur indicative. Ils conduisent à des conclusions sensiblement différentes. L'économie de l'Allemagne aurait en moyenne bénéficié de conditions monétaires favorables à la croissance, au moins jusqu'au milieu de l'année 1994, tandis que l'économie britannique serait revenue à la situation qui prévalait à la fin de l'année 1990, avant le durcissement de sa politique monétaire dans les deux années qui ont précédé la sortie de la livre sterling du mécanisme de change.

PATRICK FROCHEN

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur la Politique monétaire*

La transmission de la politique monétaire à l'économie réelle, c'est-à-dire principalement à l'évolution générale des prix et à la croissance réelle, a fait l'objet au cours de ces dernières années d'une importante littérature théorique et empirique. L'Institut monétaire européen et la Banque des règlements internationaux ont notamment présenté, depuis 1994, des travaux remarquables où sont discutées les caractéristiques nationales des mécanismes de transmission. Pour les pays de l'Union européenne, il s'agissait en outre d'apprécier leurs implications éventuelles dans la perspective de l'union monétaire. Ces analyses, quelle que soit leur provenance ou leur thématique générale, s'attachent cependant à décrire séparément les différents canaux, tels que les taux d'intérêt ou le taux de change, plutôt qu'à opérer une synthèse susceptible de renseigner sur l'orientation générale de la politique monétaire à travers l'ensemble formé par ces différents éléments.

Le souci de disposer d'un outil synthétique a conduit la Banque du Canada à concevoir un indicateur des conditions monétaires (ICM) pondérant le canal des taux d'intérêt et celui du taux de change. Le calcul de cet indicateur a pour but de prendre en compte les effets de la politique monétaire qui transitent, en changes flexibles, par le canal du taux de change. Une attention trop exclusive risquerait sinon d'être accordée au taux d'intérêt, qui est l'instrument le plus souvent privilégié du contrôle monétaire. Or les marchés de change réagissent à une variation du taux d'intérêt directeur, ou à court terme, par une variation de la valeur de la monnaie dont les répercussions économiques viennent s'ajouter, par des canaux différents, à celles qui résultent de l'action initiale de la Banque centrale sur les taux d'intérêt. Les effets supplémentaires de cette réaction du taux de change sont pris en compte par l'ICM. Ainsi, la Banque centrale est mieux à même de calculer les répercussions directes et indirectes, sur l'économie, du maniement de ses taux directeurs.

Naturellement, l'ICM fournit également des indications utiles pour l'orientation de la politique monétaire, lorsque la source du choc initial est les marchés de change et non le taux d'intérêt. Il permet alors de contrôler, comme dans le cas précédent, l'impact d'un ajustement éventuel du taux directeur destiné à corriger l'effet de cette perturbation.

Une particularité notable de cet indicateur est d'être centré exclusivement sur des variables de prix, le taux d'intérêt et le taux de change et d'omettre d'autres variables importantes pour la politique monétaire, comme les agrégats monétaires et le crédit. Ce choix ne remet évidemment pas en cause le rôle de la monnaie dans l'économie ni le caractère monétaire en dernier ressort de l'inflation. Il s'explique cependant par les difficultés auxquelles se heurtent les études empiriques pour mettre en évidence l'impact des variations des agrégats de monnaie ou de crédit sur l'économie réelle, notamment sur l'inflation.

On remarquera que la prise en compte simultanée du taux de change et du taux d'intérêt serait redondante si les variations de ces deux variables étaient liées entre elles par une étroite dépendance, puisqu'il suffirait dans ce cas de considérer une seule d'entre elles. Dans la réalité, cependant, les fluctuations des deux variables possèdent une marge d'indépendance suffisamment large à court terme vis-à-vis l'une de l'autre. Par ailleurs, pour que le calcul d'une somme pondérée des deux facteurs constitue une mesure adéquate des conditions monétaires, il faut que leurs impacts respectifs sur l'économie réelle soient indépendants l'un et l'autre. On peut considérer que cette condition est en général bien vérifiée dans la réalité.

Une dernière remarque préliminaire a trait à la politique d'objectifs poursuivie par les banques centrales qui ont, à ce jour, construit des indicateurs des conditions monétaires. Sauf exception, en effet, ces banques centrales, qui ne définissent pas d'objectif intermédiaire, fixent directement un objectif d'inflation. Il serait cependant inexact d'en déduire que l'intérêt porté à ce type d'indicateurs par d'autres institutions signifie que ces dernières s'orientent vers le même choix.

Après avoir rappelé, dans une première partie, les limites qu'il convient d'assigner au maniement de ces outils d'analyse, on étudiera les formes qu'ils revêtent et les méthodes utilisées pour leur construction, dans une deuxième partie ; enfin, dans une troisième partie, on considérera les enseignements que l'on peut tirer de leur évolution sur une dizaine d'années dans les principaux pays d'Europe.

1. Signification de l'indicateur des conditions monétaires

La Banque du Canada se sert d'un ICM comme d'un indicateur opérationnel pour lequel elle détermine un sentier d'évolution à court terme compatible avec l'objectif final d'inflation. Comme l'explique C. Freedman (1994), il ne s'agit évidemment pas d'un objectif intermédiaire sur lequel la banque centrale prendrait des engagements, mais seulement d'un sentier de référence révisable qui trace l'orientation à suivre à court terme.

En Finlande, en Norvège et en Suède, la Banque centrale construit un ICM sur le même modèle que celui de la Banque du Canada. Mais il s'agit d'un simple indicateur synthétique qui ne joue pas le même rôle opérationnel. L'indice construit par la Banque centrale de Suède et par la Banque de Finlande est cependant utilisé, à la différence de celui de la Banque du Canada, comme indicateur avancé de l'inflation associé au contrôle de l'objectif d'inflation qui est le support stratégique de la politique monétaire de ces pays.

Le recours à un ICM, même comme simple indicateur, n'est pas sans attirer d'importantes mises en garde. La volatilité à court terme des évolutions d'un ICM exige tout d'abord que l'on prenne suffisamment de recul pour interpréter ses variations. Mais les principales difficultés proviennent de la signification qui s'attache au niveau de l'indicateur.

– L'ICM traduit les variations des conditions monétaires depuis une année de base, mais faute de référence objective à un niveau neutre, il ne représente d'emblée qu'un degré de sévérité relatif des conditions monétaires. Le niveau des conditions monétaires pour l'année de base ne peut être défini qu'en fonction de critères étrangers à la méthode de calcul de l'indicateur. Celle-ci permet seulement d'apprécier une variation des conditions sur une période déterminée.

– Le niveau de l'indicateur est susceptible de s'écarter transitoirement du niveau d'équilibre ; ainsi en va-t-il, par exemple, lorsque la banque centrale est amenée à tendre fortement les conditions monétaires afin de s'opposer à une vague de spéculation. Les conditions monétaires peuvent dans ce cas se durcir bien au-delà de ce qu'exigeraient les tensions inflationnistes effectives. L'ICM s'élève alors fortement au-dessus du niveau « désiré » défini sur des bases réelles, avant de revenir vers ce dernier, une fois la crise dénouée.

– Inversement, il arrive que les marchés de change réagissent spontanément et dans le bon sens à des chocs imprévus sur le niveau des prix ou la croissance de l'économie. La révision, même imparfaite, du niveau « désiré » des conditions monétaires, est alors opérée par le marché. C. Freedman (1994) cite le cas d'une amélioration imprévue des termes de l'échange ou celui d'une accélération de la croissance qui se traduiraient par une appréciation de la monnaie — résultat, dans le cas d'une croissance plus forte, d'anticipations à la hausse des taux d'intérêt — et auraient pour conséquence un relèvement de l'ICM lequel, dans les deux cas considérés, irait dans le sens désiré d'un durcissement par rapport aux conditions antérieures.

La méconnaissance d'un niveau neutre limite évidemment la portée des analyses auxquelles se prête l'indicateur, notamment sur de courtes périodes. Sur une période suffisamment longue, il est possible que la moyenne de l'indicateur corresponde à des conditions à peu près neutres, mais la réalisation d'une conjecture aussi favorable ne saurait résulter que du hasard. Dans la plupart des cas, la moyenne

de l'indicateur ne possède, par elle-même aucune signification. Enfin, l'absence de repère objectif conduit à considérer les comparaisons internationales avec prudence, même sur de longues périodes.

C'est principalement dans la perspective d'une utilisation de l'indicateur à des fins opérationnelles que l'écart du niveau observé par rapport au niveau « désiré » peut soulever, le cas échéant, des difficultés supplémentaires d'interprétation. Dans le cas d'une analyse rétrospective, le raisonnement s'applique directement à la comparaison des niveaux effectivement atteints et la distinction précédente est sans doute moins essentielle. On ne manquera pas néanmoins de souligner les particularités de l'indicateur qui découlent de la nature des instruments considérés.

– La signification des conditions monétaires serait relativement simple si les taux d'intérêt et le taux de change effectif étaient des instruments totalement contrôlés par les autorités monétaires. En réalité, comme le font remarquer N. Kennedy et A. Van Riet (1995), les fluctuations de ces variables reflètent en grande partie des comportements de marché face à l'orientation anticipée de la politique monétaire.

– Les variations de l'indicateur sont ainsi tributaires du jeu complexe d'un ensemble de variables dont la signification exacte, parfois contradictoire, reste difficile à apprécier. Ces difficultés risquent d'être accrues lorsqu'on introduit, pour des raisons sur lesquelles on reviendra ultérieurement, le taux d'intérêt à long terme dans la composition de l'indicateur [N. Kennedy et A. Van Riet (1995)]. Une révision à la hausse des anticipations inflationnistes, qui se traduirait par un relèvement du taux à long terme, entraînerait une hausse de l'indicateur signifiant non pas un assouplissement des conditions monétaires, mais, à l'opposé, un durcissement allant dans le sens désiré. Mais elle pourrait aussi provoquer une dépréciation du taux de change qui aurait, cette fois, pour résultat un abaissement de l'indicateur signifiant un assouplissement des conditions monétaires et appelant en principe une réaction des autorités.

C'est donc par excès de langage que l'on qualifie de « monétaire » ce qui est largement influencé par les conditions du marché. La notion de « conditions » monétaires englobe à dessein des influences exercées tantôt par la politique monétaire, tantôt par l'action spontanée des marchés. Toutefois, la transmission des variables monétaires à l'économie réelle y est saisie à travers une approche volontairement globale qui, sans répondre évidemment à toutes les questions, permet à tout le moins de retracer certaines évolutions.

2. Construction de l'indicateur

La construction de l'indicateur des conditions monétaires s'inscrit dans le cadre de la demande agrégée que l'on représente conventionnellement par un modèle IS-LM, auquel est adjoint une relation de Phillips agrégée ; en omettant la fonction LM (offre de monnaie), on peut résumer cette approche à l'aide du schéma suivant :

équation de demande agrégée :	Δy	fonction de :	$\Delta r,$	$\Delta s, \dots$
relation de Phillips agrégée :	Δp	fonction de :	$(y - y_{pot}),$	$\Delta s, \dots$

où Δy = taux de croissance réel
 Δp = taux d'inflation
 Δr = variation du taux d'intérêt réel
 Δs = variation du taux de change réel
 $y - y_{pot}$ = « *output-gap* » (logarithmes)

Des points de suspension remplacent dans les équations ci-dessus les variables qui ne sont pas représentatives de la politique monétaire, celles par lesquelles transite notamment l'influence de la fiscalité et du budget — la croissance réelle (première équation) est dans ce modèle influencée positivement par la variation du déficit budgétaire, le niveau des prix (seconde équation) par un éventuel changement de la fiscalité indirecte ¹.

Le taux d'intérêt r et le taux de change s , exprimés l'un et l'autre en termes réels, agissent directement sur la croissance, le premier par son effet sur la demande — ainsi que sur l'offre, mais à un degré variable selon les pays —, le second par la variation de la position compétitive de l'économie. Une variation du taux de change se répercute sur la hausse des prix à travers un mécanisme d'inflation importée, représenté par un impact direct de cette variable dans l'équation d'inflation de Phillips agrégée. L'action du taux d'intérêt sur l'inflation, en revanche, transite par la variable y déterminée dans la première équation et présente dans l'écart $(y - y_{pot})$. Le multiplicateur du taux d'intérêt réel sur l'inflation résulte par conséquent d'un enchaînement des deux équations.

Les multiplicateurs de ce modèle ultra-simplifié servent à pondérer le taux d'intérêt et le taux de change pour construire l'indicateur des conditions monétaires.

Cette spécification en « forme réduite », quelque peu délaissée depuis quelques années, a été récemment remise à l'honneur, notamment par P. Duguay (1994) pour le Canada. C'est d'un modèle de même nature que la Banque du Canada s'inspire pour la construction de son indicateur. Le même type de modèle aurait été, semble-t-il, utilisé pour la pondération de l'ICM en Suède, par B. Hansson (1993), ainsi qu'en Allemagne, par A. Corker (1995).

On pourrait d'ailleurs en concevoir de multiples variantes : le mécanisme d'inflation importée pourrait faire l'objet d'une équation distincte, une boucle salaires-prix pourrait être adjointe au système, etc. E. Britton (1996) a étudié les canaux de transmission r et s pour le Royaume-Uni, la France et l'Allemagne, au sein d'un modèle empirique spécifié comme le modèle IS-LM ci-dessus, mais sans introduire de mécanisme d'inflation importée.

La Banque du Canada a également utilisé une forme VAR (vectorielle auto-régressive), dont les conclusions rejoignent celles de la forme réduite.

Le calcul de l'ICM appelle à ce stade un ensemble de remarques concernant l'objet de l'indicateur, les canaux de transmission pris en compte, le mode d'expression de ces derniers, réel ou nominal, et enfin l'horizon de l'indicateur et l'effacement de la trace du passé.

L'objet de l'indicateur : croissance ou inflation ?

Les équations précédentes permettent théoriquement de construire un indicateur pondéré ayant pour objet la croissance ou l'inflation. La priorité devrait être accordée en principe à l'inflation, sans préjudice cependant de l'intérêt qui s'attache à un indicateur en termes de croissance, ne serait-ce qu'afin d'apprécier le « sacrifice » d'activité à court terme nécessité par un durcissement de la politique monétaire.

Or, contrairement à ce qu'on pourrait supposer, les banques centrales qui construisent aujourd'hui des indicateurs des conditions monétaires déterminent formellement un indicateur en termes de croissance réelle et c'est seulement dans une deuxième étape, relativement peu formalisée, qu'elles s'efforcent d'apprécier l'orientation prise par les conditions monétaires en matière d'inflation. Cette manière de procéder obéit à diverses considérations :

¹ Ne sont pas non plus indiqués dans ce schéma les retards des variables, notamment celui de la variable endogène dans la relation de Phillips agrégée, qui joue bien sûr un rôle crucial.

– en premier lieu, la forme donnée à l'équation qui détermine les conditions relatives à l'inflation suppose, comme on l'a déjà indiqué, que l'on connaisse préalablement le résultat concernant la croissance réelle ;

– en outre, si l'on faisait abstraction de l'impact direct du taux de change décrit par cette équation, sa spécification conduirait à ce que le taux d'intérêt et le taux de change aient les mêmes pondérations dans un indicateur en termes d'inflation et dans l'indicateur de croissance réelle. Le niveau de l'indicateur serait changé, mais on sait que celui-ci n'a guère de signification objective ;

– seule, par conséquent, la prise en compte d'une incidence directe du taux de change réel sur l'inflation, parfois désignée par le terme d'inflation importée, est susceptible de modifier les poids respectifs des deux instruments de la politique monétaire dans les conditions relatives à l'inflation.

À la Banque du Canada, il semble, d'après C. Freedman (1994), que l'on renonce à utiliser de manière trop systématique l'équation déterminant l'indicateur en termes d'inflation, afin notamment de ne pas alerter les marchés qui risqueraient de confondre un choc une fois pour toutes sur le niveau des prix avec le déclenchement d'une spirale inflationniste. On ne retient donc, en général, que l'impact des conditions monétaires sur la croissance, quitte à effectuer des retouches lorsqu'une variation du taux de change réel est susceptible de déplacer le niveau des prix.

La Banque centrale de Suède part d'une relation à peu près stable, quoique imprécise, entre l'accroissement de la demande et l'inflation. D'après B. Hansson et H. Lindberg (1994), un abaissement de 1 % de l'indicateur de croissance réelle pendant une durée d'un an, indiquerait une réduction probable de l'inflation comprise entre 0,3 % et 0,6 %. Une autre relation permettrait de prendre en compte l'incidence directe d'une variation du taux de change réel sur la formation des prix. Une appréciation de 1 % de la monnaie durant une année entière se traduirait par un abaissement de l'inflation compris entre 0,25 % et 0,35 % par an. À noter qu'à la différence de la Banque du Canada, la Banque centrale de Suède semble admettre dans ce cas qu'il y ait un effet sur le taux d'inflation annuel et non sur le niveau des prix.

La Banque de Norvège (1995) utilise une pondération issue d'une équation d'inflation qui, à la différence de la relation de Phillips, ne fait pas intervenir l'écart entre PIB effectif et PIB potentiel mais le taux de change avec un poids particulièrement élevé, ainsi que le taux d'intérêt auquel est associé cependant un coefficient beaucoup plus faible. Cette équation est indépendante de l'équation du taux de croissance, si bien qu'il n'y a pas de transition entre l'ICM basé sur la croissance et celui qui est basé sur l'inflation. La solution retenue par la Norvège semble convenir à une économie de petites dimensions largement ouverte sur l'extérieur et de ce fait surtout tributaire des variations de la valeur relative de sa monnaie.

On retiendra essentiellement de ce rapide survol que la construction d'un indicateur fiable des conditions monétaires concernant l'inflation est généralement ressentie comme une opération relativement hasardeuse.

L'idée qui apparaît parfois en filigrane est qu'il est en définitive préférable de s'intéresser à un indicateur relatif à la croissance mais en avance sur l'inflation future, plutôt qu'à la recherche d'un indicateur représentatif des conditions de l'inflation présente ou à horizon rapproché. Dans cette hypothèse, néanmoins, on remarquera que l'information prévisionnelle contenue dans l'ICM devrait être dûment testée, ce qui ne semble pas avoir été fait jusqu'à présent.

Les canaux de transmission considérés

Les canaux de transmission considérés dans tous les cas étudiés sont le taux d'intérêt et le taux de change, à l'exclusion de la quantité de monnaie (ou du taux de croissance de l'agrégat) ou du crédit bancaire. La raison de ce choix a déjà été indiquée plus haut, mais rien ne s'opposerait en théorie à ce que l'on complète les spécifications ci-dessus par d'autres variables financières ou par la monnaie. Seuls les échecs par lesquels se soldent les tentatives empiriques expliquent que l'on ait renoncé à introduire de telles variables.

ICM réel ou nominal ; nécessité de pondérations cohérentes

En toute rigueur, les conditions monétaires devraient s'exprimer exclusivement sur la base de séries réelles, car la transmission des instruments de politique monétaire à l'économie réelle ne saurait être indépendante de l'inflation courante ou anticipée.

Un ICM devrait donc être théoriquement construit sur la base de taux d'intérêt et de taux de change réels. Il est cependant admis aujourd'hui, à la suite de la Banque du Canada, que l'on puisse utiliser des variables nominales, auquel cas on parle d'ICM nominal par opposition à l'ICM réel. En particulier, l'analyse rétrospective proposée plus loin dans la troisième partie fait usage de calculs en termes nominaux.

Il faut reconnaître cependant qu'il n'existe aucun argument de fond justifiant le calcul d'un ICM nominal, lequel s'explique avant tout par des considérations d'ordre pratique :

– la Banque du Canada invoque en particulier le délai nécessaire pour déterminer par lissage l'inflation anticipée qui sert à calculer un taux d'intérêt et un taux de change effectif réels. Elle est ainsi amenée à construire un ICM réel définitif avec plusieurs trimestres de retard et pour les trimestres manquants un ICM nominal provisoire calculable sans délai. L'expérience montre que cette succession de chiffres nominaux puis réels n'entraîne pas de révisions de tendances trop sensibles ;

– en ce qui concerne les séries d'ICM utilisées dans la troisième partie de ce travail, des calculs ont été effectués à l'aide de pondérations nominales parce que le modèle structurel dont on s'est servi pour déterminer celles-ci (cf. *infra*) n'offrait pas d'autre alternative.

Les banques centrales qui publient des indicateurs réels et nominaux utilisent les mêmes pondérations dans les deux cas. Cette façon de procéder est justifiée par la courte période sur laquelle l'ICM nominal ainsi construit peut-être considéré comme une approximation d'un ICM réel. Sur longue période, en revanche, les pondérations du taux de change doivent être exprimées dans les mêmes termes que les variables auxquelles elles se rapportent. Ainsi, les calculs en termes nominaux utilisés dans la présente étude ont été effectués sur la base de séries nominales et de multiplicateurs également exprimés en termes nominaux. En revanche, il n'a pas été possible de déterminer des multiplicateurs en termes réels (cf. *infra*). Des calculs d'ICM réels utilisant des multiplicateurs nominaux sont néanmoins présentés, mais leur valeur n'est qu'indicative.

Horizon d'un ICM ; effacement de la trace du passé

Les conditions monétaires auxquelles on s'intéresse ne sont pas celles qui correspondent à la situation immédiate de l'économie, mais celles qui tendent à se former à un certain horizon. Les multiplicateurs utilisés pour construire les indicateurs sont donc en général relatifs aux effets du taux d'intérêt et du taux de change à horizon d'un an ou plus. Pour les besoins de l'étude présentée plus loin, les multiplicateurs ont été calculés pour des horizons d'un an, deux ans et trois ans.

L'héritage du passé, en revanche, n'est jamais pris en compte. L'indicateur, construit en supposant que la variation des facteurs monétaires à partir d'une année de base est entièrement concentrée sur le trimestre courant, ne vise pas à décrire l'échelonnement au cours du temps des conditions monétaires, mais plutôt à représenter une tendance ponctuelle faisant abstraction des effets retardés des variations passées. Il se présente en définitive comme un outil d'analyse « prospective » qui souligne les « innovations » mais néglige les répercussions éloignées des orientations antérieures. L'attention doit évidemment être appelée sur les précautions qu'il convient de prendre en interprétant ces indicateurs.

3. L'évolution des conditions monétaires dans cinq pays d'Europe

L'étude rétrospective ci-après reprend et complète des travaux réalisés par N. Kennedy et A. Van Riet (1995) qui ont calculé des ICM pour l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et la France, sur la base de pondérations nominales issues du modèle multinational du National Institute for Economic and Social Research (NIESR) de Londres (le modèle NIGEM).

Les indicateurs construits sur la base des taux d'intérêt et du taux de change effectif, exprimés en termes nominaux, sont cohérents avec les pondérations nominales. La forme structurelle du modèle NIGEM se prêtant difficilement au calcul de variantes en termes réels, c'est sans doute ce qui explique que N. Kennedy et A. Van Riet n'aient pas calculé de multiplicateurs de variables réelles. Les ICM exprimés sur la base de séries réelles, qui sont néanmoins proposés à titre indicatif, ont donc été construits à l'aide de pondérations nominales.

Le modèle fournit, en revanche, des multiplicateurs nominaux sur la croissance du PIB (réel) et l'inflation, aux horizons de son choix. N. Kennedy et A. Van Riet ont considéré des horizons d'un an, deux ans et trois ans.

Le calcul des multiplicateurs à l'aide d'un modèle structurel présente cependant l'inconvénient de reposer sur des variantes de taux d'intérêt et de taux de change dont l'indépendance, sauf précaution particulière, n'est guère assurée. L'influence d'un facteur risque, de ce fait, d'être surestimée par l'impact que celui-ci exerce sur l'autre facteur. On peut éviter de telles incohérences en tenant compte de l'interdépendance des deux facteurs, mais rien n'indique que N. Kennedy et A. Van Riet aient cherché à le faire.

L'étude couvre la période 1987-1995. L'année d'origine correspond à celle du dernier changement du cours pivot du franc par rapport à la monnaie allemande.

Enfin, on a conservé une innovation introduite par N. Kennedy et A. Van Riet, qui consiste à prendre en compte à la fois les taux d'intérêt à court et à long terme, au lieu du seul taux à court terme considéré d'habitude. Cette particularité est justifiée par le rôle prépondérant du taux à long terme, comme canal de transmission de la politique monétaire, dans la plupart des économies d'Europe continentale.

Or, le taux à long terme constitue, en fait, pour les autorités monétaires, un indicateur plutôt qu'un véritable instrument qu'elles puissent contrôler comme le taux à court terme. En outre, dans la mesure où il subit plus fortement l'influence des anticipations et de la politique budgétaire réelle ou anticipée, il aggrave l'incertitude liée à l'interprétation de l'indicateur composite. Enfin, la prise en compte conjointe des taux d'intérêt à court et à long terme prête d'autant plus à discussion que l'horizon de l'indicateur est lointain ; elle n'en demeure pas moins indispensable à l'analyse de l'impact des politiques monétaires en Europe.

Pondérations (nominales) issues du modèle NIGEM

D'après les travaux de N. Kennedy et A. Van Riet (1995), les multiplicateurs issus du modèle NIGEM confèrent aux taux d'intérêt et au taux de change effectif des poids relatifs comparables à ceux qui ont été relevés empiriquement dans des contributions concernant d'autres économies.

– D'après ces contributions, la réponse du PIB réel au taux d'intérêt est en général trois fois supérieure, à long terme, à la réaction de cette même grandeur au taux de change. Dans le travail présenté ici, ce rapport est égal à 3 pour la France et à 4 pour l'Allemagne¹. Il vaut cependant 6 pour le Royaume-Uni, ce qui confirme l'importance exceptionnelle du canal des taux d'intérêt dans l'économie de ce pays, tandis qu'on retrouve pour l'Italie un résultat inverse bien connu, l'impact total des deux taux d'intérêt sur la croissance étant à peu près négligeable en comparaison de celui du taux de change. On explique communément le résultat propre à l'Italie par la position créditrice des ménages qui fait correspondre à un relèvement des taux à court terme une augmentation des revenus et de la demande.

– En ce qui concerne l'inflation, le rapport des deux multiplicateurs est nettement plus faible et même inférieur à 1 en France et en Italie pour un horizon de trois ans. Cette constatation rejoint les enseignements que l'on tire communément des équations réduites du taux d'inflation, dans lesquelles l'influence du taux d'intérêt transite par le canal de l'écart entre PIB effectif et PIB potentiel, tandis que celle du taux de change s'exerce directement, donc avec *a priori* plus de force.

PONDÉRATIONS DES TAUX D'INTÉRÊT ET DU TAUX DE CHANGE ISSUES DES MULTIPLICATEURS DU MODÈLE NIGEM										
Horizon : 3 ans										
	Impact sur la croissance du PIB réel						Impact sur l'inflation			
	Multiplicateurs de taux d'intérêt x 1 000		Multi- plicateur de taux de change x 1 000 (e)	Ratio : $\frac{r+R}{e}$	Degré d'ouverture de l'économie (a)	Ratio $\frac{l+a}{a}$	Multiplicateurs de taux d'intérêt x 1 000		Multi- plicateur de taux de change x 1 000 (e)	Ratio : $\frac{r+R}{e}$
	Court terme (r)	Long terme (R)					Court terme (r)	Long terme (R)		
France	- 15	- 126	- 47	3,0	0,22	5,5	- 12	- 92	- 161	0,6
Allemagne	- 53	- 269	- 80	4,0	0,32	4,1	- 34	- 181	- 137	1,6
Royaume- Uni	- 101	- 171	- 44	6,2	0,28	4,6	- 93	- 135	- 152	1,5
Italie	78	- 84	- 58	0,1	0,29	4,4	35	- 39	- 70	0,1
Espagne	0	- 67	- 50	1,3	0,18	6,6	0	- 200	- 200	1,0

Source : N. Kennedy et A. Van Riet (1995)

Les banques d'investissement qui construisent des indicateurs de conditions monétaires calculent parfois leurs pondérations en tenant compte du taux d'ouverture de l'économie sur l'extérieur. Leur raisonnement, qui s'applique uniquement à un ICM de la croissance réelle, repose sans doute sur l'application de la règle de parité de taux d'intérêt non couverte en change et sur un principe d'affectation sommaire des instruments de la politique monétaire : le taux d'intérêt est supposé gouverner la demande intérieure et le taux de change les exportations.

¹ Il faut prendre garde cependant au fait que les calculs sont effectués sur des bases différentes dans les cinq pays que couvre ce travail et dans les autres contributions citées pour comparaison. Les multiplicateurs sont notamment exprimés en termes nominaux dans un cas et réels dans l'autre.

En notant a le taux d'ouverture de l'économie, il est facile de montrer que sous ces hypothèses grossières les multiplicateurs sont dans le rapport $(I + a)/a$. Le tableau ci-dessus permet de constater que les résultats de ce calcul sont en général fort éloignés des pondérations calculées sur la base du modèle NIGEM. Les simulations du modèle sont assurément préférables à des hypothèses simplificatrices sans grand intérêt.

L'inertie des multiplicateurs

Les réactions du modèle NIGEM sont de type « stagflationniste », en ce sens qu'un choc de taux d'intérêt ou de taux de change entrepris de période en période, se traduit à long terme par un retour du taux d'inflation et du niveau du PIB réel à leurs valeurs antérieures au choc. Le niveau des prix se déplace donc durablement, mais non celui de la production qui enregistre seulement un choc transitoire. Toutefois, les multiplicateurs redeviennent neutres au bout d'au moins dix ans. Le temps nécessaire pour obtenir ce résultat explique que les multiplicateurs à horizon de trois ans soient encore loin de la neutralité à long terme, même si l'on observe un début de retournement en Espagne et surtout en Italie où celui-ci, en ce qui concerne l'inflation, se produit au bout d'un an ¹.

Le risque d'instabilité de ces coefficients

L'attention doit être attirée sur le risque d'instabilité des mécanismes de type IS-LM en économie ouverte.

Une hypothèse souvent émise aujourd'hui attribue à certaines économies une réaction moins inflationniste que par le passé face à une dépréciation de leur monnaie. Les économies à monnaies fortes subiraient de ce fait, dans la période récente, un handicap de compétitivité. Il n'est pas exclu cependant que ce handicap ait été en partie effacé par une moindre sensibilité de l'activité des pays à monnaie forte à l'évolution du taux de change réel.

L'utilisation de multiplicateurs fixes sur la période 1987-1995 peut être considérée comme un pis-aller acceptable, pourvu que l'on demeure prudent dans les conclusions de l'analyse.

Principales indications tirées de l'analyse comparative par pays

Les principaux résultats de cette analyse sont reportés dans les tableaux ci-après. Le premier concerne les résultats en termes nominaux, le second, relatif à l'ICM en termes réels, est présenté à titre indicatif faute de pondérations adéquates, et uniquement en ce qui concerne le PIB réel pour lequel cette inadéquation ne paraît pas *a priori* trop lourde de conséquences.

Indicateur en termes nominaux

Parmi les cinq pays étudiés, c'est en France que, de 1987 à aujourd'hui, la transmission des conditions monétaires nominales à l'économie apparaît la plus limitée. Pour ce qui concerne la croissance réelle de la production, cela signifie que l'impact à court terme de la politique monétaire a été moindre en France que chez nos principaux partenaires de l'Union européenne. S'agissant de l'inflation, l'évolution de l'indicateur entre 1990 et 1995 est à peu près identique en France et en Allemagne.

Impact des conditions monétaires nominales sur le taux d'inflation annuelle

En Allemagne, les conditions monétaires ont permis de gagner environ 1,3 % d'inflation annuelle (effets à trois ans d'horizon) entre 1990 et le deuxième trimestre de 1995 (2,3 – 1,0) ; la France a réalisé une performance équivalente : 1,3 % (1,4 – 0,1 à trois ans également).

¹ Les chiffres détaillés, non reproduits ici, se trouvent dans N. Kennedy et A. Van Riet (1995).

ÉVOLUTION DE L'INDICATEUR DES CONDITIONS MONÉTAIRES DANS CINQ PAYS ICM exprimé en termes nominaux

(variation en pourcentage depuis l'origine)

		Allemagne (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans	France (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans	
Taux d'inflation	1989 3 ^e trimestre	- 0,2	- 0,6	
	1990 1 ^{er} trimestre	1,0	0,1	
	1994 1 ^{er} trimestre	1,0	0,5	
	1995 1 ^{er} trimestre	2,2	1,2	
	1995 2 ^e trimestre	2,3	1,4	
	1995 3 ^e trimestre	2,1	1,3	
PIB réel	1989 3 ^e trimestre	0,4	- 0,6	
	1990 1 ^{er} trimestre	3,2	0,5	
	1994 1 ^{er} trimestre	1,8	-0,4	
	1995 1 ^{er} trimestre	4,5	0,8	
	1995 2 ^e trimestre	4,5	0,9	
	1995 3 ^e trimestre	4,1	0,7	
		Royaume-Uni (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans	Italie (origine 1987 = 1) horizon : 1 an	Espagne (origine 1990 = 1) horizon : 3 ans
Taux d'inflation	1990 3 ^e trimestre	1,9	- 0,2	1,0
	1992 3 ^e trimestre	0,7	- 0,4	0,2
	1993 1 ^{er} trimestre	- 1,9	- 3,1	-1,7
	1995 1 ^{er} trimestre	- 1,8	- 4,7	- 5,1
	1995 2 ^e trimestre	- 2,3	- 5,3	- 4,8
	1995 3 ^e trimestre	-2,2	- 4,8	- 4,6
PIB réel			horizon : 3 ans	
	1990 3 ^e trimestre	3,2	0,8	0,8
	1992 3 ^e trimestre	0,2	- 0,5	0,0
	1993 1 ^{er} trimestre	- 3,0	- 3,0	- 1,4
	1995 1 ^{er} trimestre	- 2,9	- 4,3	- 4,0
	1995 2 ^e trimestre	- 3,4	- 5,4	- 3,7
1995 3 ^e trimestre	- 3,4	- 4,9	- 3,7	
<p>L'absence de signe signifie des conditions monétaires <i>plus sévères</i>, c'est-à-dire <i>moins de croissance à court terme et moins d'inflation</i>.</p> <p>Un signe <i>néгатif</i> signifie, au contraire, des conditions monétaires <i>plus souples</i>.</p> <p>Ces appréciations sont relatives aux conditions supposées prévaloir à un horizon précisé par ailleurs, c'est-à-dire en admettant que les orientations de taux d'intérêt et de taux de change soient maintenues sur toute l'étendue de cet horizon.</p> <p>Elles font en outre abstraction des effets retardés des orientations antérieures de ces facteurs.</p>				

Dans les pays hors mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) ou dont le taux pivot a été modifié, l'inflation s'est au contraire accélérée, la détérioration de l'indicateur a revêtu une plus grande amplitude que le gain réalisé par les pays à monnaie forte : entre le troisième trimestre de 1990 et le deuxième trimestre de 1995, elle a été de - 4,2 % au Royaume-Uni à trois ans d'horizon (- 2,3 - 1,9), de - 5,1 % en Italie à un an d'horizon (- 5,3 + 0,2) et de - 5,8 % en Espagne à trois ans d'horizon (- 4,8 - 1,0).

Il y a donc une dissymétrie assez frappante entre les économies selon le groupe auquel elles appartiennent : les effets de la politique monétaire (sans tenir compte du signe) sont plus modérés dans les pays à monnaie forte que dans les autres pays. Cette dissymétrie est encore plus forte si l'on considère non plus le taux d'inflation mais le niveau du PIB.

Impact des conditions monétaires nominales sur le niveau du PIB réel

En Allemagne, la quasi-totalité du durcissement des conditions monétaires en ce qui concerne la croissance s'est produite entre le troisième trimestre de 1989 et le premier trimestre de 1990 au moment de la réunification. Si l'on prend comme point de départ le début de l'année 1990, la politique monétaire a contribué à abaisser le niveau du PIB de 1,3 % à horizon de trois ans, c'est-à-dire de 0,4 % en rythme annuel, entre cette date et le milieu de l'année 1995 (4,5 – 3,2). Toutefois, l'assouplissement de la politique monétaire consécutif à la récession de 1993 avait permis de gagner 1,4 % de PIB entre 1993 (au même niveau que l'année 1990) et le début de l'année 1994 (1,8 – 3,2). Par la suite, l'impact sur le PIB, qui a changé de signe entre 1994 et le deuxième trimestre de 1995, a été de – 2,7 % à horizon de trois ans, soit un abaissement de 0,9 % en rythme annuel. Cette tendance a cependant commencé à s'inverser depuis le troisième trimestre 1995. Le caractère restrictif des conditions monétaires en 1994 s'explique par la hausse des taux à long terme, qui a été en fait subie par l'Allemagne comme un contre-coup des hausses survenues aux États-Unis.

En France, où les évolutions ont été beaucoup moins heurtées, l'impact sur la croissance a été en outre plus limité. Entre 1994 et le milieu de l'année 1995, il a été seulement de 1,3 % à horizon de trois ans (0,9 + 0,4), soit 0,4 % en rythme annuel. Sur plus longue période, à partir de 1990, il n'a pas excédé 0,4 %, soit 0,1 % en rythme annuel. La France n'a pas enregistré en 1994 de tension des conditions monétaires comparable à celle de l'Allemagne : celle-ci a été seulement de 0,5 % du PIB en termes annuels.

D'une manière générale, les variations des conditions monétaires sont nettement moins volatiles en France qu'en Allemagne. Ces différences résultent pour une part importante des valeurs en général plus faibles des multiplicateurs décrivant les réactions de l'économie de la France.

On note qu'au Royaume-Uni, en Italie et en Espagne, l'impact transitoirement stimulant pour la croissance tiré de l'assouplissement des conditions monétaires plafonne à partir du milieu de l'année 1995. Il est vrai qu'au Royaume-Uni, la période 1990-1995 avait été précédée d'un durcissement des conditions monétaires (de 1 % en moyenne chaque année). Sur l'ensemble de la période sous revue, la politique monétaire de ce pays a donc connu une succession de phases très contrastées.

Indicateur en termes réels

(impact des conditions monétaires sur le niveau du PIB réel)

Entre l'analyse de l'indicateur en termes réels, pour lequel il convient de rappeler les réserves mentionnées ci-dessus, et l'analyse qui précède, en termes nominaux, on relève deux différences essentielles.

– En ce qui concerne l'Allemagne, l'indicateur ne fait pas apparaître d'effet restrictif sur la croissance, mais au contraire une orientation des conditions monétaires constamment favorable. À partir de l'année 1994, un retour vers des conditions plus restrictives tend à s'opérer, par suite de la tension des taux réels à long terme s'ajoutant à l'évolution plutôt neutre des termes de l'échange depuis le début de l'année 1991, mais l'indicateur se maintient à un niveau inférieur à celui de l'année d'origine et ne subit plus de changement notable depuis le milieu de l'année 1995. Au cours de la période sous revue, il atteint plusieurs fois des valeurs minimum, comme en 1989 (– 5,2), 1992 (– 5,4) et le début de l'année 1994 (– 4,2), suivies de remontées correspondant à des événements aisément identifiables : à la fin de l'année 1989, le relatif durcissement des conditions monétaires s'explique par la montée des taux à long terme suscitée par les perspectives de la réunification ; entre les deuxième et troisième trimestres 1992, la remontée de l'indicateur accompagne l'appréciation du deutschemark survenue pendant la crise de change. L'élévation de l'indicateur en 1994, quoique plus forte que les hausses précédentes, n'est donc pas un phénomène exceptionnel.

ÉVOLUTION DE L'INDICATEUR DES CONDITIONS MONÉTAIRES DANS CINQ PAYS

ICM exprimé en termes réels avec des pondérations nominales

(variation en pourcentage depuis l'origine)

		Allemagne (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans	France (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans
PIB réel	1987 3 ^e trimestre	-	0,9
	1988 4 ^e trimestre	-	- 0,4
	1989 3 ^e trimestre	-5,2	- 0,1
	1990 1 ^{er} trimestre	- 2,5	1,1
	1991 4 ^e trimestre	-	- 0,2
	1992 2 ^e trimestre	- 5,4	-
	1992 3 ^e trimestre	- 3,0	1,2
	1994 1 ^{er} trimestre	- 4,2	- 0,1
	1995 1 ^{er} trimestre	- 0,6	1,1
	1995 2 ^e trimestre	- 0,6	0,8
1995 3 ^e trimestre	- 0,7	0,6	

		Royaume-Uni (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans	Italie (origine 1987 = 1) horizon : 3 ans	Espagne (origine 1990 = 1) horizon : 3 ans
PIB réel	1988 1 ^{er} trimestre	1,1	0,3	- 1,5
	1989 2 ^e trimestre	-2,1	0,2	- 1,1
	1990 4 ^e trimestre	- 2,3	2,0	0,9
	1992 3 ^e trimestre	2,4	1,3	1,1
	1994 1 ^{er} trimestre	- 0,8	- 2,3	- 3,1
	1995 1 ^{er} trimestre	- 0,9	- 2,4	- 2,2
	1995 2 ^e trimestre	-1,3	- 3,5	- 2,0
	1995 3 ^e trimestre	- 1,6	- 2,8	- 1,7

L'absence de signe signifie des conditions monétaires *plus sévères*, c'est-à-dire *moins de croissance à court terme*.
 Un signe *négligé* signifie, au contraire, des conditions monétaires *plus souples*.
 Ces appréciations sont relatives aux conditions supposées prévaloir à un horizon précisé par ailleurs, c'est-à-dire en admettant que les orientations de taux d'intérêt et de taux de change soient maintenues sur toute l'étendue de cet horizon.
 Elles font en outre abstraction des effets retardés des orientations antérieures de ces facteurs.

– Contrairement à ce qu'on a pu relever avec un indicateur nominal, il n'existe pas, en termes réels, de dissymétrie entre pays à monnaies fortes et pays à monnaies faibles. Entre le quatrième trimestre 1990 et le troisième trimestre 1992, par exemple, l'indicateur du Royaume-Uni s'est relevé de 4,7 % (de - 2,3 % à 2,4 %), tandis qu'en Allemagne, l'écart entre le minimum atteint en 1992 et le maximum du début de l'année 1995 s'établit à 4,8 %, c'est-à-dire à peu près au même chiffre.

Il n'en demeure pas moins que, dans la période récente, le durcissement des conditions monétaires en Allemagne semble se traduire par le retour de l'indicateur réel au voisinage d'un niveau que l'on pourrait considérer comme neutre. L'économie de ce pays n'aurait donc pas, dans l'ensemble, souffert des contraintes que lui impose une monnaie forte. Au début de la période, de 1987 à 1989, puis de 1991 au deuxième trimestre 1992, elle aurait même bénéficié d'un très net avantage. Au Royaume-Uni, l'assouplissement progressif des conditions monétaires semble se traduire également, jusqu'à la fin de l'année 1994, par un retour vers une situation à peu près neutre, l'abaissement de l'indicateur depuis la fin de l'année 1992 ayant en fait effacé l'élévation due aux effets restrictifs de la politique monétaire dans les deux années qui ont précédé la sortie de la livre sterling du mécanisme de change.

RÉFÉRENCES

Britton, E. (1996), « The Monetary Policy Transmission Mechanism – Identifying Cross-Country Differences », *Institut monétaire européen – MESD ; Monetary Analysis H0-4 ; Mimeo*, février.

Corker, R. (1995), « Indicators of Monetary Conditions », in R. Corker, R.A. Feldman, K. Habermeier, H. Vittas and T. van der Willigen, « United Germany : The First Five Years – Performance and Policy Issues », *IMF Occasional Papers*, n° 125, p. 51-61.

Duguay, P. (1994), « Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada – An Aggregate Approach », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 33 p. 39-61.

Freedman, C. (1994), « The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada », in T.J.T. Balino and C. Cottarelli (Eds.), *Frameworks for Monetary Stability – Policy Issues and Country Experiences*, IMF, Washington D.C., p. 458-476.

Hansson, B. (1993), « A Structural Model », in Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Indicators*, juin, p. 55-64.

Hanson, B. et Lindberg, H. (1994), « Monetary Conditions Index — A Monetary Policy Indicator », *Sveriges Riksbank Quarterly Review*, n° 3, p. 12-17.

Kennedy, N. et Van Riet, A. (1995), « A Monetary Conditions Index for the Major EU Countries: A Preliminary Investigation », *Institut monétaire européen – MESD, Mimeo*, novembre.

Norges Bank (1995), « Norges Bank's Monetary Conditions Index », *Norges Bank Economic Bulletin*, Vol. 66, n° 1, mars, p. 33.

LES MARCHÉS DE MATIÈRES PREMIÈRES AU PREMIER TRIMESTRE 1996

Dans l'ensemble, les *marchés mondiaux de matières premières* ont évolué de façon contrastée au cours du premier trimestre 1996. Durant cette période, les prix des *denrées alimentaires* ont progressé, notamment ceux du maïs, du sucre et surtout du café qualité Arabica.

Les cours des *produits agricoles à usage industriel* se sont détendus pour le caoutchouc, la laine et le coton.

Les *produits minéraux* ont évolué diversement, les cours du plomb et de l'argent augmentant sensiblement, tandis que ceux du cuivre et de l'aluminium reculaient.

Sur le trimestre, l'*indice Moody*, exprimé en dollars, et l'*indice Reuter*, exprimé en livres sterling, se sont appréciés respectivement de 3,71 % et 0,51 %.

L'*indice Banque de France*, qui reflète le coût en francs des matières premières importées, hors énergie, a reculé de 4,33 % au premier trimestre 1996, le dollar s'appréciant de 2,02 % sur la même période. Le sous-indice concernant les produits alimentaires s'est accru de 5,39 %. Les indices partiels produits agricoles à usage industriel et produits minéraux ont régressé respectivement de 18,04 % et 1,22 %.

Les cours du *pétrole* ont poursuivi leur mouvement de hausse en raison de la poursuite des discussions concernant la levée de l'embargo pétrolier contre l'Irak, de la faiblesse inattendue des stocks américains ainsi que la vague de froid dans l'hémisphère nord. Le cours du baril de pétrole brut de Mer du Nord (*Brent*) a augmenté de 10,77 % sur les quatre derniers mois, passant, en moyenne, de 17,92 dollars en décembre 1995 à 19,85 dollars en mars 1996.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Matières premières hors énergie ¹

1.1. Produits alimentaires

Les prix des produits alimentaires, dans l'indice Banque de France, ont augmenté de 5,39 % durant le premier trimestre du fait, notamment, de la fermeté de l'Arabica (+ 16,75 %) et, dans une moindre mesure, du soja. Par ailleurs, les cours du maïs et du sucre sont également en hausse, respectivement de 13,75 % et 10,2 %.

Céréales (blé : - 0,98 % ; maïs : + 13,75 % en cents/boisseau)

Au cours du premier trimestre, les cours du *blé* ont fléchi de 0,98 %, tandis que ceux du *maïs* se sont accrus de 13,75 %, atteignant ainsi leur plus haut niveau depuis 15 ans.

– Les cours du *blé* marquent une pause depuis décembre, le fort mouvement de hausse entamé au premier trimestre 1995 ayant tendance à s'essouffler.

Pour la campagne 1995-1996, le Conseil international des céréales (CIC) a révisé ses estimations d'*offre* à 533 millions de tonnes, contre 526 millions précédemment.

Parallèlement, les échanges mondiaux restent soutenus malgré le niveau élevé des prix. Ainsi, pour 1995-1996, ils s'élèveraient à 97 millions de tonnes, tenant compte d'une augmentation de la *demande* en provenance de la Chine et du Pakistan et d'une diminution de celle de la Russie, où les crédits font défaut.

Les *réserves* mondiales restent faibles.

– L'*offre* de céréales secondaires (avoine, *maïs*, orge, seigle, sorgho) accusera en 1995-1996 une baisse de 9,7 %, pour tomber à 797 millions de tonnes, essentiellement en raison de l'insuffisance de production de *maïs* aux États-Unis : ainsi, pour la campagne en cours, la récolte de maïs américain s'avère particulièrement faible (187 millions de tonnes seulement, contre 257 millions de tonnes en 1994), en regard, d'une *demande* soutenue. Les exportations américaines ayant augmenté de 11 %, pour atteindre 55,9 millions de tonnes, les *stocks* américains pourraient être ramenés à 40 millions de tonnes en 1995, soit environ trois semaines à peine de consommation.

Toutefois, la situation devrait être moins tendue à moyen terme, la récolte américaine de maïs devant sensiblement augmenter en 1996 (239 millions de tonnes).

Soja (tourteaux : + 0,75 % en dollars/tonne ; graines : + 0,77 % en cents/boisseau)

En raison de la fermeté du maïs, la *demande* de graines et de tourteaux de soja s'est accrue, particulièrement pour l'alimentation animale, entraînant une progression des cours du *soja* de 0,75 % pour les tourteaux et 0,77 % pour les graines, au premier trimestre 1996.

De plus, les *stocks* de graines sont assez faibles : 16,3 millions de tonnes, contre 21,4 millions l'année précédente.

La *production*, quant à elle, est attendue en hausse, notamment aux États-Unis.

¹ Cette étude retrace la tendance des marchés, telle qu'elle résulte des cours exprimés le plus souvent en dollars et livres sterling, plus rarement en francs. Les produits suivis ne sont pas tous retenus dans les indices Moody, Reuter, INSEE et Banque de France qui, du reste, ont des systèmes de pondération différents. Aussi les commentaires ci-après ne permettent-ils pas d'expliquer les variations des indices généraux de matières premières, ni surtout celles de l'indice Banque de France, qui représentent l'évolution du coût en francs — donc après prise en compte des fluctuations de change — des seuls produits dont notre pays est importateur net.

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

Café (*Robusta* : - 3,26 % en dollars/tonne ; *Arabica* : + 16,76 % en cents/livre britannique)

Le marché du *café* se situe actuellement dans un contexte de repli de la *demande* et de l'*offre*. Si les cours de l'*Arabica* ont été fortement stimulés par des inquiétudes concernant l'*offre*, le *Robusta*, en revanche, a reculé de 3,26 % sur le trimestre.

La *production* mondiale atteindrait 84,4 millions de sacs en 1995-1996, soit 2,9 millions de sacs de moins qu'en 1994-1995.

L'*offre* brésilienne, très faible cette année en raison des mauvaises conditions climatiques passées, ne s'élève en effet qu'à 12,6 millions de sacs (contre 16,8 millions prévus en décembre dernier). Au-delà, en revanche, elle devrait remonter et se situer au niveau de 25-26 millions de sacs en 1996-1997.

La *demande*, en 1995, a représenté 72,4 millions de sacs, soit moins qu'en 1993 et 1994, la consommation dans les pays développés se contractant.

Enfin, les *stocks* de la Colombie sont estimés entre 5 millions de sacs et 9 millions et ceux du Brésil à près de 15 millions. Chez les consommateurs, ils sont peu importants et représenteraient seulement deux mois de consommation.

Sucre (+ 10,2 % en dollars/tonne)

Depuis fin septembre 1995, le marché du *sucre* se maintient à un haut niveau, progressant de 10,2 % au premier trimestre, en dépit d'une offre importante.

Les récoltes s'annoncent très élevées au Brésil, en Thaïlande et en Australie, ainsi qu'en Afrique du Sud. Aussi, pour la campagne actuelle (octobre 1995-septembre 1996), l'Organisation internationale du sucre (OIS) attend une *production* globale de 120 millions de tonnes, soit 3,2 millions de tonnes de plus qu'en 1994-1995.

De son côté, la *demande*, plus vigoureuse qu'initialement prévue, pourrait ramener la consommation mondiale pratiquement au même niveau que l'*offre*, effaçant ainsi l'excédent de 1,6 million de tonnes enregistré lors de la campagne précédente.

Ces données devraient donc favoriser à moyen terme un retour des prix à la normale, le marché revenant à l'équilibre.

Cacao (+ 0,9 % en livres sterling/tonne)

Les cours du *cacao* ont légèrement progressé au cours du trimestre (+ 0,9 %), bien qu'étant déprimés en fin de période par l'annonce d'une prochaine récolte importante.

Le dernier rapport du département américain de l'agriculture (USDA), en effet, attend pour cette campagne une *production* mondiale record de cacao, de 2,71 millions de tonnes, en hausse de 12 % par rapport à la saison dernière.

À elle seule, la Côte d'Ivoire, premier producteur mondial, devrait obtenir, pour la récolte principale de 1995-1996, 1,1 million de tonnes de fèves (contre une précédente estimation de 970 000 tonnes), soit presque 40 % de la récolte mondiale. Aussi, afin de soutenir les cours, la Côte d'Ivoire ne commercialiserait pas sa récolte intermédiaire (100 000 tonnes environ), mais la ferait broyer par les brûleries pour la destiner à la confiserie, la graisse végétale ainsi produite n'entrant plus dans la filière du chocolat.

Les *stocks* mondiaux, quant à eux, seraient en hausse de 90 000 tonnes cette saison.

Enfin, la consommation mondiale devrait croître.

Au total, le déficit de l'*offre* sur la *demande* se limiterait à 650 000 tonnes.

1.2. Produits agricoles à usage industriel

Dans l'indice Banque de France, les cours des produits agricoles à usage industriel ont enregistré un recul sensible (- 18,04 %) pendant la période sous revue, du fait, notamment, de la baisse du caoutchouc, de la laine et du coton.

Caoutchouc (- 8,73 % en cents malaisiens/kg)

Les cours du *caoutchouc* ont marqué un net retournement à la baisse. Après avoir, en effet, progressé de 26,1 % au trimestre précédent, le marché s'est situé en retrait de 8,73 % au premier trimestre 1996.

La période d'hivernage des hévéas (février-mars), durant laquelle l'écoulement de latex s'interrompt, ne s'est accompagnée d'aucun renforcement des prix cette année.

Les cours sont affectés par l'abondance des *stocks* dans le Sud-Est asiatique, principalement en Malaisie, face à une *demande* médiocre, les industriels du pneu étant peu présents à l'achat.

Enfin, s'agissant de l'*offre*, l'entrée en application du nouvel accord international du caoutchouc, assorti de clauses économiques, destinées à réguler les prix, est toujours suspendue. En effet, la ratification du texte par les États dont la demande additionnée équivaut à plus de 75 % des besoins mondiaux de gomme naturelle, n'est pas effective, dans l'attente de la signature des États-Unis et de la Chine (les deux principaux consommateurs).

Textiles (Coton : - 0,3 % en cents/livre britannique ; laine : - 3,08 % en cents australiens/kg)

Après six années de prix particulièrement bas, le déclin de la production de *coton* avait engendré, jusqu'à la fin du troisième trimestre 1995, une forte diminution des stocks et une envolée des cours. Depuis, les cours fléchissent, enregistrant un recul de 0,3 % au premier trimestre 1996.

La *production* mondiale est abondante (19,2 millions de tonnes) et supérieure à la *demande* (18,7 millions de tonnes).

Cependant, selon les estimations les plus récentes, la prochaine récolte aux États-Unis (qui peut représenter jusqu'à 30 % des exportations mondiales) ne devrait totaliser que 3,91 millions de tonnes, contre 4,28 millions pour la campagne 1994-1995, en raison de conditions climatiques désastreuses et d'attaques d'insectes.

En outre, la Chine (premier producteur mondial, mais également premier importateur) qui attend une récolte de 4,35 millions de tonnes en 1996, insuffisante pour couvrir ses besoins locaux, devrait importer environ 900 000 tonnes de plus qu'en 1995.

Les cours de la *laine*, après avoir régulièrement progressé jusqu'en milieu d'année 1995, se sont effrités et marquent une baisse de 3,08 % sur le trimestre dans un contexte de *demande* peu vigoureuse.

1.3. Produits minéraux

Les prix des produits minéraux ont fléchi de 1,22 % (dans l'indice Banque de France) avec une baisse particulièrement marquée pour le cuivre.

Aluminium (– 2,77 % en dollars/tonne)

Le marché de l'*aluminium* a enregistré une nouvelle baisse, de 2,77 %, au cours du premier trimestre.

Bien que la *demande* américaine donne quelques signes de vigueur, en Europe, elle manque de dynamisme car les consommateurs disposent de réserves importantes.

Les *stocks* entreposés au *London Metal Exchange* (LME) ont progressé de 26 % depuis le début de l'année pour atteindre environ 741 milliers de tonnes.

S'agissant de l'*offre*, l'accord intervenu en 1993 entre les principaux pays fournisseurs (les États-Unis, le Canada, l'Union européenne, l'Australie, la Norvège et la Russie) en vue de limiter la production et d'assainir le marché, est arrivé à échéance à la fin de l'année 1995 et des capacités supplémentaires risquent d'être mises sur le marché.

Cuivre (– 12,23 % en dollars/tonne)

Le prix du *cuivre*, qui se situait à son plus haut niveau depuis plusieurs mois, a brusquement reculé à partir du mois de janvier, fléchissant ainsi de 12,23 % au premier trimestre.

La *demande*, en Europe comme aux États-Unis, devrait stagner tout au long du premier semestre. En Asie, la consommation, qui s'était accrue ces dernières années, se stabilise.

Dans le même temps, la *production* est en hausse. Les mines déjà en service réalisent des gains de productivité considérables et augmentent leur rendement grâce aux progrès technologiques ; de plus, de nouveaux gisements miniers sont sur le point d'être mis en exploitation. Ainsi, le Chili, premier producteur de minerai, compte ouvrir plusieurs sites entre 1996 et 1997. En Indonésie et en Australie, de nouvelles exploitations vont démarrer.

Les *stocks* du LME se sont accrus au premier trimestre et ont atteint plus de 300 000 tonnes, soit le double des réserves entreposées en juillet 1995.

Au total, 500 000 tonnes supplémentaires devraient s'ajouter, dans les deux prochaines années, aux 11 millions de tonnes actuellement produites.

La consommation, quant à elle, se stabiliserait autour de 11,2 millions de tonnes. Le marché, jusqu'alors en déficit, semble, à moyen terme, être menacé de saturation.

Étain (– 1,36 % en dollars/tonne)

Les cours de l'*étain* se sont de nouveau repliés au premier trimestre 1996, malgré des perspectives toujours favorables.

La *demande* mondiale, stimulée notamment par une consommation croissante aux États-Unis, est estimée à 200 000 tonnes (contre 192 000 tonnes l'an passé).

En conséquence, les *stocks*, qui ont reculé de 25 % en 1995, devraient continuer de décliner en 1996.

Du côté de l'*offre*, les estimations de production sont plus faibles que prévues et ne devraient pas dépasser 200 000 tonnes.

Ainsi, parallèlement à la chute des exportations russes, la production de la Malaisie et de la Thaïlande continue de diminuer.

Dans le même temps, la Chine, dont la consommation intérieure (estimée à 15 000 tonnes) connaît une progression de 40 % en rythme annuel, a limité ses exportations de 45,5 % au cours des deux premiers mois de l'année.

Les incertitudes relatives à la capacité de ce pays à maintenir en 1996 le niveau de ses exportations pourraient peser sur le marché.

Plomb (+ 12,14 % en dollars/tonne)

Les cours du *plomb* poursuivent leur progression, atteignant leur plus haut niveau depuis 5 ans, soit une hausse de 12,14 % au premier trimestre 1996.

La *demande* mondiale (5,48 millions de tonnes) a progressé de 2,3 % par rapport à l'année précédente. Au cours du premier trimestre, le temps extrêmement froid a favorisé un accroissement des ventes de batteries automobiles aux États-Unis et en Europe.

Dans le même temps, l'*offre* ne totalise que 5,37 millions de tonnes.

Les *stocks* du LME continuent de diminuer et ne représentent plus que quatre semaines de consommation, soit leur plus bas niveau depuis 1992.

Selon les spécialistes, la relative pénurie qui règne sur le marché devrait s'accroître dans les mois qui viennent.

Zinc (+ 4,6 % en dollars/tonne)

Les cours du *zinc* ont régulièrement progressé d'un mois à l'autre, marquant ainsi une hausse de 4,6 % au premier trimestre.

En 1996, on attend un déficit de l'*offre* (estimée à 6 millions de tonnes) par rapport à la *demande* (en hausse de 2 % sur 1995 et évaluée à 6,3 millions de tonnes).

Parallèlement, les *stocks* du LME diminuent régulièrement et se situent aux environs de 600 000 tonnes.

Nickel (- 0,78 % en dollars/tonne)

En dépit d'une évolution contrastée des cours d'un mois à l'autre, le *nickel* a globalement reculé de 0,78 % au premier trimestre 1996.

Cette année, la *demande* totale devrait s'établir à un peu plus de 1 million de tonnes (contre 993 000 tonnes l'an passé) avec notamment une progression en Asie (Corée et Taiwan) et aux États-Unis et un fléchissement en Europe et au Japon.

S'agissant de l'*offre*, aucune nouvelle exploitation n'est prévue cette année. Cependant, le marché reste dans l'incertitude quant au niveau de production russe, 30 % de la demande occidentale ayant été satisfaite à partir de ce marché l'an passé.

Les *stocks* du LME, provenant essentiellement de Russie, sont tombés au-dessous de 35 000 tonnes.

Or (+ 2,33 % en dollars/once)

Les cours de l'*or* se sont accrus de 2,33 %, le déficit de la production minière d'*or* s'étant aggravé.

La *demande* mondiale a progressé de 10 % en 1995, pour s'établir à environ 2 746 tonnes.

La consommation a ainsi progressé de 14 % en Inde (474 tonnes), de 7 % dans le Sud-Est asiatique (410 tonnes), de 5 % aux États-Unis (327 tonnes), de 26 % au Japon (289 tonnes), de 19 % en Allemagne (96 tonnes) et de 3 % en France (52 tonnes).

Face à une demande en hausse, l'*offre* mondiale est tombée à 2 268 tonnes en 1995, principalement en raison de l'épuisement des filons du premier producteur mondial, l'Afrique du Sud, qui n'a extrait que 523 tonnes (- 10 %), soit sa plus faible production depuis 40 ans.

Les *stocks* sont importants. Ils avoisineraient 35 000 tonnes pour les banques centrales.

Argent (+ 7,4 % en dollars/once)

Les cours de l'*argent* ont progressé de 7,4 % sur le trimestre, ce métal bénéficiant d'une demande mondiale croissante.

En 1995, la *consommation* était de 688,5 millions d'onces et l'on prévoit pour cette année un nouveau rebond de 3,8 %.

L'industrie photographique, notamment aux États-Unis, ainsi que l'orfèvrerie (en Asie, Europe et Amérique) constituent des débouchés très importants de l'argent métal.

Pour satisfaire la demande, les mines canadiennes ont augmenté leur *production*. De même, le Mexique (plus grand producteur mondial) a accru son offre, en 1995, de 3,5 %, à 67,3 millions d'onces.

Au total, malgré un accroissement de la production, le déficit de l'*offre* par rapport à la *demande* devrait être de 178,5 millions d'onces (contre 161,6 millions d'onces en 1995).

Platine (+ 0,67 % en dollars/once)

Les prix du *platine* ont légèrement augmenté au cours de ce trimestre.

La *demande*, largement destinée à la fabrication des pots catalytiques, reste satisfaisante, malgré la faiblesse des ventes d'automobiles et la concurrence croissante du palladium.

La bijouterie, qui totalise 38 % de la demande (contre 36 % pour la catalyse automobile), reste, elle aussi, soutenue.

En revanche, les spécialistes s'inquiètent de la croissance de la *production*, en particulier en provenance d'Afrique du Sud.

2. Le pétrole

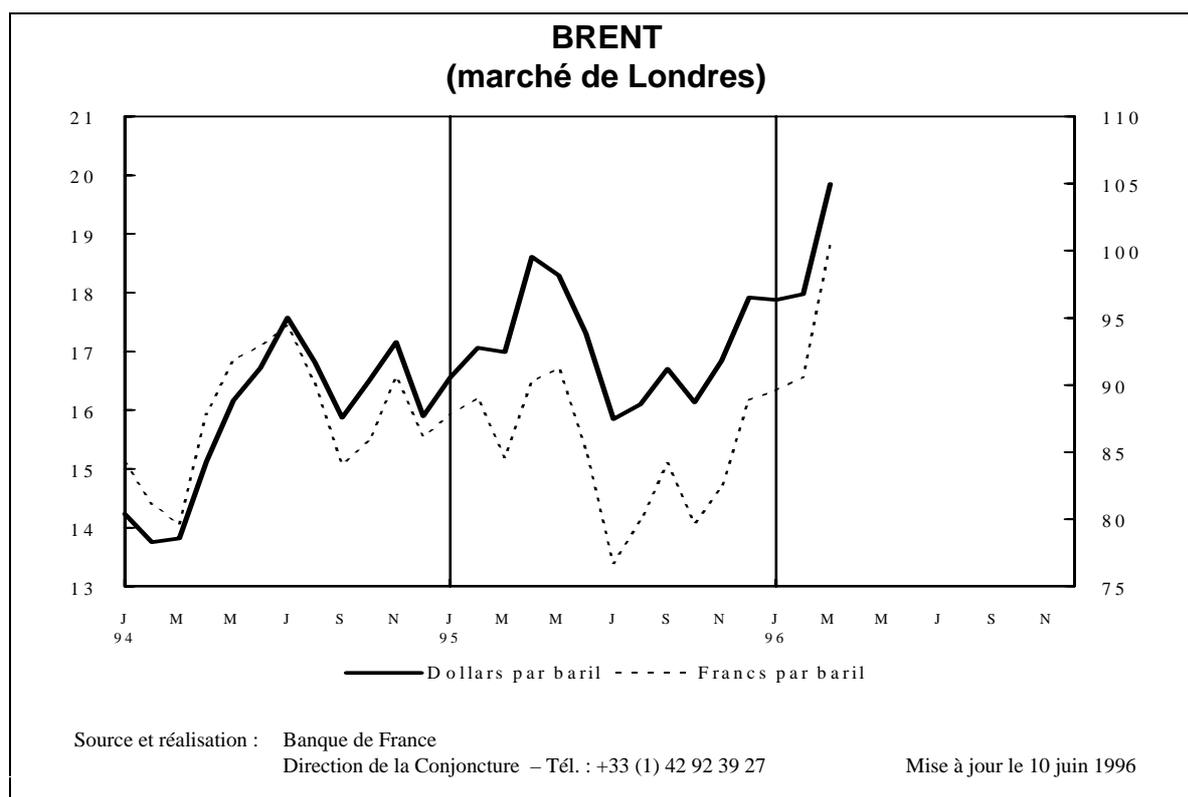
Les cours du *Brent*, le brut de référence de la Mer du Nord, en hausse de 10,77 % par rapport à décembre 1995 et de 16,83 % par rapport à mars 1995, ont coté, en moyenne, 19,85 dollars en mars 1996 (soit leur plus haut niveau depuis 1993).

Le cours du *Dubai* et du *WTI* se sont accrus respectivement de 0,6 % et de 9,52 % sur le trimestre (soit une progression de 3,37 % pour le *Dubai* et de 11,77 % pour le *WTI* sur un an).

La *demande* est restée soutenue, en raison, notamment, de l'hiver rigoureux qu'ont connu l'Amérique du Nord et l'Europe.

Le niveau des *stocks* est demeuré très bas durant la période étudiée. Ainsi, aux États-Unis, les raffineurs ont réduit leurs stocks de sécurité, l'abondance et la régularité de la production pétrolière ayant rendu inutiles ces importantes et coûteuses réserves.

Ces facteurs ont provoqué une tension sur le marché, alors même que, du côté de l'*offre*, la longueur des discussions relatives à la levée de l'embargo contre l'Irak a influencé, tout au long du trimestre, les cours à la hausse.



INDICES GÉNÉRAUX DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES					
<i>(moyennes annuelles)</i>					
Années	Banque de France (en francs) Base 100 en 1985	INSEE (en francs) Base 100 en 1990	Moody (en dollars) Base 100 en 1931	HWWA (en dollars) Base 100 en 1975	Reuter (en livres sterling) Base 100 en 1931
1990	110,65	100,00	1 106,88	150,81	1 815,43
1991	103,45	92,75	1 026,71	136,43	1 682,69
1992	94,12	82,56	987,11	132,12	1 596,14
1993	90,70	81,24	1 056,55	119,97	1 668,91
1994	109,88	96,89	1 287,78	143,22	1 978,22
1995	121,45	102,72	1 471,83	163,27	2 229,50

INDICES DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES (hors énergie)					
<i>(moyennes mensuelles – variation en pourcentage)</i>					
Indices	Décembre 1995	Janvier 1996	Février 1996	Mars 1996	Variation mars 1996/ décembre 1995
Banque de France (en francs) (Base 100 en 1995).....	123,10	121,47	120,37	117,77	- 4,33
– Produits alimentaires (20,99 %).....	83,13	85,31	88,45	87,61	5,39
– Produits agricoles à usage industriel (25,61 %).....	144,76	142,22	129,53	118,64	- 18,04
– Produits minéraux (53,4 %).....	139,73	136,00	137,58	138,02	- 1,22
Moody (en dollars) (Base 100 le 31.12.1931).....	1 442,23	1 443,33	1 479,08	1 495,68	3,71
Reuter (en livres sterling) (Base 100 le 18.09.1931).....	2 122,73	2 120,78	2 152,15	2 133,59	0,51
Cours du dollar à Paris (en francs).....	4,96	5,01	5,04	5,06	2,02
Cours de la livre sterling à Paris (en francs).....	7,64	7,66	7,74	7,72	1,05

ÉVOLUTION DES COURS DES PRINCIPAUX PRODUITS SUR LEUR PLACE DE COTATION

(moyennes mensuelles – variation en pourcentage)

Produits (pondération dans l'indice BDF)	Place de cotation	Unités	Décembre 1995	Janvier 1996	Février 1996	Mars 1996	Variation mars 1996/ décembre 1995
PRODUITS ALIMENTAIRES							
– Blé.....	CHICAGO	cents/boisseau	507,79	496,73	514,55	502,80	- 0,98
– Maïs.....	CHICAGO	cents/boisseau	345,55	362,26	374,62	393,07	13,75
– Café Robusta..... (2,6 %)	LONDRES	dollars/tonne	2 097,	1 923,	2 082,	2 029,	- 3,26
– Café Arabica..... (3,22 %)	NEW YORK	cents/livre brit.	102,13	105,27	121,52	119,24	16,75
– Soja-tourteaux..... (8,27 %)	CHICAGO	dollars/tonne	226,67	234,35	230,21	228,38	0,75
– Soja-graines..... (0,94 %)	CHICAGO	cents/boisseau	718,30	735,03	730,02	723,80	0,77
– Sucre.....	PARIS	dollars/tonne	350,91	364,21	380,74	386,71	10,20
– Cacao..... (3,14 %)	LONDRES	livres sterl./tonne	883,15	904,95	901,29	891,10	0,90
PRODUITS AGRICOLES INDUSTRIELS							
– Caoutchouc..... (2,02 %)	KUALA LUMPUR	cents malais./kg	410,70	399,57	385,81	374,86	- 8,73
– Coton..... (2,41 %)	NEW YORK	cents/livre brit.	83,86	84,21	84,2	83,61	- 0,30
– Laine..... (4,25 %)	SYDNEY	cents austr./kg	690,85	704,59	681,43	669,57	- 3,08
PRODUITS MINÉRAUX							
– Aluminium..... (13,39 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 658,	1 589,	1 591,	1 612,	- 2,77
– Cuivre..... (12,79 %)	LONDRES	dollars/tonne	2 917,	2 615,	2 537,	2 560,	- 12,23
– Étain..... (0,66 %)	LONDRES	dollars/tonne	6 278,	6 269,	6 188,	6 192,	- 1,36
– Nickel..... (5,77 %)	LONDRES	dollars/tonne	8 084,	7 862,	8 215,	8 021,	- 0,78
– Plomb..... (0,16 %)	LONDRES	dollars/tonne	728,80	709,03	766,67	817,27	12,14
– Zinc..... (1,94 %)	LONDRES	dollars/tonne	1 017,	1 019,	1 035,	1 063,	4,60
– Or.....	NEW YORK	dollars/once	387,58	399,69	403,76	396,61	2,33
– Argent..... (1,55 %)	NEW YORK	dollars/once	514,40	547,90	561,86	552,53	7,40
– Platine..... (1,29 %)	NEW YORK	dollars/once	409,87	417,59	421,95	412,60	0,67
PÉTROLE							
Prix spot depuis le 01.01.1990							
<i>BRENT</i>	LONDRES	dollars/baril	17,92	17,88	17,98	19,85	10,77
<i>DUBAÏ</i>	LONDRES	dollars/baril	16,79	16,50	15,89	16,89	0,60
<i>WTI</i>	LONDRES	dollars/baril	18,90	18,58	18,60	20,70	9,52

E N Q U Ê T E S

ENQUÊTE ANNUELLE SUR LE LOGEMENT EN 1995

Les directeurs des succursales de la Banque de France mènent, dans le courant du premier trimestre de chaque année, une enquête sur le logement portant sur l'évolution de l'activité au cours de l'exercice précédent. En présentant ci-après la synthèse des informations recueillies, la Banque remercie tous ceux qui, par leur contribution bénévole, lui ont permis de réaliser cette publication.

*Direction de la Conjoncture
Pôle logement*

Vue d'ensemble

Après la reprise observée l'année précédente, l'activité des marchés immobiliers résidentiels s'est de nouveau dégradée. S'ajoutant à l'épuisement des effets du plan de relance de 1993, l'attente de nouvelles mesures de soutien au logement a entraîné des reports d'acquisition chez les accédants à la propriété et les investisseurs.

Sur l'ensemble de l'année, le nombre des mises en chantier de logements neufs (285 900) a enregistré un recul de 5,4 %, qui a davantage affecté le secteur du logement collectif que celui de la maison individuelle. Toutefois, la diminution du nombre de logements commencés recouvre des évolutions régionales divergentes.

Le marché du logement ancien est resté atone tout au long de l'année. Région la plus affectée, l'Île-de-France a connu une baisse concomitante des prix et des transactions. En province, sauf dans quelques régions, les ventes se sont également inscrites en retrait. En outre, l'écart entre les aspirations des demandeurs, dont les exigences ont continué de se renforcer, et les caractéristiques des biens offerts est demeuré un obstacle important à une reprise des transactions.

L'amélioration et l'entretien de l'habitat ont suivi une tendance contrastée en fonction des secteurs concernés. Le soutien apporté par l'État aux initiatives individuelles a encore été substantiel et a notamment permis aux propriétaires bailleurs de mettre un nombre conséquent de logements sur le marché de la location. Pour sa part, le secteur public a, comme en 1994, préféré la construction neuve à la réhabilitation du parc existant.

Parallèlement à l'évolution des marchés, la distribution des crédits à l'habitat s'est inscrite en repli. Le montant des concours nouveaux versés aux ménages et aux sociétés de location s'est élevé à 257,5 milliards de francs, contre 272,8 milliards l'année précédente (- 5,6 %) ; l'encours des crédits promoteurs est passé de 93,1 milliards de francs fin 1994 à 69,7 milliards au 31 décembre 1995.

En matière de financement, l'année a été surtout marquée par la réforme de l'accession sociale à la propriété avec la création d'une avance remboursable ne portant pas intérêt, le prêt à taux zéro (PTZ), qui s'est substituée au prêt à l'accession à la propriété et aux avantages fiscaux qui lui étaient attachés. La concurrence entre établissements de crédit, dont l'intensité n'a pas faibli, s'est même avivée au quatrième trimestre avec la banalisation de la distribution des crédits aidés aux ménages qu'a réalisée le prêt à taux zéro. Toutefois, malgré l'étroitesse du marché, les établissements prêteurs ne se sont pas départis d'une grande rigueur dans l'examen des demandes.

1. L'évolution de la construction et le marché des logements neufs

Selon le ministère de l'Équipement, 285 900 logements ont été construits en 1995, contre 302 200 en 1994, soit un recul de 5,4 %. Le flux de mises en chantier constaté au cours des trois premiers trimestres de l'année a été comparable à celui enregistré en 1994 sur la même période. La situation s'est ensuite fortement dégradée au quatrième trimestre. Sur l'année, la baisse a été moins marquée dans la construction individuelle (- 1,1 % pour 143 300 logements construits) que collective (- 8,1 % pour 140 000 logements). Parallèlement, les autorisations se sont globalement inscrites en net repli, avec une chute marquée au quatrième trimestre (plus de 21 % par rapport à la période correspondante de 1994).

Les évolutions ont toutefois été assez contrastées selon les régions. Ainsi les statistiques du ministère du Logement montrent que la Lorraine et la région Provence-Alpes-Côte d'Azur ont connu une hausse de plus de 10 % du nombre de logements déclarés commencés. L'Île-de-France, la région Champagne-Ardenne, la Bourgogne et l'Alsace ont affiché une hausse inférieure à 10 %. En revanche, la Bretagne, les Pays de la Loire, la Normandie, le Nord-Pas-de-Calais, la Corse et la Franche-Comté ont enregistré une baisse comprise entre 10 % et 20 %.

Le secteur diffus

Après l'évolution favorable de l'année précédente et un premier semestre bénéficiant encore de l'impact du plan gouvernemental d'aide au logement de 1993, le marché de la maison individuelle s'est inscrit en repli à partir du milieu de l'année. Le second semestre a été marqué par l'attente des ménages avant la mise en place de nouvelles mesures attendues du nouveau gouvernement. Bien que le prêt à taux zéro ait été instauré dès octobre, les contraintes techniques liées à sa mise en place ne permettaient pas d'envisager un redressement du marché avant la fin de l'année. De plus, il convient d'ajouter au bilan l'influence, difficilement appréciable, des mouvements sociaux de décembre.

La construction d'immeubles locatifs

L'inadéquation entre l'offre et la demande a eu tendance à s'accroître. Les principaux intervenants, les organismes publics, en particulier les sociétés HLM, ont diminué leur activité sous la contrainte de la baisse des enveloppes de prêts locatifs aidés (PLA) et de la difficulté à rentabiliser leurs programmes.

Les opérations réalisées par les investisseurs privés ont été peu nombreuses et ont concerné des appartements de petite taille.

La construction par l'intermédiaire des promoteurs en vue de l'accession à la propriété

La promotion privée a été peu active. L'atonie du marché et les difficultés de commercialisation rencontrées depuis quelques années n'ont pas favorisé le lancement de nouvelles opérations. Dans l'ensemble, les nouveaux programmes ont porté sur des appartements de taille réduite, situés principalement dans le centre des villes.

Les organismes de promotion publique et semi-publique ont surtout cherché à mettre en vente des appartements destinés à l'origine à la location, afin d'améliorer leur situation financière.

La construction de résidences secondaires a connu une activité très faible ; quelques opérations le long du littoral, émanant d'une clientèle aisée et souvent âgée, ont été réalisées.

Le prix des logements et la commercialisation des programmes

Si les prix de vente sont, dans l'ensemble, restés stables, ils ont été systématiquement négociés par les acquéreurs potentiels. Toutefois, face à ces exigences, les rabais octroyés par les promoteurs ont été assez limités, du fait de l'étroitesse des marges.

Les délais de commercialisation restent importants. D'après le ministère du Logement, ils se sont légèrement contractés dans la maison individuelle groupée (revenant de 14 mois à 11 mois en moyenne), mais ont un peu augmenté (de 13 mois à 14 mois) en ce qui concerne les appartements collectifs, qui représentent 88 % des stocks de logements neufs.

Ces derniers ont diminué dans la maison individuelle groupée (8 847 unités, contre 10 141 fin 1994). Cette amélioration n'a toutefois profité qu'aux logements financés par des prêts aidés ou réglementés, les stocks disponibles du secteur libre, ayant, quant à eux, augmenté de 3 %. Dans le logement collectif, les stocks s'élevaient à 66 130 appartements, contre 64 489 en 1994, cette hausse de 2,5 % ayant été, là encore, imputable au secteur libre.

2. Le marché des logements anciens

Le marché des logements anciens, qui avait connu une certaine amélioration à partir de la fin 1993, s'est de nouveau détérioré à partir du quatrième trimestre 1994. La baisse du volume des ventes s'est poursuivie en 1995, notamment sur Paris et la petite couronne, où le nombre de transactions a accusé, selon la Chambre des notaires de Paris, une baisse de 18,2 % sur l'année. Une évolution similaire est intervenue dans la plupart des régions, à l'exception du Nord-Pas-de-Calais, où une légère hausse a été enregistrée, de la Franche-Comté et de Poitou-Charentes, où une certaine stabilité a encore prévalu.

Dans l'ensemble, le premier semestre a été caractérisé par l'attentisme lié à la période électorale. Au second semestre, les mesures fiscales prises dans le courant de l'été, telles que l'augmentation de la déduction forfaitaire sur les revenus fonciers ou la baisse des droits de mutation, ont eu un impact assez faible. Par ailleurs, la quotité de travaux nécessaires pour bénéficier du prêt à taux zéro, lors de sa création début octobre 1995, est apparue trop importante pour que cette mesure soit suffisamment incitative à l'acquisition dans l'ancien.

De plus en plus sélectifs sur la localisation et la qualité des biens proposés, les acquéreurs sont toutefois demeurés intéressés par les logements jouissant d'une situation de proximité.

En regard, l'offre est restée très hétérogène selon les zones géographiques et les catégories de produits. Elle est souvent le fait de particuliers agissant en fonction de contraintes professionnelles ou familiales. Pour leur part, les investisseurs ont été moins présents. En outre, dans un marché déprimé, le phénomène de rétention persiste. Certains vendeurs potentiels préfèrent conserver leur bien en attendant le retour à une situation plus favorable.

Les délais moyens de commercialisation ont eu tendance à s'allonger. Les acquéreurs, bien informés de l'état du marché, multiplient en effet les visites et négocient longuement avant de conclure une opération.

Dans l'ensemble, les prix affichés en province ont peu évolué même si une tendance sous-jacente à la baisse s'est dessinée dans quelques régions. Cependant, l'apparente stabilité qui a prévalu sur de nombreuses places cache des divergences importantes selon le type du logement mis en vente ou sa localisation. Les prix des maisons ont mieux résisté à la baisse que ceux des appartements. Les hausses enregistrées çà et là ont concerné des biens peu courants, possédant des caractéristiques spécifiques.

Par contre, en Île-de-France, l'érosion des prix s'est poursuivie. Les biens qui se sont vendus rapidement l'ont été moyennant une révision à la baisse des prix. Cette tendance touche aussi bien Paris que la banlieue où, là encore, le marché de la maison individuelle connaît moins de difficultés que celui des appartements.

Logements construits avant 1948

Sur ce segment de marché traditionnellement peu actif, les transactions se sont inscrites en baisse par rapport à l'année précédente.

En zone urbaine, elles ont essentiellement porté sur des résidences de caractère, bien situées, pour lesquelles l'offre, assez rare, ne permet pas de satisfaire la demande émanant d'une clientèle aisée. Par contre, la désaffection pour les immeubles nécessitant des travaux de rénovation importants s'est confirmée, notamment en milieu rural.

Logements construits entre 1948 et 1975

Le volume des transactions relatives à des logements construits entre 1948 et 1975 a globalement fléchi dans de nombreuses régions. Les logements mis en vente sur ce marché sont le plus souvent de qualité disparate, requérant fréquemment de gros travaux de rénovation et de mises aux normes de confort. En revanche, leurs prix abordables les rendent plus accessibles pour une première opération

immobilière et la demande émanant de la clientèle potentiellement bénéficiaire d'un prêt à taux zéro pourrait s'y développer.

Par ailleurs, les investisseurs et organismes d'HLM ont continué à pratiquer des opérations d'acquisition-réhabilitation en vue de la revente ou de la mise en location des logements concernés.

Logements construits après 1975

Sur ce segment qui demeure le plus animé du marché du logement ancien, la tendance s'est révélée moins bien orientée qu'en 1994. L'offre est restée particulièrement abondante mais les acquéreurs potentiels se sont montrés plus exigeants sur les prix, la qualité et la localisation des biens.

En centre ville, les grands appartements de haut de gamme ont fait l'objet d'une demande assez soutenue. Leur commercialisation s'est effectuée aisément à des prix élevés, avoisinant dans certains cas ceux du neuf.

En zone périurbaine, les pavillons de construction récente ont également été recherchés, dès lors qu'il s'agissait de produits de qualité bénéficiant de services de proximité.

En revanche, les biens n'offrant que des prestations courantes ont trouvé plus difficilement preneur. Ils ont vu leurs prix longuement négociés et fortement révisés à la baisse. Les biens ordinaires situés dans des banlieues éloignées ont constitué une catégorie assez dépréciée.

Résidences secondaires

Le marché des résidences secondaires d'occasion s'est de nouveau contracté. Cette tendance a également affecté les zones touristiques. Les transactions y ont été moins nombreuses, à l'exception de quelques places pour lesquelles une certaine stabilisation de l'activité a été constatée, en Bretagne notamment.

Par ailleurs, la désaffection de la clientèle étrangère s'est confirmée dans la plupart des régions.

3. L'amélioration de l'habitat existant

Après avoir connu une période de relative stabilité au cours des trois premiers trimestres, les travaux d'amélioration de l'habitat, qui regroupent à la fois la réhabilitation lourde et les travaux d'amélioration-entretien plus légers, ont enregistré une baisse d'activité en fin d'année pour finalement s'inscrire en léger recul sur l'ensemble de la période. Selon le ministère de l'Équipement, la part de marché de l'amélioration-entretien a représenté en 1995 plus de 50 % du chiffre d'affaires du secteur du logement.

Les particuliers ont été à l'origine de nombreuses réalisations. Ils ont souvent recouru aux aides de l'État, distribuées sous la forme de primes à l'amélioration de l'habitat (PAH) et de subventions de l'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat (ANAH). Par ailleurs, le renforcement des incitations fiscales mises en œuvre en 1993 a soutenu leurs projets.

Les opérations sur l'initiative des organismes publics (sociétés d'HLM, collectivités locales, communes) ou semi-publics (sociétés d'économie mixte) se sont repliées, en raison du resserrement des politiques budgétaires. Néanmoins, les opérations programmées, OPAH ou PST (cf. infra), se sont globalement maintenues à un bon niveau car d'importants efforts ont souvent été accomplis localement pour les réalisations entrant dans ce cadre.

3.1. Les organismes d'intervention

L'action des pouvoirs publics pour l'amélioration de l'habitat s'est exercée, parallèlement à des mesures d'incitation fiscale, surtout par l'intermédiaire d'aides diverses destinées tant aux populations de propriétaires occupants (PAH) et de propriétaires bailleurs (ANAH) que d'organismes propriétaires de logements locatifs collectifs (Palulos). À ce titre, selon le ministère du Logement, les dotations budgétaires prévues en 1995, hors reports de l'exercice antérieur, se montaient à 526 millions de francs pour les PAH (contre 661 millions en 1994) et à 2 475 millions pour l'ANAH (contre 2 260 millions en 1994). Par ailleurs, la ligne fongible PLA-Palulos¹ n'a été provisionnée qu'à hauteur de 3 731 millions, contre 5 850 millions en 1994.

L'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat (ANAH) dispose de deux outils principaux pour remplir sa mission d'aide à l'amélioration des logements locatifs privés, axée sur la réalisation de travaux d'amélioration et de mise aux normes de logements de plus de quinze ans loués ou destinés à la location : les opérations programmées d'amélioration de l'habitat (OPAH) et les programmes sociaux thématiques (PST). Selon l'agence, en 1995, 9,9 milliards de francs de travaux ont été directement aidés par 2,731 milliards de francs de subventions pour l'amélioration de 126 500 logements. Si le nombre total de logements concernés est en baisse de 11,9 %, le montant moyen des interventions est en hausse et a atteint 21 000 francs. Son action a permis la remise sur le marché d'un total de 41 000 logements vacants (contre 42 000 logements vacants en 1994), dont 3 200 ont été apportés au plan d'urgence pour le logement des plus démunis.

Plus de 89 % des subventions de l'ANAH ont été attribués à des logements construits avant 1948 et 55 % l'ont été dans le secteur diffus.

3.2. Les opérations d'amélioration

Les opérations individuelles

Les opérations d'amélioration de l'habitat initiées par des particuliers ont bénéficié de mesures d'incitation renforcées en cours d'année : majorations forfaitaires des subventions de l'ANAH en cas de remise sur le marché de logements vacants à des loyers conventionnés, exonération partielle, sous certaines conditions, des droits de mutation sur les immeubles d'habitation locatifs. Elles ont toutefois été moins nombreuses qu'en 1994, le recours aux prêts non aidés et aux prêts d'épargne-logement ayant été moindre. Il reste cependant difficile de mesurer l'évolution de ce type d'opérations en raison du recours fréquent à l'autofinancement ainsi qu'à des prêts bancaires non affectés.

Les programmes financés par la prime à l'amélioration de l'habitat, qui a notamment pour objet d'aider à la réalisation de travaux destinés à l'amélioration de la sécurité, de la salubrité et de l'équipement du logement, ont globalement diminué. Au total, le ministère du Logement a recensé une baisse des crédits consommés, qui sont passés de 730,6 millions de francs en 1994 à 586,2 millions en 1995, soit une diminution de 19,8 %.

Les opérations des propriétaires institutionnels

Les opérations des propriétaires institutionnels ont marqué un net recul. L'attentisme lié aux élections, puis les restrictions budgétaires, ont pesé sur la concrétisation de nombreux projets. Les arbitrages rendus dans le cadre de la fongibilité de la ligne PLA-Palulos ont souvent été orientés vers la construction neuve. Ainsi, selon le ministère du Logement, la consommation en Palulos s'est-elle contractée jusqu'à 1,4 milliard de francs, en recul de 32 % sur 1994.

¹ PLA : prêts locatifs aidés – Palulos : prime à l'amélioration de logements à usage locatif

Les opérations groupées et programmées

Contrairement aux autres types d'opérations d'amélioration de l'habitat, les opérations programmées ont été bien orientées dans une majorité de régions sous la forme d'OPAH et, dans une moindre mesure, de PST.

Un peu moins d'un tiers des subventions engagées par l'ANAH, soit 786 millions, contre 716 millions en 1994, l'ont été avec des communes dans le cadre des OPAH, dont l'objet est la réhabilitation de logements anciens et de leur environnement, par la coordination des actions publiques et privées dans le cadre de conventions entre une commune ou un établissement public de coopération intercommunale compétent en matière d'habitat, l'État et l'ANAH. Ces aides ont principalement été attribuées dans des agglomérations de moins de 100 000 habitants (44,8 %) et des communes rurales (34,2 %).

Les PST (426 millions de francs, contre 317 millions en 1994, soit 16 % des subventions de l'ANAH), dont la vocation est la réhabilitation de logements privés destinés à être loués à des ménages défavorisés, sont établis sur la base de négociations entre les propriétaires et l'ANAH, dans le cadre de conventions signées entre l'État, l'ANAH et une collectivité locale. Ils ont été plus fréquemment conclus dans des communes rurales et dans des petites et moyennes agglomérations (respectivement 38,4 % et 37,4 % des montants alloués).

4. Le financement du logement

L'atonie des marchés immobiliers résidentiels s'est traduite par un repli des financements octroyés par les établissements de crédit. En termes de flux, les prêts nouveaux versés¹ aux ménages et aux sociétés de location ont atteint 257,5 milliards de francs en 1995, contre 272,8 milliards l'année précédente (- 5,6 %).

Dans le même temps, les encours de crédits investisseurs sont passés de 2 131,2 milliards de francs à 2 158,1 milliards (soit + 1,3 %, contre + 2,6 % en 1994), tandis que l'encours des crédits promoteurs est revenu de 93,1 milliards au 31 décembre 1994 à 69,7 milliards au 31 décembre 1995.

4.1. La répartition des moyens de financement et leur évolution

Crédits promoteurs

La contraction des encours de crédits promoteurs, qui accompagne la chute d'activité de la promotion immobilière depuis l'exercice 1992, s'est poursuivie en 1995.

Toutefois, cette diminution (- 25,1 % sur un an) ne recouvre pas une réduction à due concurrence des engagements de cette nature, en raison, notamment, de l'incidence des classements en créances douteuses et des opérations effectuées dans le cadre de la gestion de ces engagements, en particulier les transferts de créances compromises vers les structures de défaillance ou de cantonnement, que les statistiques disponibles ne permettent pas d'appréhender. Cette variation doit donc être interprétée avec prudence et ne peut, en particulier, faire l'objet de rapprochements directs avec l'évolution des stocks de logements détenus par les promoteurs.

¹ Cette étude, qui constitue un chiffrage provisoire des comptes financiers du logement, est basée sur la distribution, ou versement, de crédits au cours d'un exercice, concept différent de la mise en force, ou production, qui comptabilise un crédit pour sa totalité dès lors qu'un premier versement est intervenu (cf. « Les crédits au logement consentis aux ménages en 1995 » dans le *Bulletin de la Banque de France*, n° 28 - avril 1996, pour un bilan 1995 sur la base des mises en force).

La distribution de nouveaux concours a été relativement modeste en raison de l'atonie du marché. Les établissements de crédit sont demeurés très fermes quant à la prévention des risques : outre les garanties classiques, hypothèques et cautions, ils ont continué d'exiger d'importants apports en fonds propres et des niveaux de pré-commercialisation élevés. De plus, le partenariat entre plusieurs établissements de crédits a été souvent recherché afin d'assurer une meilleure répartition des risques. En outre, les prêteurs sont restés très vigilants sur la localisation géographique et la qualité des programmes à financer. Certains établissements de crédit ont même renoncé, pour l'instant, à intervenir sur ce marché.

Crédits investisseurs

Sur les cinq dernières années, les crédits distribués ont connu une évolution heurtée : après un repli sensible en 1991 et 1992, puis une stabilisation en 1993, ils ont enregistré une forte progression en 1994 (+ 12,3 %) pour s'inscrire, à nouveau, en repli (- 5,6 %) en 1995 ; au cours de cette dernière année, la diminution des concours versés a été plus sensible dans le secteur libre et réglementé (- 6,3 %) que dans le secteur aidé (- 2,8 %).

Les concours distribués aux ménages, qui représentent 84,4 % de la production nouvelle, ont accusé un repli un peu plus important (- 5,8 %) que les crédits aux sociétés de location (- 4,8 %).

Parallèlement au recul des mises en chantier et de la commercialisation de logements neufs, les concours à la construction neuve se sont contractés (- 8,7 %) pour atteindre 100,3 milliards de francs, contre 109,9 milliards en 1994.

Le montant des crédits destinés à l'acquisition de logements anciens s'est inscrit en légère baisse (- 1,8 %). Avec 120,2 milliards de francs, ce secteur conserve une part prépondérante dans les crédits investisseurs, représentant 46,7 % du total, contre 39 % pour la construction neuve.

Les financements affectés aux travaux d'amélioration-gros entretien, qui constituent des masses financières moins importantes (14,4 % des crédits investisseurs), ont accusé un repli de même ampleur (- 8,6 %) que celui de la construction neuve. Les prêts octroyés par la Caisse des dépôts et consignations (CDC) en complément de la subvention Palulos pour la réhabilitation du patrimoine locatif social détenu par les organismes publics et parapublics, accusent une baisse de 21,2 %.

Analysé sous l'angle des réseaux distributeurs, le recul est moins marqué pour les banques et les sociétés financières (- 3,3 %) que pour les autres institutions (- 9,6 %).

Crédits aidés de caractère social

Après quatre années de hausse, la distribution des concours financiers au logement social a enregistré une diminution de 2,8 %, le montant des prêts versés atteignant 52 milliards de francs, soit 20,2 % des financements nouveaux.

Les versements de *prêts locatifs aidés* (PLA) qui contribuent pour l'essentiel (51,7 %) au financement du logement social sont en retrait de 1,5 %. En 1995, 95 000 PLA, dont 30 000 PLA-TS destinés au financement de logements d'insertion, ont été inscrits au budget de l'État, après des enveloppes de 90 000 logements en 1994 et 101 000 en 1993. Au total, 26,9 milliards de francs ont été distribués, la Caisse des dépôts et consignations et le Crédit foncier de France (CCF) étant intervenus respectivement à hauteur de 91,6 % et 8,4 %.

Au sein de l'enveloppe PLA, les financements très sociaux (PLA-TS) pour les plus démunis, qui représentent 1,6 milliard de francs, ont fortement augmenté (+ 46 %), tandis que les PLA ordinaires ont diminué en liaison avec l'érosion des dotations budgétaires, la moindre disponibilité des financements au titre du 1 % logement et la diminution des subventions des collectivités locales.

Face à des dispositifs d'aide au logement devenus peu adaptés au contexte économique et social actuel, les pouvoirs publics ont entrepris de réformer l'accès social à la propriété. En octobre 1995, une avance remboursable ne portant pas intérêt appelée *prêt à taux zéro* (PTZ), s'est substituée au *prêt à l'accession à la propriété* (PAP) et aux avantages fiscaux qui lui étaient attachés.

La suppression des PAP à la fin du troisième trimestre a eu assez peu d'impact sur la distribution de ce type de concours qui a totalisé 19 milliards de francs, soit une baisse de 2,4 % par rapport à l'exercice précédent.

Les versements octroyés au titre du nouveau prêt à taux zéro ont représenté 0,7 milliard de francs. Toutefois, il convient de souligner que cette statistique, qui porte sur une phase de démarrage tributaire de contraintes techniques, ne permet pas d'évaluer la place que ce nouveau produit est appelé à occuper au sein des concours aidés.

Autres crédits investisseurs

Les versements afférents aux prêts locatifs intermédiaires (PLI) consentis par la Caisse des dépôts et consignations et par les institutions financières spécialisées ont connu une sensible augmentation, puisqu'ils se sont élevés à 3,9 milliards de francs, contre 3,5 milliards en 1994.

Après avoir enregistré une progression en 1994, les *prêts conventionnés* ont de nouveau accusé un fort repli (- 25,8 %) au cours de l'exercice. Il convient de noter que les 22,4 milliards de francs distribués à ce titre comportent une part importante de *prêts à l'accession sociale* (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés destinés aux ménages à revenus moyens instaurée en mars 1993. Les mises en force de ces concours, qui représentaient 2,2 milliards de francs en 1993, ont atteint 10,2 milliards en 1994, puis 9,7 milliards en 1995. Également en retrait sur l'ensemble de l'année, les PAS ont toutefois connu un très net accroissement de leur production au dernier trimestre (+ 13,8 %) avec en particulier une progression de 53,4 % en décembre par rapport au même mois de l'année précédente. En effet, le PAS, qui offre la possibilité de bénéficier de l'aide personnalisée au logement (APL), constitue un des principaux financements complémentaires au PTZ. Selon la Société de gestion du fonds de garantie de l'accession sociale (SGFGAS), sur les 15 000 premières offres acceptées de PTZ, 57 % ont été complétées par un PEL, 53 % par un PAS et 37 % par un prêt accordé au titre de la contribution forfaitaire sur les salaires (« 1% logement »)¹.

Au total, la part des prêts conventionnés au sein des flux de crédits investisseurs nouveaux s'est réduite (8,7 %, contre 11,1 % en 1994).

Après avoir été la seule catégorie de crédits non aidés à enregistrer une chute des versements en 1994 (- 11 %), les *prêts d'épargne-logement* ont été, avec les PLI, les seuls crédits à connaître une progression (+ 5 %) en 1995. La part de ce type de concours a représenté 22,9 % des financements non aidés, contre 20,6 % un an auparavant. Les financements destinés aux opérations d'acquisition de logements anciens sont restés prépondérants (47 %), ceux destinés à la construction neuve et aux travaux d'amélioration-gros entretien représentant respectivement 26,7 % et 26,3 % du total des versements.

Les *concours du secteur libre* ont accusé un repli de 7,2 %. La baisse de ces financements, qui entrent pour un peu plus de 46 % dans le total des crédits investisseurs, est essentiellement imputable aux prêts éligibles au marché hypothécaire (- 13,5 %), les concours non éligibles enregistrant une diminution de 4,3 %. Comme les années précédentes, ces prêts ont été dispensés majoritairement dans le secteur de l'acquisition de logements anciens, qui a absorbé 66,2 % des versements, contre 21,8 % pour la construction neuve.

¹ La somme des pourcentages est supérieure à 100 car un prêt à taux zéro peut être complété par plusieurs prêts.

4.2. Le coût du financement

Les crédits à l'habitat à taux fixe ont suivi l'évolution des taux obligataires, avec un décalage de quelques mois.

Le taux moyen mensuel de l'OAT à 10 ans, qui s'établissait à 7,99 % en décembre 1994, s'est progressivement détendu tout au long de l'année, enregistrant une réduction de 61 points de base au cours du premier semestre, puis de 69 points de base au second semestre, pour atteindre 6,69 % en décembre 1995.

Pour les crédits à l'habitat, les taux fixes n'ont guère évolué au cours du premier semestre. Leurs variations se sont inscrites dans une fourchette comprise entre - 10 points de base et + 11 points de base selon les types de prêt et leurs échéances. L'essentiel du mouvement de repli s'est opéré sur le second semestre, sans pour autant dépasser 47 points de base. Au total, les conditions moyennes en fin de période étaient inférieures d'environ 40 points de base à celles constatées à fin 1994.

Sur la même période, le TIOP, principal index de référence des formules à taux révisable, a subi d'importantes fluctuations en liaison avec les perturbations sur les marchés de change, l'échéance à 3 mois ayant été plus affectée que celle à 1 an. Le TIOP à 3 mois, qui se situait à 5,95 % en décembre 1994, a atteint 8,06 % en mars 1995 pour terminer l'année à 5,56 %. Le TIOP à 1 an, qui s'établissait à 6,71 % en décembre 1994, affichait 6,66 % en mars, puis 5,39 % en décembre 1995. Il convient de noter que ces évolutions ont pris place dans un contexte de baisse des taux directeurs de la Banque de France, qui s'établissaient à des niveaux historiquement bas en fin d'année¹.

La détente sur les taux variables des crédits au logement s'est caractérisée par un mouvement plus prononcé que celui des formules à taux fixe et réparti sur l'ensemble de l'année. Ainsi, sur un an, selon les différents types de prêt, la réduction des conditions débitrices a représenté entre 69 points de base et 116 points de base.

Évolution des taux en fonction de la nature des crédits

Dans le secteur aidé, les taux fixes des *prêts locatifs aidés* (PLA) n'ont pas été révisés. Ils s'établissaient à 6,50 % pour ceux distribués par le Crédit foncier de France et à 5,80 % pour ceux consentis par la Caisse des dépôts et consignations. La valeur de l'indice servant de référence aux PLA à taux révisable, qui a augmenté de 0,4 point entre le premier et le deuxième trimestre, a ensuite diminué de 0,1 point au troisième trimestre, puis de 0,4 point au quatrième trimestre. En fin de période, l'index de référence s'inscrivait à 7,80 %, contre 7,90 % en début d'année. En janvier 1995, les taux des prêts locatifs aidés « très sociaux » ont été abaissés d'un point, à 4,80 %.

En ce qui concerne les conditions débitrices applicables aux *prêts aidés à l'accession à la propriété* (PAP), aucune modification n'est intervenue pour les formules à taux fixes qui sont restées comprises entre 6,60 % et 6,95 % selon la durée du prêt. L'indice de référence des formules à taux révisable, après avoir été augmenté de 0,3 point au deuxième trimestre, s'est stabilisé au troisième trimestre, puis a été revu à la baisse en fin d'année. Aussi les formules du régime 1984 ont-elles retrouvé leur niveau de début d'année, soit 6,70 %, et celles du régime 1991 ont-elles enregistré une légère baisse de 0,1 point, à 6,60 %.

Dans le secteur réglementé, aucun changement n'a affecté le taux des *prêts d'épargne-logement*, fixé à 5,54 % ou à 3,75 %, selon que le crédit est octroyé sur la base d'un plan ou d'un compte d'épargne-logement.

¹ Le taux des appels d'offres s'établissait à 4,45 % le 19 décembre 1995 et le taux des prises en pension à 5,85 %, contre respectivement 5,00 % et 6,40 % en fin d'année 1994.

Suivant l'évolution des taux de référence définis par le Crédit foncier de France (8,10 % en décembre 1994, 8,20 % en mars, 8,0 % en juin, 7,65 % en août et 7,45 % en octobre 1995), les taux des *prêts conventionnés ordinaires* n'ont guère varié au premier semestre, puis ont été orientés à la baisse sur le reste de l'année.

Les crédits à taux fixe ont vu leurs conditions débitrices se réduire au cours de l'année. Fin décembre 1995, les taux fixes les plus couramment pratiqués se situaient entre 8,09 % et 8,49 % pour les échéances inférieures à 15 ans, tandis que la fourchette allait de 8,38 % à 8,85 % pour les échéances plus longues. En fin d'année, les conditions moyennes des prêts à taux variable s'étagaient entre 7,38 % et 8,10 %. Les conditions débitrices appliquées aux prêts conventionnés sont donc demeurées inférieures aux *maxima* autorisés qui s'échelonnaient, selon la durée du prêt, entre 10,30 % et 10,75 % à fin juin et entre 9,75 % et 10,20 % à fin décembre.

L'écart de taux entre ce type de concours et les prêts du secteur libre est demeurée faible.

Les conditions débitrices moyennes des *prêts à l'accession sociale* (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés instaurée en 1993, dont les taux *maxima* sont déterminés par rapport au taux de référence des prêts conventionnés « ordinaires » déduction faite d'une marge de 0,6 point, n'ont guère varié au cours de l'année (15 points de base). Toutefois, par rapport aux autres crédits acquéreurs, les différences de taux moyens entre établissements ont été plus importantes et se sont amplifiées en cours d'année. La fourchette des taux moyens à fin 1995 allait de 7,62 % à 8,63 % (101 points de base, contre 50 points de base pour les autres crédits à taux fixe), après 7,96 % à 8,55 % un an auparavant (59 points de base). En décembre, les concours à taux variable affichaient des conditions moyennes qui s'étagaient entre 7,45 % et 8,10 %.

Les crédits à taux fixe du *secteur libre*, éligibles ou non au marché hypothécaire, ont enregistré une détente d'environ 50 points de base de leurs conditions débitrices, laquelle s'est opérée en totalité sur la seconde partie de l'année.

À la fin décembre 1995, les taux effectifs globaux les plus couramment pratiqués par les différents réseaux se situaient entre 8,04 % et 8,57 % pour les concours d'une durée inférieure ou égale à 15 ans et entre 8,38 % et 8,93 % pour les échéances les plus longues.

Les taux variables sont restés orientés à la baisse tout au long de l'année. En fin d'année, les conditions moyennes des formules à taux variable étaient en moyenne inférieures de 70 points de base à leur niveau de l'année précédente et s'étagaient entre 7,64 % et 8,70 %.

Après la baisse intervenue entre la fin décembre 1992 et juin 1994, les taux des *crédits promoteurs* se sont de nouveau tendus sur le premier semestre 1995 (+ 39 points de base), puis se sont assouplis sur la seconde partie de l'année (- 82 points de base). Au total, les taux moyens par réseau s'établissaient à fin décembre 1995 entre 8,94 % et 9,41 %, contre 9,38 % et 10,16 % un an auparavant.

Conditions de distribution

La concurrence entre établissements de crédit s'est poursuivie avec beaucoup d'intensité et a été renforcée, en fin d'année, par la création du prêt à taux zéro, qui a introduit la banalisation de la distribution des crédits aidés aux ménages. Eu égard à la réduction des marges déjà consentie lors des exercices précédents, les établissements de crédit n'ont disposé que d'étroites facultés d'adaptation. La concurrence s'est concentrée sur les taux d'intérêt sans, toutefois, relâcher les critères d'appréciation des risques. Effet de cette politique conduite depuis quelques années, notamment par la mise en place d'outils visant à mieux apprécier la situation de chaque client, de nombreux établissements ont enregistré une réduction du taux des contentieux.

Par contre, les établissements de crédit ont développé la distribution des crédits à taux révisable qui, hormis un coût de ressources moins élevé, présente l'avantage d'endiguer le risque de renégociation. Dans un contexte de taux d'intérêt à court terme orientés à la baisse, les produits à taux révisable, qui ont été adaptés afin de réduire la marge d'incertitude sur le montant futur des mensualités, ont connu un plus grand succès auprès des ménages, pourtant traditionnellement peu favorables à l'endettement à taux variable. Aussi, les formules à taux révisable ont-elles représenté environ 20 % de l'ensemble des crédits distribués en 1995, contre 15 % un an auparavant, ces concours étant le plus fréquemment indexés sur le TIOP et, dans une moindre mesure, sur le TME. Par ailleurs, les établissements de crédit ont poursuivi, avec un certain succès, leur politique visant à accroître la diversité et la souplesse des produits proposés : prêts à échéances modulables, prêts à paliers de remboursement.

La clientèle s'est montrée bien informée sur les conditions pratiquées et a fait jouer la concurrence entre les établissements de crédit. La plupart des projets ont été préparés de longue date et se sont souvent appuyés sur des apports personnels plus importants qu'auparavant. Plus que le niveau des taux d'intérêt, les préoccupations relatives à l'avenir (chômage, mobilité professionnelle ...) ont constitué un frein important à l'investissement immobilier des ménages.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS NOUVEAUX À L'HABITAT CONSENTIS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(flux en milliards de francs – répartition et variation en pourcentage)

	1994		1995		Variation 1995/1994
	Crédits versés	Répartition	Crédits versés	Répartition	
VENTILATION PAR CATÉGORIES DE CONCOURS					
A. CRÉDITS AIDÉS DE CARACTÈRE SOCIAL					
– Prêts locatifs aidés (PLA).....	27,3	10,0	26,9	10,4	-1,5
– Prêts complémentaires Palulos.....	6,6	2,4	5,2	2,0	-21,2
– Prêts accession à la propriété (PAP).....	19,4	7,1	19,0	7,4	-2,1
– Prêts à taux zéro (PTZ).....			0,7	0,3	
– Autres prêts (a).....	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0
TOTAL.....	53,5	19,6	52,0	20,2	-2,8
B. AUTRES CRÉDITS INVESTISSEURS					
– Prêts conventionnés (PC).....	30,2	11,1	22,4	8,7	-25,8
– Prêts principaux d'épargne-logement.....	56,2	20,6	59,0	22,9	5,0
– Prêts éligibles au marché hypothécaire.....	39,3	14,4	34,0	13,2	-13,5
– Autres concours (b).....	90,1	33,0	86,2	33,5	-4,3
– Prêts locatifs intermédiaires (PLI).....	3,5	1,3	3,9	1,5	11,4
TOTAL.....	219,3	80,4	205,5	79,8	-6,3
TOTAL GÉNÉRAL.....	272,8	100,0	257,5	100,0	-5,6
VENTILATION PAR RÉSEAUX DISTRIBUTEURS					
– CDC et caisses d'épargne.....	68,7	25,2	62,3	24,2	-9,3
– CFF et CDE.....	30,8	11,3	27,6	10,7	-10,4
– Autres établissements de crédit (c).....	173,3	63,5	167,6	65,1	-3,3
TOTAL.....	272,8	100,0	257,5	100,0	-5,6
VENTILATION PAR MARCHÉS					
– Construction neuve.....	109,9	40,3	100,3	39,0	-8,7
– Acquisition d'ancien.....	122,4	44,9	120,2	46,7	-1,8
– Amélioration-gros entretien.....	40,5	14,8	37,0	14,4	-8,6
TOTAL.....	272,8	100,0	257,5	100,0	-5,6
VENTILATION PAR SECTEURS BÉNÉFICIAIRES					
– Ménages.....	230,8	84,6	217,3	84,4	-5,8
– Sociétés de location.....	42,0	15,4	40,2	15,6	-4,3
TOTAL.....	272,8	100,0	257,5	100,0	-5,6
(a) Prêts aux fonctionnaires					
(b) Prêts à court, moyen ou long terme des banques, des sociétés financières, des caisses d'épargne et de divers organismes (CDC, CFF et CDE)					
(c) Établissements de crédit : banques AFB, banques populaires, crédit agricole, crédit mutuel, sociétés financières					

L'ANALYSE DES FLUX D'OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE FRANÇAIS

Résultat de l'enquête statistique menée auprès des OPM
au cours du quatrième trimestre de 1995

La Banque de France effectue depuis 1989 une enquête statistique annuelle auprès de son réseau d'opérateurs principaux de marché (OPM), afin de recenser les volumes de transactions sur le marché monétaire.

La présente note commente les résultats de l'enquête menée en 1995. Celle-ci a été réalisée selon une méthodologie identique à celle des précédentes enquêtes annuelles. Les flux de capitaux sont enregistrés sur l'ensemble du quatrième trimestre de l'année, les opérations étant retenues en fonction de la date à laquelle elles ont été engagées, sans tenir compte de leur venue à échéance durant la période de recensement. Les tableaux, qui sont exprimés en millions de francs, présentent la moyenne quotidienne des opérations déclarées sur le trimestre par l'ensemble des OPM, des comparaisons étant le cas échéant effectuées avec l'enquête menée en 1994.

La principale observation qui ressort de ce recensement est la forte progression des flux d'opérations constatée par rapport à l'année précédente sur de nombreux compartiments d'activités. Une telle évolution peut sans doute s'expliquer, pour une bonne part, par les anticipations de baisse des taux qui ont prévalu tout au long du dernier trimestre de 1995, contrairement à ce qui avait été observé au cours du dernier trimestre de 1994. Celles-ci ont en effet contribué à alimenter un regain d'activité significatif tant sur

le compartiment monétaire que sur l'obligataire. Cela étant, la progression de l'activité a également coïncidé avec un sensible accroissement de la taille des bilans bancaires, de l'ordre de 6 % en francs courants, selon les estimations de la Commission bancaire, lié à une certaine reprise de la demande de crédit et à une hausse ponctuelle des dépôts de la clientèle en fin d'année.

LAURENT PAUL
FRÉDÉRIC WILHELM
Direction des Marchés de capitaux
Cellule monétaire

Dans un contexte de fortes anticipations de baisse des taux, le dernier trimestre de l'année 1995 a été marqué par une sensible progression des volumes d'activité dans la plupart des compartiments du marché monétaire. Par rapport aux résultats de la précédente enquête portant sur le dernier trimestre de l'année 1994, les évolutions les plus notables ont été :

- une augmentation des prêts interbancaires de l'ordre de 45 %. Sur le jour le jour, leur volume atteint environ 170 milliards de francs en moyenne quotidienne ;
- une hausse de plus de 80 % des ressources collectées auprès des OPCVM, essentiellement liée aux opérations de moins de 8 jours de durée ;
- une progression de 50 % environ des prêts et des emprunts de francs effectués par le biais de *swaps* de devises ;
- un accroissement des opérations de prêts aux non-résidents de près de 30 % ;
- un doublement du volume des *swaps* de taux d'intérêt et de *FRA*¹ en termes de montant notionnel.

En revanche, les volumes traités sur options de taux ont enregistré une sensible régression par rapport à l'année dernière, à l'exception des *floors* (garanties de taux plancher²) qui ont quelque peu progressé, sans doute en liaison avec les fortes anticipations de baisse des taux qui ont prévalu durant l'ensemble du quatrième trimestre de 1995.

Enfin, la poursuite de l'essor du marché de la pension livrée est nettement confirmée par l'enquête. Par rapport à 1994, celle-ci indique notamment que :

- le volume des opérations de prise et de mise en pension livrée a crû de l'ordre de 45 % ;
- les prises en pensions à 24 heures, qui représentent la moitié des volumes de prises en pension, ont progressé de 75 % ;
- la part de ces opérations, toutes échéances confondues, dans le total des prêts interbancaires des OPM a atteint 37 %, contre 28 % l'année dernière.

¹ « *Forward rate agreements* » – cf. définition au 2.1.

² Cf. définition au 2.3.

1. Les opérations de bilan des OPM

1.1. Prêts réalisés par les OPM sur le marché interbancaire : classement selon la durée et le type des opérations

Sont recensées toutes les transactions avec les établissements relevant de la loi bancaire, à l'exception de celles réalisées avec l'Institut d'émission, quelle que soit leur nature (opérations en blanc ou contre effets).

Un prêt en blanc est un transfert de capitaux sans aucune remise de garantie par l'emprunteur en contrepartie.

Un prêt contre effets non livrés est une opération dans laquelle les titres que l'emprunteur remet en garantie font l'objet d'une simple mise sous dossier. Il peut arriver que la garantie ne soit même pas clairement identifiée.

Une pension livrée comporte la livraison effective des titres par l'emprunteur au compte du prêteur. Celui-ci en restera juridiquement propriétaire jusqu'au dénouement de l'opération.

PRÊTS SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE ENTRE RÉSIDENTS CLASSÉS SELON LEUR DURÉE							
<i>(en millions de francs)</i>							
Durée	Prêt en blanc	Prêt/effets non livrés	Pensions livrées en vrac			Total des prêts en 1995	Variation 1994/1995 en pourcentage
			Bons du Trésor	OAT	Autres supports		
Jour le jour.....	79 725	52 491	23 306	6 279	7 635	169 436	41
Tom next.....	1 385	722	5 394	588	3	8 092	29
> 1 jour et ≤ 8 jours.....	6 282	3 897	12 689	8 702	2 962	34 532	93
> 8 jours et ≤ 1 mois.....	1 398	193	3 333	7 023	1 675	13 621	8
> 1 mois et ≤ 3 mois.....	1 342	279	1 755	3 830	562	7 768	74
> 3 mois et ≤ 6 mois.....	811	154	413	570	457	2 406	71
> 6 mois et ≤ 1 an.....	472	77	72	142	348	1 111	114
> 1 an.....	166	46	12	36	33	294	27
Total.....	91 581	57 859	46 974	27 170	13 675	237 260	45

Alors qu'elles n'avaient guère varié au cours des deux années précédentes, les opérations de prêts aux résidents ont enregistré une progression de 45 % en 1995. Ce mouvement de hausse a touché l'ensemble des échéances avec plus ou moins d'intensité :

- le volume des prêts au jour le jour a augmenté de 41 %, pour atteindre près de 170 milliards de francs par jour ; leur part dans le total des opérations interbancaires diminue toutefois très légèrement, à 71,4 %, contre 73,0 % en 1994 ;

- les volumes ont continué de se renforcer dans les autres secteurs d'activité significatifs qui portent, pour l'essentiel, sur les échéances jusqu'à trois mois. En particulier, le volume des opérations de durée comprise entre 48 heures et une semaine a pratiquement doublé ;

- sur les échéances au-delà de trois mois et jusqu'à un an, les volumes de transactions s'inscrivent aussi en forte progression, tout en restant, il est vrai, à des niveaux modestes.

S'agissant de la répartition des prêts en fonction des différents types d'opérations, la tendance au développement des opérations de pension livrée, déjà notée dans la précédente enquête, est confirmée sans la moindre ambiguïté :

– les pensions livrées représentent 37 % du total des prêts interbancaires, contre 28 % en 1994. Ayant doublé en volume depuis un an, elles constituent aujourd'hui plus de la moitié des transactions sur l'ensemble des échéances à court terme, à l'exception du jour le jour. Ces opérations continuent d'être principalement effectuées contre bons du Trésor ou OAT, mais la part prise par les autres supports (titres de créances négociables et obligations autres que les OAT) tend à s'accroître pour atteindre 16 % du total en 1995 ;

– les opérations en blanc (38,5 % du total, au lieu de 41,0 % en 1994) et les pensions non livrées (24,5 %, contre 31,0 %) voient leur part régresser et tendent à se concentrer sur les termes les plus courts (jour le jour, pour l'essentiel).

Cette répartition diffère sensiblement de celle qui prévalait naguère. Au début des années quatre-vingt-dix, les pensions non livrées représentaient près de 90 % du total des prêts sur le marché interbancaire ; le solde était constitué par les prêts en blanc, les pensions livrées n'occupant qu'une part très marginale (moins de 1 % du total). La pension non livrée a enregistré depuis lors un net déclin. Celui-ci s'est surtout opéré au profit de la pension livrée dont le régime juridique a été définitivement clarifié par le législateur. Toutefois, le prêt en blanc a également partiellement bénéficié de ce mouvement, dès lors que la pension non livrée a été de moins en moins considérée comme un instrument susceptible d'offrir une meilleure sécurité juridique.

1.2. Ressources collectées auprès des OPCVM

Ce tableau recense l'ensemble des ressources collectées par les OPM auprès d'OPCVM (Sicav ou FCP), que ceux-ci soient ou non rattachés à l'établissement déclarant.

TOTAL DES RESSOURCES COLLECTÉES AUPRÈS DES OPCVM				
<i>(en millions de francs)</i>				
Durée	Mises en pensions	Émissions et ventes de TCN émis par l'OPM	Autres	Total
Jour le jour.....	13 914	372	847	15 133
Tom next.....	10 440	2	72	10 515
> 1 jour et ≤ 8 jours.....	10 340	399	184	10 923
> 8 jours et ≤ 1 mois.....	3 491	1 090	248	4 829
> 1 mois et ≤ 3 mois.....	1 473	1 749	526	3 748
> 3 mois et ≤ 6 mois.....	619	467	70	1 156
> 6 mois et ≤ 1 an.....	162	36	16	213
> 1 an.....	8	42	22	72
Total.....	40 447	4 157	1 985	46 589

Le volume des ressources collectées par les OPM auprès d'OPCVM marque une hausse de 83 % par rapport à la précédente enquête, en dépit de la baisse des encours de ces derniers. Cette très forte progression est essentiellement le fait des opérations de moins de 8 jours de durée, qui représentent 78 % du total, contre 71 % lors du recensement de 1994, les opérations à plus d'un mois n'enregistrant qu'une progression de 7 % par rapport à l'année précédente. Cette augmentation reflète également la croissance du volume des mises en pension, dont la majeure partie est effectuée pour des termes inférieurs à 8 jours et qui a pratiquement doublé pour constituer 87 % des flux déclarés, contre 81 % en 1994.

Le montant quotidien des titres de créances négociables souscrits par des OPCVM a, en revanche, enregistré une hausse moins soutenue (59 %) et représente 9 % des flux déclarés, contre 11 % en 1994. Sur un total de 718,4 milliards de francs de certificats de dépôt ou de BMTN émis par les 26 OPM au

cours du dernier trimestre de 1995, 265,8 milliards ont été directement souscrits par des OPCVM, soit une proportion de 37 %, contre 41 % en 1994.

Enfin, le volume des autres opérations (ventes à réméré, mises en pension non livrées, emprunts en blanc) s'est inscrit en léger recul, sa part dans l'ensemble des ressources collectées auprès des OPCVM revenant de 8 % en 1994 à 4 % en 1995.

1.3. Prêts en swap¹ de francs contre toutes devises et emprunts en swap de francs contre toutes devises

Ce tableau retrace l'ensemble des opérations de swaps réalisées avec des contreparties résidentes ou non résidentes, dont une « jambe » est en francs et l'autre en devises, et qui comportent un échange de capital.

(en millions de francs)

Durée	Prêts en swap de francs contre toutes devises		Emprunts en swap de francs contre toutes devises		Différence prêts-emprunts	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents	Total	dont non-résidents
Jour le jour.....	2 666	1 436	334	942	2 826	495
Tom next.....	5 513	9 988	3 158	9 765	2 578	223
> 1 jour et ≤ 8 jours.....	5 595	7 029	5 597	6 898	129	131
> 8 jours et ≤ 1 mois.....	2 172	2 211	2 116	1 900	368	312
> 1 mois et ≤ 3 mois.....	2 059	3 633	2 210	2 812	671	821
> 3 mois et ≤ 6 mois.....	1 143	2 122	1 605	1 436	223	686
> 6 mois et ≤ 1 an.....	385	977	331	875	156	102
> 1 an.....	245	362	201	421	-15	-59
Total.....	19 778	27 758	15 552	25 049	6 936	2 711

Globalement, le volume des prêts en swap s'est élevé à 47,5 milliards de francs en moyenne quotidienne, contre 31 milliards l'année passée, soit une progression de 53 %. Les opérations en sens inverse ont augmenté dans des proportions légèrement inférieures (48 %), pour s'élever à 40,6 milliards de francs, contre 27,3 milliards en 1994. La répartition des flux selon l'origine des contreparties n'a pas enregistré de modification majeure : d'une année à l'autre, la part des non-résidents s'est tout au plus légèrement effritée, passant de 64,2 % à 58,4 % s'agissant des prêts en swap et de 63,4 % à 61,6 % pour ce qui concerne les emprunts.

Au total, les transactions déclarées font ressortir un excédent des prêts sur les emprunts de l'ordre de 7 milliards de francs, contre 3,7 milliards en 1994. Comme l'an passé, il résulte, pour l'essentiel, des opérations conclues avec les agents résidents.

Les prêts de francs sous forme de swap de devises aux résidents revêtent une importance tout à fait significative puisqu'ils équivalent à environ 20 % des prêts consentis à des contreparties interbancaires (tableau au 1.1.). En outre, il est à noter que le volume total des prêts en swap représente plus de 70 % du volume global des prêts consentis aux contreparties interbancaires (tableau au 1.1.) et aux non-résidents (tableau au 1.4.) pour les durées supérieures à un mois.

¹ Échanges financiers

1.4. Prêts et emprunts avec les correspondants non résidents

Ce tableau recense toutes les opérations au comptant effectuées par un OPM avec une contrepartie bancaire non résidente.

PRÊTS ET EMPRUNTS AUX CORRESPONDANTS NON RÉSIDENTS						
<i>(en millions de francs)</i>						
Durée	Prêts	Variation en pourcentage 1994/1995	Dont pensions livrées	Emprunts	Variation en pourcentage 1994/1995	Dont pensions livrées
Jour le jour.....	12 476	52	902	9 997	12	1 359
<i>Tom next</i>	16 302	8	292	3 351	-8	571
> 1 jour et ≤ 8 jours.....	6 418	46	2 703	2 492	3	3 007
> 8 jours et ≤ 1 mois.....	2 209	17	1 609	1 548	36	1 563
> 1 mois et ≤ 3 mois.....	2 550	43	615	1 316	76	832
> 3 mois et ≤ 6 mois.....	995	24	625	364	75	339
> 6 mois et ≤ 1 an	251	25	58	156	-2	21
> 1 an	56	94	1	66	563	3
> 5 ans	1	-98	0	2	-39	0
Total	41 258	27	6 805	19 292	12	7 695

Les opérations de prêt aux non-résidents progressent de 27 % par rapport à 1994. Ce mouvement vient partiellement corriger la forte baisse qui avait affecté cette année-là ce type de transactions. Une telle évolution reflète, dans une certaine mesure, le redressement des positions des investisseurs non résidents sur le marché des valeurs du Trésor observé d'une fin d'année à l'autre, leurs portefeuilles étant en effet en partie financés par des emprunts à court terme en francs.

Les opérations de prêts excèdent nettement les emprunts, qui n'ont progressé que de 11 % par rapport aux résultats de l'enquête 1994.

L'usage des opérations de pension livrée demeure moins répandu qu'en ce qui concerne les transactions entre résidents ; ainsi, pour les prêts aux non-résidents, la proportion des pensions livrées s'élève à 16,5 %, contre 37,0 % pour les prêts à des contreparties résidentes ; en revanche, s'agissant des emprunts, elle atteint désormais 40 %, contre 23 % en 1994.

1.5. Prises en pension livrée en vrac contre tous supports avec toute contrepartie

Ce tableau vise à recenser l'ensemble des opérations de pension livrée réalisées par les OPM. Elles ont été ventilées selon les principales échéances traitées sur le marché : le jour le jour et les quatre durées pour lesquelles la Banque de France établit des taux de référence avec l'aide des spécialistes en pensions de valeurs du Trésor (SPVT).

**PRISES EN PENSION LIVRÉE EN VRAC
CONTRE TOUS SUPPORTS AVEC TOUTES CONTREPARTIES**

(en millions de francs)

	Jour le jour	Tom-next	1 semaine	1 mois	3 mois	Autres échéances
Taux fixe.....	37 778	5 563	10 010	1 909	2 008	3 466
Taux indexé :						
– TMP, T4M.....	2 815	1 046	10 233	8 406	11 141	1 627
– Autres.....	25	5	570	326	534	0
Total.....	40 618	6 614	20 813	10 641	13 683	5 093

La liquidité apparaît fortement concentrée sur les échéances les plus courtes, même si les volumes traités sur le mois et le trois mois sont significatifs.

Les opérations à taux fixe prédominent pour les échéances jusqu'à une semaine. À l'inverse, pour les durées plus longues, ce sont les opérations à taux indexés qui sont privilégiées. Au sein de celles-ci, les références TMP et T4M sont, de loin, les plus utilisées.

Par rapport à l'année 1994, les opérations de pension livrée s'inscrivent en progression sensible sur la plupart des échéances considérées. Cet accroissement, qui est surtout le fait des opérations avec les contreparties interbancaires résidentes (cf. 1.1.), a été néanmoins d'ampleur très variable selon les durées considérées. Les opérations à 24 heures, qui représentent la moitié des volumes de transactions, ont ainsi crû de 75 %, tandis que les opérations à une semaine et à un mois progressaient de 58 % et 44 % respectivement. De même, si les opérations sur les échéances longues ont globalement marqué un tassement, les transactions à trois mois ont très fortement augmenté, au point que leur volume a été multiplié par quatre d'une année à l'autre.

1.6. Opérations sur les marchés secondaires de titres

Ce tableau retrace l'ensemble des opérations sur titres effectuées par les OPM en les ventilant selon leur nature (achats-ventes ferme, pensions livrées, prêts et emprunts de titres).

**OPÉRATIONS SUR LES MARCHÉS SECONDAIRES DE TITRES
POUR COMPTE PROPRE ET COMPTE CLIENTÈLE**

(en millions de francs)

	Bons du Trésor	Autres TCN	OAT
Achats/ventes cumulés.....	52 801	20 036	24 792
Prises et mises en pension livrée en vrac.....	122 365	1 324	79 813
Prêts et emprunts de titres.....	675	0	1 768

Achats-ventes : les volumes de transactions sur les marchés secondaires des OAT et des bons du Trésor ont enregistré une croissance de même ampleur (près de 17 %) qui s'est opérée dans un contexte de sensible détente des rendements sur toutes les échéances. Les échanges sur le marché secondaire des OAT n'en demeurent pas moins en retrait par rapport à ceux effectués sur le marché des bons du Trésor, dont le volume continue d'être environ deux fois supérieur. Les opérations d'achat-vente sur d'autres titres de créances négociables ont, en revanche, enregistré une contraction notable, de l'ordre de 10,6 %.

S'agissant des bons du Trésor, la comparaison avec les volumes globaux des échanges recensés dans le système *Saturne* permet d'estimer la part de marché des OPM à 35 %, contre 42 % lors de la précédente enquête.

Pensions livrées : les bons du Trésor continuent de constituer le principal support utilisé pour les opérations de pension livrée (60 %), au côté des OAT (39 %), tandis que les autres titres de créances négociables conservent une place très marginale. Les chiffres déclarés permettent de confirmer l'ampleur du développement du marché de la pension livrée : les prises et mises en pensions livrées en vrac croissent de 45 % s'agissant des opérations adossées à des bons du Trésor, et de 47 % pour ce qui concerne les transactions garanties par des OAT.

Pour les bons du Trésor, les opérations des OPM représentent 43,5 % des pensions livrées sur ce type de support recensées par le système *Saturne*. S'agissant des OAT, la part des OPM atteindrait 63 % au vu des statistiques communiquées par la Sicovam.

Prêt et emprunt de titres : ce type d'opérations met en jeu des volumes nettement plus limités et ne concerne qu'un nombre relativement réduit d'établissements. Par rapport à l'année 1994, on observe de surcroît une contraction très importante de l'activité sur ce segment de marché : les prêts-emprunts de titres baissent de 83 % pour les bons du Trésor et de 40 % pour les OAT. Il convient toutefois de noter que les prêts et emprunts d'actions ne sont pas recensés par l'enquête, ce qui contribue à minorer quelque peu l'importance de l'usage de l'instrument.

2. Les opérations de hors-bilan des OPM

2.1. Montant notionnel des FRA achetés et vendus

Ce tableau recense l'ensemble des opérations sur FRA effectuées par les OPM. Un « forward rate agreement » (FRA) est un contrat de gré à gré en vertu duquel un opérateur s'engage envers un autre à lui garantir un certain taux d'emprunt d'une somme pendant une période déterminée dont le point de départ se situe à une date future. À cette date, l'une des parties règle à l'autre la différence entre le taux garanti et le taux de marché choisi préalablement comme référence. Le nominal du FRA n'est donc qu'un montant fictif, dit notionnel, servant de base au calcul des intérêts.

ENSEMBLE DES OPÉRATIONS SUR FRA EFFECTUÉES PAR LES OPM								
	Montant notionnel des FRA achetés				Montant notionnel des FRA vendus			
	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties		Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
Pibor.....	1 030	1 290	209	1	1 016	993	791	26
Libor.....	307	1 159	25	58	502	1 098	25	50
Autres.....	0	26	7	0	3	65	1	0
Total.....	1 337	2 475	241	59	1 521	2 156	817	76

En moyenne quotidienne, le volume des *FRA* traités par les OPM s'élève à 8,7 milliards de francs, contre 4,2 milliards en 1994. On peut remarquer une légère prééminence des ventes sur les achats (52 % du total déclaré, soit la proportion inverse à celle de l'année dernière). Comme en 1994, les opérations avec les non-résidents sont assez sensiblement supérieures à celles conclues avec les résidents. En revanche, la référence Libor n'est plus privilégiée par les premiers et enregistre un net repli (moins de 50 % des flux, contre 85 % en 1994). Par ailleurs, les résidents ont eu davantage recours à la référence Pibor que l'année passée (78 %, contre 59 % en 1994). Un temps supplanté par le Libor, le Pibor redevient ainsi le mode d'indexation le plus utilisé, représentant 62 % des volumes d'opérations déclarées (contre 35 % en 1994), ce qui correspond approximativement à un retour aux proportions observées en 1993.

Il est enfin à noter que 86 % des opérations sont effectuées avec des contreparties financières, soit un ordre de grandeur proche de celui de l'enquête 1994.

2.2. Montant notionnel des swaps de taux d'intérêt

Ces tableaux recensent l'ensemble des opérations de swap de taux, dont les deux « jambes » sont en francs, effectuées par les OPM, à l'exception des swaps de structure (taux fixe/taux fixe). Un swap de taux est un échange de deux dettes supportant des taux d'intérêt différents. Comme pour les *FRA*, le montant du capital est notionnel, seuls les flux d'intérêt étant échangés. Le premier tableau concerne des swaps taux fixe/taux variable, le second recense des swaps de base (taux variable/taux variable).

ENSEMBLE DES OPÉRATIONS DE SWAP DE TAUX								
<i>(en millions de francs)</i>								
	Montant notionnel des swaps de taux d'intérêt recevant le taux fixe				Montant notionnel des swaps de taux d'intérêt payant le taux fixe			
	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties		Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
< 1 an.....	37 139	2 789	7 606 (5 647)	183	37 871	1 879	4 944	186
Entre 1 an et 2 ans.....	1 237	211	278 (38)	17	1 265	524	15	15
> 2 ans et ≤ 5 ans.....	1 295	560	324 (18)	34	1 017	703	239	48
> 5ans.....	693	678	133 (1)	90	725	317	173	32
Total.....	40 364	4 238	8 341 (5 704)	324	40 878	3 423	5 371	281
TMP – T4M – TAM.....	38 509	2 868	7 635 (5 629)	158	39 413	1 598	4 834	172
TIOP.....	1 179	1 280	388 (12)	161	993	1 647	162	107
Libor.....	31	74	84 (2)	2	44	81	6	0
Total.....	39 719	4 222	8 107 (5 643)	321	40 450	3 326	5 002	279

La part des OPCVM est donnée entre parenthèses.

Dans l'ensemble, les *swaps* de taux d'intérêt enregistrent une très forte croissance puisque leur volume fait plus que doubler par rapport à 1994. Ce sont les échéances les plus courtes qui marquent la plus forte augmentation, étant entendu que les opérations sont concentrées, pour l'essentiel, sur ces durées. Ainsi, les opérations d'une durée inférieure à un an représentent près de 90 % du total des flux enregistrés.

À la différence de ce qui peut être observé avec les *FRA*, les opérations avec les non-résidents sont limitées et représentent moins de 10 % des flux recensés.

Les volumes respectifs des *swaps* recevant le taux fixe et de ceux recevant le taux variable sont relativement proches. Il convient cependant de noter une légère prééminence de la première catégorie.

Les références de taux variable TMP – T4M – TAM prédominent largement au point de représenter plus de 90 % du volume global des *swaps* taux fixe-taux variable. Contrairement aux *FRA*, et notamment en raison du faible poids des non-résidents dans les opérations de *swap*, la référence Libor joue un rôle très marginal (moins de 1 % du volume global).

MONTANT NOTIONNEL DES SWAPS DE BASE				
<i>(en millions de francs)</i>				
	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
TMP contre TME.....	18	0	3	0
TAM contre TMO	1	0	0	0
Autres	786	30	98	3
Total	805	30	101	3

Les *swaps* de base (taux variable-taux variable), notamment destinés à maintenir constante une marge entre des ressources et des emplois indexés sur des taux différents, sont d'un usage nettement plus rare. Leur montant notionnel ne représente qu'environ 1 % de celui des *swaps* taux fixe-taux variable.

2.3. Montant notionnel des opérations sur options

Ce tableau vise à recenser les opérations d'achat et de vente de différents produits de nature optionnelle réalisées par les OPM avec des contreparties résidentes :

– un *cap* est une garantie de taux plafond pour un emprunt. Il représente pour celui qui l'achète le droit d'emprunter à un taux fixé préalablement pour un montant et une durée déterminés, moyennant le paiement d'une prime ;

– un *floor* est une garantie de taux plancher pour un placement. Il représente pour celui qui l'achète le droit de prêter à un taux d'intérêt plancher préalablement fixé, pour un montant et une durée déterminés, moyennant le paiement d'une prime ;

– un *collar* est une garantie d'une zone de taux d'intérêt par le moyen de la combinaison d'un *cap* et d'un *floor*. Il représente pour celui qui l'achète (par la combinaison d'un achat de *cap* et d'une vente de *floor*) un droit d'emprunter à un taux compris dans une fourchette de fluctuation pour un montant et une durée déterminés, moyennant le paiement d'une prime (net de la prime payée sur le *cap* et de celle encaissée pour le *floor*) ;

– une *swaption* est une option sur *swap* de taux d'intérêt. L'acheteur de l'option se garantit ainsi un taux fixe maximum contre un taux variable (cas d'un emprunteur) ou un taux fixe minimum contre un taux variable (cas d'un prêteur). Il paie une prime au vendeur de l'option qui subira sa décision.

ENSEMBLE DES OPÉRATIONS SUR OPTIONS DE TAUX								
<i>(en millions de francs)</i>								
	Montant notionnel des opérations de ventes				Montant notionnel des opérations d'achats			
	<i>Caps</i>	<i>Floors</i>	<i>Collars</i>	<i>Swaptions</i>	<i>Caps</i>	<i>Floors</i>	<i>Collars</i>	<i>Swaptions</i>
TMP.....	211	207	0	47	152	137	11	35
Pibor.....	232	158	83	276	265	185	3	373
Autres.....	361	683	30	29	87	743	11	16
Total.....	804	1 048	113	352	504	1 065	25	424
< 1 an.....	345	706	53	163	233	825	16	244
Entre 1 an et 2 ans.....	256	120	27	59	89	97	0	31
> 2 ans et ≤ 5 ans.....	86	181	24	73	100	109	0	115
> 5ans.....	116	42	10	57	84	35	10	34
Total.....	803	1 049	114	352	506	1 066	26	424

Les montants des opérations sur options de taux ont enregistré des variations importantes d'une année à l'autre, tout en se maintenant à des niveaux, il est vrai, assez limités. Par rapport à l'enquête menée en 1994, les principaux mouvements ont été les suivants :

- une baisse de 67 % des montants de transactions sur les *caps* et une progression de 13 % des volumes relatifs aux *floors*, qui sont sans doute à mettre au compte de la prédominance des anticipations de baisse des taux durant le dernier trimestre 1995 ;

- une réduction de 70 % des volumes de *collars* : la visibilité relativement bonne sur le sens de l'évolution future des taux qui prévalait durant les derniers mois de l'année 1995 a sans doute largement contribué à cette évolution ;

- une contraction de 72 % des montants de transactions sur les *swaptions*.

En ce qui concerne la répartition des volumes entre les différentes références d'indexation, on observe un déclin des références TMP (18 %, contre 42 %) et Pibor (36 %, au lieu de 54 %) au profit des autres types d'indexation.

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

Lettre du gouverneur, président de la Commission bancaire, à M. Jean-Pierre Ravise, président de l'Association du Forex et des trésoriers de banques

– en date du 3 avril 1996

Par une correspondance antérieure, vous avez sollicité mon accord, conformément à l'article 16 de la loi du 8 août 1994, sur le texte de trois clauses que votre Association souhaite proposer à ses membres d'ajouter à l'annexe D de la convention-cadre relative aux opérations de pension livrée.

La première concerne l'effet des confirmations comportant des stipulations standardisées contraires aux règles posées par la convention-cadre. Votre Association suggère de préciser que les modifications apportées à la convention dans une confirmation ou dans d'autres documents contractuels entre les parties n'auront d'effet que si ladite modification indique expressément que les parties ont bien l'intention de déroger aux règles de la convention-cadre.

Les deux autres adjonctions concernent les conventions-cadres conclues avec une contrepartie membre du New York Stock Exchange et celles qui sont susceptibles de régir des opérations de pension portant sur des actifs soumis à la législation américaine dite « Employee Retirement Income Security Act » (ERISA). Elles consistent à inclure dans ces conventions-cadres des clauses types imposées par les

réglementations américaines régissant ces contreparties ou ces opérations.

Vous m'indiquez que les difficultés que ces trois adjonctions visent à résoudre ont déjà trouvé une solution dans les conventions-cadres de droit anglo-saxon élaborées sous l'égide de la Public Securities Association et de l'International Securities Market Association.

J'ai noté, en outre, que ces clauses ne sont destinées à être incluses que dans les conventions qui sont conclues avec une contrepartie avec laquelle de telles difficultés sont susceptibles de se poser.

Je vous informe que les trois adjonctions suggérées par votre lettre du 29 septembre 1995 recueillent mon approbation.

J'adresse une copie de la présente lettre et de votre demande du 29 septembre 1995 au président de l'Association française des établissements de crédit pour information.

Enfin, je vous précise que j'ai chargé, à l'avenir, le secrétaire général de la Commission bancaire de l'examen des projets de modification de la convention-cadre, lesquels devront lui être adressés par l'intermédiaire de l'Association française des établissements de crédit.

Lettre du gouverneur, président de la Commission bancaire, à M. Michel Freyche, président de l'Association française des établissements de crédit

– en date du 3 avril 1996

Par une lettre du 29 septembre 1995, M. Ravise, président de l'Association Forex et des trésoriers de banques, m'a demandé d'approuver, conformément à l'article 16 de la loi du 8 août 1994, le texte de trois clauses que son Association suggère d'ajouter, en tant que de besoin, à la convention-cadre relative aux opérations de pension livrée.

Je vous prie de trouver, ci-joint, la demande de M. Ravise et la réponse que je lui ai adressée.

Sur un plan plus général, mon attention a été appelée sur deux difficultés que pose le régime des opérations de pension au regard du droit français.

La première difficulté concerne les opérations qui ont continué à être conclues sous l'empire de l'ancien contrat cadre de 1991, après que la nouvelle convention-cadre eut reçu mon approbation.

Dans ma lettre du 15 décembre 1994, j'avais indiqué que je considérais que les opérations régies par l'ancien contrat cadre de 1991 — qui, je vous le rappelle, avait été approuvé par mon prédécesseur le 17 juin 1991 — bénéficiaient des dispositions susvisées de la loi du 8 août 1994. Je comprends bien que le passage de l'ancien contrat cadre à la nouvelle convention nécessite un certain temps, que ce soit pour recueillir la signature des contreparties ou encore en raison du fait que la version en langue anglaise, également approuvée, de la convention-cadre n'a été disponible que quelques mois après la version française.

Pour répondre aux préoccupations émises par certaines grandes banques, je confirme donc que je ne vois aucun inconvénient à ce que les opérations de la période transitoire bénéficient de la possibilité de compensation offerte par la loi du 8 août 1994.

Toutefois, il me semble que cette période transitoire ne saurait se poursuivre au-delà du délai nécessaire à l'adaptation de la documentation juridique des parties en présence et je vous serais donc obligé de bien vouloir appeler à nouveau l'attention de vos adhérents sur l'intérêt qu'il y a de faire signer la nouvelle convention à leurs contreparties.

La deuxième difficulté concerne les opérations de pension régies par des contrats cadres soumis à un droit étranger et notamment par le contrat élaboré par les deux associations anglo-saxonnes Public Securities Association et International Securities Market Association.

Vous comprendrez certainement que je ne puisse donner une approbation formelle à de tels contrats. Cependant, je note que le contrat PSA-ISMA, dans la version qui m'avait été communiquée en

novembre 1994 par l'Association française des banques (AFB), établit un lien très étroit entre les opérations qu'il régit, non seulement par la clause d'unicité stipulée à l'article 13, mais aussi par le mécanisme de maintien de la marge prévu par l'article 4. Ce lien me paraît aussi fort que celui qui découle de la convention-cadre élaborée sous l'égide de l'AFB et suffisant pour que, sous réserve de l'appréciation souveraine des tribunaux, les opérations de pension soumises au contrat PSA-ISMA puissent bénéficier du même régime juridique, notamment en cas de procédure collective, que les opérations soumises à la convention-cadre de l'AFB, que ce soit par application de l'article 16 de la loi du 8 août 1994 susvisée ou par application de l'article 33 de la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires modifiée par la loi du 10 juin 1994.

En dernier lieu, je vous informe que j'ai chargé, à l'avenir, le secrétaire général de la Commission bancaire de l'examen des projets de modification de la convention-cadre, lesquels devront lui être adressés par l'intermédiaire de l'Association française des établissements de crédit.

Je vous serais obligé de porter ces informations à la connaissance de vos adhérents.

J'adresse une copie de cette lettre et des documents joints au président de la Commission des opérations de bourse et aux présidents des autres associations professionnelles concernées.

Communiqué de la Banque de France, relatif au rachat d'écus contre devises lors de l'apurement de la dette contractée envers le Fecom

– en date du 15 mai 1996

La situation arrêtée au 9 mai 1996 fait apparaître l'incidence du rachat contre devises d'une fraction des écus utilisés lors de l'apurement de la dette contractée à fin juillet 1993 envers le Fonds européen de coopération monétaire.

Cette opération ne modifie pas le volume des réserves de change. Elle se traduit par une augmentation de 10 307 millions de francs du poste « Écus » au regard d'une diminution de même montant du poste « Avoirs et placements en devises ». Le solde du poste « Avoirs et

placements en devises » est également affecté par les autres opérations de la semaine.

Commission bancaire

Instruction n° 96-03, relative aux livrets jeunes et aux opérations sur fonds Codevi

– en date du 3 mai 1996

(modifiant l'instruction n° 94-09 relative aux documents destinés à la Commission bancaire)

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

du 1^{er} au 31 mai 1996

Comité de la réglementation bancaire

Règlement n° 96-03 du Comité de la réglementation bancaire publié au Journal officiel du 11 mai 1996 (Arrêté du 23 avril 1996)

Arrêté du 23 avril 1996 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire

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° 96-03 du 23 avril 1996 du Comité de la réglementation bancaire annexé au présent arrêté est homologué.

Article 2. – Le règlement n° 96-03 du 23 avril 1996 est étendu, pour les dispositions qui les concernent, aux services financiers de La Poste et

aux comptables du Trésor assurant un service de dépôt de fonds aux 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° 96-03 du 23 avril 1996

relatif aux conditions de réception et 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 l'article 28 de la loi n° 96-314 du 12 avril 1996 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier ;

Vu le décret n° 96-367 du 2 mai 1996 relatif au livret jeune ;

Vu la décision de caractère général du Conseil national du crédit n° 69-02 du 8 mai 1969, maintenue en vigueur par le règlement n° 84-01 du Comité de la réglementation bancaire du 2 août 1984 ;

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, n° 94-01 du 4 février 1994, n° 96-01 du 23 février 1996 et n° 96-02 du 13 mars 1996 ;

Décide :

Article premier. – Au troisième alinéa du paragraphe B.2 de l'article premier de la décision n° 69-02 susvisée, les mots « ou un compte d'épargne-logement » sont remplacés par les mots « , un compte d'épargne-logement ou un livret jeune ».

Article 2. – L'article 3 modifié du règlement n° 86-13 susvisé est complété ainsi qu'il suit :

« – livret jeune : 4,75 % ».

Règlements n° 96-04, n° 96-05, n° 96-06, n° 96-07, n° 96-08, n° 96-09 et n° 96-10 du Comité de la réglementation bancaire publiés au Journal officiel du 29 mai 1996 (Arrêté du 28 mai 1996)

Arrêté du 28 mai 1996 portant homologation de règlements du Comité de la réglementation bancaire

Le ministre de l'Économie et des Finances,

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 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. – Les règlements n° 96-04, n° 96-05, n° 96-06, n° 96-07, n° 96-08, n° 96-09 et n° 96-10 du 24 mai 1996 du Comité de la réglementation bancaire annexés au présent arrêté sont homologués.

Article 2. – Le règlement n° 96-04 du 24 mai 1996 est étendu, pour les dispositions qui les concernent, aux services financiers de La Poste et aux comptes du Trésor assurant un service de dépôts de fonds de particuliers.

Article 3. – Le présent arrêté et les règlements qui lui sont annexés seront publiés au Journal officiel de la République française.

ANNEXE

Règlement n° 96-04 du 24 mai 1996

modifiant le règlement n° 90-05 du 11 avril 1990 relatif au fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP)

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu les articles L 331-1 à L 332-3 du Code de la consommation, modifiés par la loi n° 95-125 du 8 février 1995, ainsi que ses articles L 333-4 à L 333-6 ;

Vu la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978 relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés ;

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment ses articles 3, 33, 45 et 57 ;

Vu le règlement n° 90-05 du 11 avril 1990 relatif au fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP), modifié par le règlement n° 93-04 du 19 mars 1993 ;

Vu l'avis en date du 19 mars 1996 émis par la Commission nationale de l'informatique et des libertés ;

Vu l'avis en date du 4 janvier 1996 émis par le Comité consultatif institué par l'article 59 de la loi du 24 janvier 1984 susvisée,

Décide :

Article premier. – 1.1. À l'article premier, premier alinéa, du règlement n° 90-05 susvisé, les mots « ainsi qu'à des personnes physiques de nationalité française domiciliées hors de France, » sont insérés après les mots « et dans la collectivité territoriale de Saint-Pierre et Miquelon ».

1.2. La première phrase de l'alinéa 2 du même article est remplacée par le texte suivant :

« La Banque de France assure la centralisation des informations sur les incidents de paiement caractérisés ainsi que des mesures conventionnelles ou judiciaires mentionnées au Titre III du Livre III du Code de la consommation lorsque celles-ci concernent des débiteurs domiciliés en France métropolitaine ou des débiteurs de nationalité française domiciliés hors de France. Sont considérées comme mesures judiciaires pour l'application du présent règlement les recommandations émises par la commission visée à l'article L 331-1 dudit code auxquelles le juge a conféré force exécutoire en application de l'article L 332-1 ainsi que les mesures prises par le juge statuant dans le cadre de la procédure prévue aux articles L 332-2 et L 332-3 ».

Article 2. – À l'article 3b du règlement n° 90-05 susvisé, les mots « au moins égal à 1 000 francs » sont remplacés par les mots « au moins égal à 3 000 francs ».

Article 3. – Il est introduit, après l'article 5 du règlement n° 90-05 susvisé, un article 5 bis ainsi rédigé :

« Lorsqu'un incident caractérisé ayant affecté le remboursement d'un crédit donné est enregistré dans le Fichier, il n'est procédé à aucune nouvelle déclaration au titre du même crédit en cas de survenance d'autres incidents ou de prononcé de la déchéance du terme ou d'engagement d'une procédure judiciaire ».

Article 4. – 4.1. À l'alinéa 2 de l'article 8 du règlement n° 90-05 susvisé, les mots « pendant 3 ans » sont remplacés par les mots « pendant cinq ans ».

4.2. La première phrase du quatrième alinéa de l'article 8 précité est rédigée ainsi qu'il suit :

« Les informations concernant les mesures mentionnées au Titre III du Livre III du Code de la consommation sont communiquées à la Banque de France par la commission visée à l'article L 331-1 dudit code, lorsqu'il s'agit d'un plan conventionnel de redressement approuvé dans les conditions prévues à l'article L 331-6 ou de recommandations homologuées en application de l'article L 332-1, et par le juge lorsqu'il s'agit de mesures prises par ce dernier dans le cadre des articles L 332-2 et L 332-3. »

4.3. À la deuxième phrase du même alinéa, les mots « de règlement » sont supprimés, les mots « mesures judiciaires » sont substitués aux mots « mesures de redressement judiciaire » et les mots « de l'ordonnance ou » sont insérés avant les mots « du jugement définitif ».

Article 5. – À l'article 10, dernier alinéa, à l'article 12 et à l'article 13, premier alinéa, du règlement n° 90-05 susvisé, les mots « conformément aux dispositions de l'article L 333-4 du Code de la consommation » sont substitués aux mots « conformément aux dispositions de l'article 23 de la loi du 31 décembre 1989 susvisée ».

Article 6. – Les dispositions des articles premier et 4, à l'exception du point 4.1, s'appliquent à compter de l'entrée en vigueur de la loi n° 95-125 du 8 février 1995 susvisée.

Règlement n° 96-05 du 24 mai 1996

modifiant le règlement n° 91-03 du 16 janvier 1991 relatif à l'établissement et à la publication des situations trimestrielles et du tableau d'activité et de résultats semestriels individuels et consolidés des 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 33-7° ;

Vu la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales, notamment son article 341-1 ;

Vu le décret n° 67-236 du 23 mars 1967 modifié sur les sociétés commerciales, notamment son article 297-1 ;

Vu le règlement n° 91-03 du 16 janvier 1991 relatif à l'établissement et à la publication des situations trimestrielles et du tableau d'activité et de résultats semestriels individuels et consolidés des établissements de crédit, modifié par les règlements n° 93-08 du 21 décembre 1993 et n° 95-04 du 21 juillet 1995,

Décide :

Article premier. – Aux points 3.2 et 3.3 de l'article 3 du règlement n° 91-03 modifié susvisé sont supprimés les mots « Il peut comporter, à l'initiative des établissements assujettis, tous éléments d'information complémentaires significatifs et être accompagné de commentaires ».

Article 2. – Les points 3.1 et 3.3 de l'article 3 du règlement n° 91-03 modifié susvisé sont complétés par deux alinéas ainsi rédigés :

« Ce tableau est accompagné d'un rapport commentant les données chiffrées et décrivant l'activité au cours de la période ainsi que son évolution prévisible au cours de l'exercice et les événements importants survenus au cours du semestre écoulé.

Le tableau et le rapport sont accompagnés de l'attestation des commissaires aux comptes sur la sincérité des informations données. »

Règlement n° 96-06 du 24 mai 1996

modifiant divers règlements relatifs à la consolidation et à la surveillance prudentielle des établissements de crédit

Le Comité de la réglementation bancaire,

Vu la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales, notamment son article 357-1 ;

Vu la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 modifiée relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment ses articles 9-1, 33, 54, 55 et 73 ;

Vu la directive 92/30/CEE du Conseil du 6 avril 1992 sur la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée, rendue applicable à l'Espace économique européen par la décision n° 7/94 du 21 mars 1994 du comité mixte de l'Espace économique européen ;

Vu la directive 92/121/CEE du Conseil du 21 décembre 1992 relative à la surveillance et au contrôle des grands risques des établissements de crédit, adaptée à la suite de l'adhésion de nouveaux États membres à l'Union européenne et rendue applicable à l'Espace économique européen par la décision n° 7/94 du 21 mars 1994 du comité mixte de l'Espace économique européen ;

Vu le règlement n° 85-12 relatif à la consolidation des comptes des établissements de crédit et des compagnies financières, modifié par les règlements n° 90-06 du 20 juin 1990, n° 91-02 du 16 janvier 1991 et n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

Vu le règlement n° 90-06 du 20 juin 1990 relatif aux participations dans le capital d'entreprises, modifié par le règlement n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

Vu le règlement n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité, modifié par les règlements n° 93-05 du 21 décembre 1993, n° 94-03 du 8 décembre 1994, n° 95-02 et n° 95-05 du 21 juillet 1995 ;

Vu le règlement n° 93-05 du 21 décembre 1993 relatif au contrôle des grands risques, modifié par le règlement n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

Vu le règlement n° 94-03 du 8 décembre 1994 relatif aux compagnies financières et portant modification de divers règlements concernant la surveillance des établissements de crédit sur une base consolidée ;

Vu le règlement n° 95-02 du 21 juillet 1995 relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché,

Décide :

Article premier. – Dans l'article 7 du règlement n° 85-12 susvisé, les mots « ou lorsqu'elle a décidé que des normes de gestion doivent également être respectées par ces entreprises mères » sont ajoutés à la fin du dernier alinéa.

Article 2. – Il est ajouté à l'article 6 du règlement n° 90-06 susvisé un troisième alinéa ainsi rédigé :

« Nonobstant les dispositions de l'alinéa précédent, la Commission bancaire peut décider que les dispositions du présent règlement doivent être également respectées sur une base individuelle ou, le cas échéant, sous-consolidée, par l'ensemble ou certains des établissements assujettis inclus dans le périmètre de la consolidation prévu en application de l'article premier ou du premier alinéa de l'article 7 du règlement n° 85-12 susvisé, dans les cas suivants :

« – lorsqu'il n'existe pas à l'intérieur du groupe une répartition des fonds propres adaptée aux risques des établissements assujettis considérés,

« – lorsque la Commission bancaire a ouvert une procédure disciplinaire à l'encontre de la compagnie financière ou de l'établissement de crédit contrôlant de manière exclusive le ou les établissements assujettis considérés, en raison du non-respect des dispositions prises en application des articles 40 et 43 de la loi n° 84-46 susvisée ou d'une infraction aux dispositions du présent règlement ou des normes édictées en application des 6° ou 7° de l'article 33 ».

Article 3. – Le règlement n° 91-05 susvisé est modifié comme suit.

I. – Il est inséré, après le deuxième alinéa de l'article 6, un alinéa ainsi rédigé :

« Nonobstant les dispositions de l'alinéa précédent, la Commission bancaire peut décider que les dispositions du présent règlement doivent être également respectées sur une base

individuelle ou, le cas échéant, sous-consolidée, par l'ensemble ou certains des établissements de crédit inclus dans le périmètre de la consolidation prévu en application de l'article premier ou du premier alinéa de l'article 7 du règlement n° 85-12 susvisé dans les cas suivants :

« – lorsqu'il n'existe pas à l'intérieur du groupe une répartition des fonds propres adaptée aux risques des établissements de crédit considérés ;

« – lorsque la Commission bancaire a ouvert une procédure disciplinaire à l'encontre de la compagnie financière ou de l'établissement de crédit contrôlant de manière exclusive le ou les établissements de crédit considérés, en raison du non-respect des dispositions prises en application des articles 40 et 43 de la loi n° 84-46 susvisée ou d'une infraction aux dispositions du présent règlement ou des autres normes édictées en application des 3°, 6° ou 7° de l'article 33 ».

II. – Les termes « répartition du capital » sont remplacés par les termes « répartition des fonds propres » dans le premier alinéa de l'article 9.

Article 4. – Le règlement n° 93-05 susvisé est modifié comme suit.

I. – L'article 3 est ainsi rédigé :

« Pour l'application du présent règlement, sont considérées comme un même bénéficiaire les personnes physiques ou morales qui sont liées de telle sorte qu'il est probable que si l'une d'entre elles rencontre des problèmes financiers, les autres connaîtraient des difficultés de remboursement. De tels liens sont présumés exister entre deux ou plusieurs personnes physiques ou morales dans les cas suivants :

« 1° les personnes qui ont des liens de capitaux tels que l'une d'entre elles exerce sur les autres, directement ou indirectement, un pouvoir de contrôle exclusif ou conjoint au sens de l'article 357-1 de la loi du 24 juillet 1966, ou qui sont soumises à une direction de fait commune ;

« 2° les personnes qui sont des collectivités territoriales ou des établissements publics et qui ont des liens de dépendance financière entre elles ;

« 3° les personnes qui sont liées par des contrats de garantie croisés ou qui entretiennent entre elles des relations d'affaires prépondérantes,

notamment lorsqu'elles sont liées par des contrats de sous-traitance ou de franchise.

« La Commission bancaire peut toutefois autoriser un établissement à ne pas considérer comme un même bénéficiaire les personnes visées aux 1°, 2° et 3° de l'alinéa précédent si l'établissement apporte la preuve que ces personnes sont suffisamment indépendantes les unes des autres pour que l'on puisse estimer, compte tenu de la prudence nécessaire, que les problèmes financiers rencontrés par l'une de ces personnes n'entraîneront pas des difficultés de remboursement chez les autres. »

II. – Il est inséré après le deuxième alinéa de l'article 8 un alinéa ainsi rédigé :

« Nonobstant les dispositions de l'alinéa précédent, la Commission bancaire peut décider que les dispositions du présent règlement doivent être également respectées sur une base individuelle ou, le cas échéant, sous-consolidée, par l'ensemble ou certains des établissements de crédit inclus dans le périmètre de la consolidation prévu en application de l'article premier ou du premier alinéa de l'article 7 du règlement n° 85-12 susvisé, dans les cas suivants :

« – lorsqu'il n'existe pas à l'intérieur du groupe une répartition des fonds propres adaptée aux risques des établissements de crédit considérés,

« – lorsque la Commission bancaire a ouvert une procédure disciplinaire à l'encontre de la compagnie financière ou de l'établissement de crédit contrôlant de manière exclusive le ou les établissements de crédit considérés, en raison du non-respect des dispositions prises en application des articles 40 et 43 de la loi n° 84-46 susvisée, ou d'une infraction aux dispositions du présent règlement ou des autres normes édictées en application des 3°, 6° ou 7° de l'article 33. »

III. – Dans le deuxième alinéa de l'article 12, les mots « la répartition du capital » sont remplacés par « la répartition des fonds propres ».

Article 5. – Le deuxième alinéa du point 1 de l'article 8 du règlement n° 95-02 susvisé est ainsi rédigé :

« Nonobstant les dispositions de l'alinéa précédent, la Commission bancaire peut décider que les dispositions du présent règlement doivent être également respectées sur une base

individuelle ou, le cas échéant, sous-consolidée, par l'ensemble ou certains des établissements de crédit inclus dans le périmètre de consolidation prévu en application de l'article premier ou du premier alinéa de l'article 7 du règlement n° 85-12 susvisé, dans les cas suivants :

« – lorsqu'il n'existe pas à l'intérieur du groupe une répartition des fonds propres adaptée aux risques des établissements de crédit considérés ;

« – lorsque la Commission bancaire a ouvert une procédure disciplinaire à l'encontre de la compagnie financière ou de l'établissement de crédit contrôlant de manière exclusive le ou les établissements de crédit considérés, en raison du non-respect des dispositions prises en application des articles 40 et 43 de la loi n° 84-46 susvisée, ou d'une infraction aux dispositions du présent règlement ou des autres normes édictées en application des 3°, 6° ou 7° de l'article 33. »

Règlement n° 96-07 du 24 mai 1996

modifiant le règlement n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité

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 ses articles 33 et 51 ;

Vu la directive 89/647/CEE du 18 décembre 1989 du Conseil des communautés européennes relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit, modifiée par les directives de la Commission des communautés européennes 91/31/CEE du 19 décembre 1990, 94/7/CE du 15 mars 1994, 95/15/CE du 31 mai 1995 et 95/67/CE du 15 décembre 1995 ;

Vu la directive 95/67/CE du 15 décembre 1995 de la Commission des communautés européennes portant adaptation technique de la directive 89/647/CEE du Conseil, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit en ce qui concerne la définition des banques multilatérales de développement ;

Vu le règlement n° 91-05 du 15 février 1991 relatif au ratio de solvabilité, modifié par les règlements n° 93-05 du 21 décembre 1993, n° 94-03 du

8 décembre 1994, n° 95-02 et n° 95-05 du 21 juillet 1995,

Décide :

Article premier. – L'annexe I du règlement n° 91-05 modifié susvisé est complétée par les termes suivants : « Société interaméricaine d'investissement. ».

Article 2. – L'annexe IV du règlement n° 91-05 modifié susvisé est complétée par les termes suivants :

« – Suède :

« – risques sur les communes (Sveriges kommuner), les unions de communes (Kommunalförbund), les grandes communes (Sveriges Landsting) et les instituts (Instituts) ».

Article 3. – L'annexe V du règlement n° 91-05 modifié susvisé est remplacée par le texte suivant :

« ÉTATS MEMBRES DE L'UNION EUROPÉENNE OU PARTIES À L'ACCORD SUR L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN

« – Allemagne

« – Autriche

« – Belgique

« – Danemark

« – Espagne

« – Finlande

« – France

« – Grèce

« – Irlande

« – Islande

« – Italie

« – Liechtenstein

« – Luxembourg

« – Norvège

« – Pays-Bas

« – Portugal

« – Royaume-Uni

« – Suède

« AUTRES PAYS MEMBRES DE L'OCDE

« – Australie

« – Canada

« – États-Unis

« – Japon

« – Mexique

« – Nouvelle-Zélande

« – République tchèque

« – Suisse

« – Turquie

« PAYS AYANT CONCLU DES ACCORDS SPÉCIAUX DE PRÊT AVEC LE FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI) DANS LE CADRE DES ACCORDS GÉNÉRAUX D'EMPRUNT DU FMI

« Arabie Saoudite ».

Règlement n° 96-08 du 24 mai 1996

modifiant le règlement n° 95-02 du 21 juillet 1995 relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché et fixant la liste des organismes d'évaluation et des catégories minimales de notation

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 ses articles 33 et 51 ;

Vu la directive 93/6/CEE du Conseil de l'Union européenne du 15 mars 1993 relative à l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, rendue applicable à l'Espace économique européen par la décision n° 7/94 du 21 mars 1994 du comité mixte de l'Espace économique européen ;

Vu le règlement n° 89-02 du 22 juin 1989 relatif à la surveillance des positions de change modifié par les règlements n° 90-02 du 23 février 1990, n° 92-08 du 17 juillet 1992 et n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

Vu le règlement n° 95-02 du 21 juillet 1995 relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché, notamment son article 7.3,

Décide :

Article premier. – Les trois derniers alinéas du point c) de l'article 7.3 du règlement n° 95-02 susvisé sont remplacés par les dispositions suivantes :

« Si la première de ces trois conditions n'est pas remplie, l'émetteur peut cependant être considéré comme éligible si le niveau de risque mentionné dans la troisième condition a été évalué par au moins un organisme reconnu d'évaluation qui a fondé son analyse sur la rentabilité, la structure du

bilan (au niveau consolidé s'il s'agit d'un groupe) et le tableau de financement de l'émetteur. Un émetteur peut aussi être considéré comme éligible si ses dettes bancaires, telles que précisées en annexe VIII du présent règlement, sont acceptées au refinancement auprès de la Banque de France.

La ou les évaluations de l'émetteur ne doivent pas laisser apparaître que sa solvabilité suscite une attention ou des réserves particulières ou que la détention de ses titres présente un caractère spéculatif.

Si un émetteur a fait l'objet de notations par plusieurs organismes reconnus, il ne peut être considéré comme éligible que s'il a obtenu au moins deux notations acceptées.

La liste des organismes d'évaluation reconnus et des catégories de notation minimales acceptées figure en annexe VIII au présent règlement. »

Article 2. – Une annexe VIII est ajoutée au règlement n° 95-02 susvisé, dont le texte figure en annexe au présent règlement.

Article 3. – Le règlement n° 89-02 modifié susvisé est abrogé à compter du 30 juin 1996.

ANNEXE

Annexe VIII au règlement n° 95-02

1. Dettes bancaires des émetteurs bénéficiant de l'éligibilité en vertu du deuxième alinéa de l'article 7.3

Les dettes bancaires admises au refinancement de la Banque de France visées à l'article 7.3 du présent règlement sont les créances privées définies par les décisions du Conseil de la politique monétaire et leurs textes d'application, conformément au deuxième alinéa de l'article 7 de la loi n° 93-980 du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France.

2. Liste des organismes d'évaluation reconnus et des catégories minimales de notation acceptées visée au dernier alinéa de l'article 7.3 du présent règlement

	LONG TERME	COURT TERME
– Canadian Bond Rating Service	B++low	A-3
– Dominion Bond Rating Service	BBBlow	R-2
– Duff and Phelps, Inc.	BBB-	F-3
– Fitch Investors Service, Inc.	BBB-	F-3
– IBCA Notation	BBB-	A3
– Japan Credit Rating Agency, Ltd	BBB-	J-2
– Moody's France	Baa3	P-3
– Moody's Investors Service	Baa3	P-3
– Nippon Investor Services, Inc.	BBB-	A-3
– Standard and Poor's – Adef	BBB3	T2
– Standard and Poor's International	BBB-	A-3
– The Japan Bond Research Institute	BBB-	A-2
– Thomson Bankwatch	BBB-	A3

Règlement n° 96-09 du 24 mai 1996

modifiant le règlement n° 91-05 relatif au ratio de solvabilité

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 ses articles 33 et 51 ;

Vu la directive 96/10/CE du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne du 21 mars 1996 modifiant la directive 89/647/CEE en ce qui concerne la reconnaissance par les autorités compétentes des contrats de novation et des conventions de compensation ;

Vu le règlement n° 91-05 relatif au ratio de solvabilité, modifié par les règlements n° 93-05 du 21 décembre 1993, n° 94-03 du 8 décembre 1994, n° 95-02 du 21 juillet 1995 et n° 95-05 du 21 juillet 1995 ;

Vu le règlement n° 95-02 du 21 juillet 1995 relatif à la surveillance prudentielle des risques de marché,

Décide :

Article premier. – À l'article 4 du règlement n° 91-05 modifié susvisé, le point 4.1 est remplacé par les dispositions suivantes :

« 4.1. Le dénominateur du ratio comprend l'ensemble des éléments d'actif et de hors-bilan,

hors portefeuille de négociation pour les établissements soumis à l'exigence globale de fonds propres telle que définie à l'article 2.1 du règlement n° 95-02, affectés d'un taux de pondération en fonction de leur niveau de risque de crédit. Toutefois les éléments du portefeuille de négociation visés au point 4.3.4 sont réintégrés dans le dénominateur.

« Sont exclus les éléments qui sont déduits des fonds propres conformément au règlement n° 90-02 modifié susvisé. »

Article 2. – À l'article 4 du règlement n° 91-05 modifié susvisé, le point 4.3.2 est modifié dans les conditions suivantes :

a) Le troisième alinéa est supprimé.

b) Le quatrième alinéa est remplacé par les dispositions suivantes :

« Les contrats négociés sur un marché organisé qui prévoit le versement de marges journalières, ainsi que les contrats de taux de change d'une durée initiale ne dépassant pas quatorze jours de calendrier, sont exclus du dénominateur du ratio. Les options sur taux d'intérêt ou devises vendues en sont également exclues sauf pour le calcul du montant net résultant de l'application des effets d'un accord de novation ou d'une convention de compensation respectant les conditions du point 4.3.3. ».

Article 3. – À l'article 4 du règlement n° 91-05 modifié susvisé, sont ajoutées les dispositions suivantes :

« 4.3.3. Lorsqu'un établissement a conclu avec sa contrepartie un accord bilatéral de novation ou une convention bilatérale de compensation, le montant retenu pour l'évaluation des instruments de hors bilan sur taux d'intérêt, taux de change et éléments assimilés est le montant calculé suivant les modalités prévues au second paragraphe du point 1.1, au second paragraphe du point 1.2 et au b) du point 2.1 de l'annexe III sous réserve des conditions suivantes :

« a) l'accord ou la convention crée une obligation juridique unique qui, pour les contrats qu'il ou elle régit, entraîne en cas de défaillance, de faillite ou de liquidation de la contrepartie ou de toute autre circonstance similaire le droit pour l'établissement de recevoir ou l'obligation de payer le solde net

des valeurs de marché des transactions concernées ;

« b) l'établissement dispose d'avis juridiques écrits et motivés permettant de considérer qu'en cas de litige, dans les cas visés au paragraphe précédent les créances et dettes de l'établissement seraient limitées au solde net mentionné ci-dessus, en vertu du droit applicable :

« . dans le territoire où se situe le siège de la contrepartie,

« . dans le territoire où est située la succursale, le cas échéant,

« . aux transactions concernées, y compris l'accord de novation ou la convention de compensation,

« . à tout autre contrat nécessaire pour leur exécution ;

« c) l'établissement a instauré des procédures permettant de s'assurer en permanence de la validité de l'accord de novation ou de la convention de compensation au cas où les législations ou les réglementations mentionnées ci-dessus seraient modifiées ;

« d) l'accord ou la convention ne doit pas comporter de clause de forfait en cas de défaillance.

« Les contrats des accords de novation ou des conventions de compensation, ainsi que les avis juridiques afférents sont tenus à la disposition du secrétariat général de la Commission bancaire.

« La Commission bancaire peut s'opposer à la prise en compte de ces accords ou de ces conventions si elle estime que leur validité n'est pas assurée, après consultation, le cas échéant, des autorités compétentes des autres États membres concernées. »

Article 4. – À l'article 4 du règlement n° 91-05 modifié susvisé, sont ajoutées les dispositions suivantes :

« 4.3.4. Lorsqu'un même accord de novation ou une même convention de compensation satisfaisant aux conditions du point 4.3.3 régit des éléments appartenant au portefeuille de négociation tels que définis au point 2.1 du règlement n° 95-02 et des éléments qui n'en font pas partie, l'établissement doit réintégrer dans le dénominateur du ratio visé au point 4.1 l'ensemble

de ces éléments évalués conformément aux dispositions de l'annexe III du présent règlement. »

Article 5. – L'annexe III du règlement n° 91-05 modifié susvisé est modifiée dans les conditions suivantes :

5.1. Le point 1.1 est remplacé par les dispositions suivantes :

« 1.1. Lorsqu'un contrat n'est pas inclus dans un accord de novation ou une convention de compensation respectant les conditions du point 4.3.3, son coût de remplacement est égal à sa valeur de marché, si celle-ci est positive. Dans le cas contraire, le coût est nul.

« Lorsque des contrats sont régis par un même accord de novation ou une même convention de compensation, respectant les conditions fixées au point 4.3.3, le coût de remplacement est le solde net des valeurs de marché de ces contrats, lorsqu'il est positif. Dans le cas contraire, le coût est nul. Les options vendues sont prises en compte pour le calcul de la compensation. »

5.2. Le point 1.2 est remplacé par les dispositions suivantes :

« 1.2. Le montant notionnel de tous les contrats est affecté des pondérations suivantes en fonction de leur durée résiduelle.

DURÉE RÉSIDUELLE	CONTRATS sur taux d'intérêt	CONTRATS sur taux de change
≤ 1 an	néant	1 %
> 1 an	0,5 %	5 %

« Si des opérations de change à terme et assimilées sont soumises à une même convention de compensation respectant les conditions fixées à l'article 4.3.3, le montant net peut être retenu lorsque les flux faisant l'objet de la compensation sont libellés dans la même devise et exigibles à la même date de valeur. »

5.3. Le point 2.1 est remplacé par les dispositions suivantes :

« 2.1. a) Lorsque des contrats ne sont pas inclus dans un accord de novation ou une convention de compensation satisfaisant aux conditions de l'article 4.3.3, leur montant notionnel est affecté des pondérations suivantes en fonction de leur durée initiale.

DURÉE INITIALE	CONTRATS sur taux d'intérêt	CONTRATS sur taux de change
≤ 1 an	0,5 %	2 %
1 an < échéance ≤ 2 ans	1,0 %	5 %
Par année supplémentaire	1,0 %	3 %

« Pour les contrats sur taux d'intérêt, les établissements peuvent toutefois se référer à la durée résiduelle dans la mesure où leur activité le justifie. La Commission bancaire peut s'y opposer si elle estime que cette condition n'est pas remplie.

« b) Lorsque des contrats sont inclus dans un même accord de novation ou une même convention de compensation respectant les conditions de l'article 4.3.3, leur montant notionnel est affecté des pondérations suivantes en fonction de leur durée initiale.

DURÉE INITIALE	CONTRATS sur taux d'intérêt	CONTRATS sur taux de change
≤ 1 an	0,35 %	1,50 %
1 an < échéance ≤ 2 ans	0,75 %	3,75 %
Par année supplémentaire	0,75 %	2,25 %

« Si les opérations de change à terme et assimilées sont soumises à une même convention de compensation, satisfaisant aux conditions du point 4.3.3 du présent règlement, le montant net peut être retenu lorsque les flux sont libellés dans la même devise et exigibles à la même date de valeur, les pondérations à appliquer sont alors celles visées au a).

« Pour les contrats sur taux d'intérêt, les établissements peuvent toutefois se référer à la durée résiduelle dans la mesure où leur activité le justifie. La Commission bancaire peut s'y opposer si elle estime que cette condition n'est pas remplie. »

Article 6. – À l'annexe IV du règlement n° 95-02 susvisé, le point 4 est complété par les dispositions suivantes :

« Les instruments dérivés de gré à gré inclus dans le dénominateur du ratio de solvabilité en vertu du point 4.3.4 du règlement n° 91-05 modifié susvisé ne supportent pas d'exigence en fonds propres au titre du risque de règlement-contrepartie. »

Règlement n° 96-10 du 24 mai 1996

relatif aux titres de créances émis par la Caisse d'amortissement de la dette sociale

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 ses articles 33 et 51 ;

Vu la loi n° 91-716 du 26 juillet 1991 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier, notamment son article 19 ;

Vu l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996 relative au remboursement de la dette sociale, notamment son article 5 ;

Vu le règlement n° 88-01 du 22 février 1988 relatif à la liquidité, modifié par les règlements n° 90-02 et n° 90-04 du 23 février 1990, n° 92-06 du 17 juillet 1992 et n° 94-03 du 8 décembre 1994 ;

Vu le règlement n° 92-03 du 17 février 1992 relatif aux titres de créances négociables, modifié par les règlements n° 93-02 du 19 mars 1993 et n° 94-06 du 8 décembre 1994,

Décide :

Article premier. – Les paragraphes 4°, 5° et 7° de l'article 3 du règlement n° 88-01 modifié susvisé sont remplacés par les dispositions suivantes :

« 4° 100 % des bons du Trésor et des titres de créances négociables de la Caisse d'amortissement de la dette sociale, instituée par l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996, ayant au plus 1 mois à courir ;

« 5° 95 % des bons du Trésor et des titres de créances négociables de la Caisse d'amortissement de la dette sociale ayant plus de 1 mois et au plus 6 mois à courir et 90 % des bons du Trésor et des titres de la Caisse d'amortissement de la dette sociale ayant plus de 6 mois à courir ;

« 7° 80 % des obligations et des autres valeurs mobilières à revenu fixe bénéficiant de la garantie d'États membres de l'Union européenne ou d'autres États parties à l'accord sur l'Espace économique européen, et des obligations émises par la Caisse d'amortissement de la dette sociale, et faisant l'objet d'une cotation sur un marché

officiel français ou sur un marché organisé étranger présentant les mêmes garanties de liquidité. »

Article 2. – À l'article 11 du règlement n° 92-03 modifié susvisé, après les termes « auprès de la Caisse des dépôts et consignations », sont ajoutés les termes : « à l'exception de la Caisse d'amortissement de la dette sociale, instituée par l'ordonnance n° 96-50 du 24 janvier 1996, qui peut domicilier ses titres auprès du Trésor public ».

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6,50 % octobre 2006, TEC10 octobre 2006 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 30 avril 1996

Le jeudi 2 mai 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 16 milliards de francs et 18 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 6,50 % octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1995. Coupon annuel :

130 francs payable le 25 octobre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1995 au 24 mai 1996, soit 75,30 francs par obligation.

2. OAT TEC10 octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1996.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril au 24 mai 1996, soit 8,72 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 24 mai 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 2 mai 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 3 mai 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 6,50 % OCTOBRE 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
100,28	1 000 000 000	1 000 000 000	100,28
100,26	1 550 000 000	2 550 000 000	100,27
100,24	6 600 000 000	9 150 000 000	100,25
100,24	1 650 000 000	10 800 000 000	100,25
100,22	7 150 000 000	17 950 000 000	100,24
100,20	5 500 000 000	23 450 000 000	100,23
100,18	1 300 000 000	24 750 000 000	100,23
100,16	1 650 000 000	26 400 000 000	100,22
100,12	950 000 000	27 350 000 000	100,22
100,10	1 000 000 000	28 350 000 000	100,21
100,00	1 000 000 000	29 350 000 000	100,21
Prix limite retenu : 100,24 % (taux de rendement : 6,46 %) Demandes servies à ce prix limite : 80,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 100,25 % (taux de rendement : 6,46 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 4 avril 1996	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	17 400	9 150	- 8 250
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,62	6,46	- 0,16
– au prix moyen pondéré.....	6,62	6,46	- 0,16

– *Résultat global de l'adjudication
du 3 mai 1996*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 2 mai 1996, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives avant la séance à concurrence de 532 millions de francs.

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 17 230 millions de francs.

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 17 762 millions de francs se répartissant comme suit :

(en millions de francs)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 6,50 % octobre 2006	9 150	457		9 607
OAT TEC10 octobre 2006	8 080	75		8 155
Total.....	17 230	532		17 762
Source et réalisation : Banque de France SATGTGN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Adjudication d'obligations assimilables
du Trésor 7 % avril 2006 en écus
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 7 mai 1996

Le jeudi 9 mai 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor 7 % avril 2006 de 500 écus.

Le montant émis sera compris entre 600 millions d'écus et 800 millions.

OAT 7 % avril 2006 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 35 écus payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon

couru du 25 avril au 23 mai 1996, soit 2,685 écus par obligation.

Règlement des fonds et cotation le 23 mai 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 jusqu'au vendredi 10 mai 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjugé en séance.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus lors des trois précédentes séances d'adjudication en écus (février, mars et avril 1996).

OAT 7 % AVRIL 2006 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
100,02	20 000 000	20 000 000	100,02
100,00	15 000 000	35 000 000	100,01
99,98	110 000 000	145 000 000	99,99
99,96	175 000 000	320 000 000	99,97
99,94	185 000 000	505 000 000	99,96
99,92	144 000 000	649 000 000	99,95
99,92	96 000 000	745 000 000	99,95
99,90	185 000 000	930 000 000	99,94
99,88	160 000 000	1 090 000 000	99,93
99,86	55 000 000	1 145 000 000	99,93
99,84	25 000 000	1 170 000 000	99,92
99,82	10 000 000	1 180 000 000	99,92
99,80	110 000 000	1 290 000 000	99,91
99,76	110 000 000	1 400 000 000	99,90
99,70	30 000 000	1 430 000 000	99,90
Prix limite retenu : 99,92 % (taux de rendement : 7,01 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 60,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,95 % (taux de rendement : 7,00 %)			

– *Résultat global de l'adjudication
du 10 mai 1996*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor, OAT 7 % avril 2006 en écus du 9 mai 1996, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor s'élève à 122 millions d'écus.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des titres souscrits par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 649 millions d'écus.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 771 millions d'écus se répartissant comme suit :

(en millions d'écus)

	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
OAT 7 % avril 2006	649	122	771
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67			

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 3 MAI 1996

– Décret n° 96-367 du 2 mai 1996 relatif au livret Jeune.

JO DU 4 MAI 1996

– Arrêté du 24 avril 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 avril 1996 des obligations assimilables du Trésor 9,50 % avril 2000 en écus (codes Sicovam n° 11 720 et n° 11 721).

JO DES 6 ET 7 MAI 1996

– Loi n° 96-376 du 6 mai 1996 portant réforme du financement de l'apprentissage.

JO DU 11 MAI 1996

– Arrêté du 23 avril 1996 portant homologation d'un règlement du Comité de la réglementation bancaire.

JO DU 12 MAI 1996

– Décret n° 96-389 du 10 mai 1996 instituant une commission interministérielle de coordination des contrôles sur les opérations et les bénéficiaires et redevables relevant de la section Garantie du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole.

JO DU 14 MAI 1996

– Décret n° 96-398 du 7 mai 1996 pris pour l'application de l'article 1 465 du code général des impôts relatif à l'exonération de taxe professionnelle accordée dans le cadre de l'aménagement du territoire.

JO DES 20 ET 21 MAI 1996

– Arrêté du 20 mai 1996 fixant les modalités de la privatisation de la société centrale des Assurances générales de France.

– Arrêté du 20 mai 1996 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997 remis en paiement des actions de la société centrale des Assurances générales de France.

– Avis de la Commission de la privatisation du 14 mai 1996 relatif à la valeur minimum de la société centrale des Assurances générales de France (AGF).

JO DU 22 MAI 1996

– Décret n° 96-431 du 21 mai 1996 portant aménagement du régime des plans d'épargne-logement.

– Arrêté du 10 mai 1996 fixant la valeur du coupon à échéance du 12 mai 1996 des obligations assimilables du Trésor 8,50 % mai 1997 en écus (codes Sicovam n° 11 430 et n° 11 431).

JO DU 23 MAI 1996

– Arrêté du 10 mai 1996 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor en écus 7 % avril 2006.

JO DU 24 MAI 1996

– Décret n° 96-439 du 22 mai 1996 pris pour l'application de l'article 27 de la loi n° 96-314 du 12 avril 1996 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier et précisant notamment les obligations déclaratives des contribuables et des intermédiaires.

– Décret n° 96-440 du 22 mai 1996 fixant, en application de l'article 199 *septdecies* du code général des impôts relatif à la réduction d'impôt accordée au titre des intérêts des prêts à la

consommation, les obligations des prêteurs et des contribuables.

JO DU 25 MAI 1996

– Arrêté du 6 mai 1996 relatif à la frappe et à la mise en circulation des pièces commémoratives de 5 francs en métal commun.

– Arrêté du 6 mai 1996 relatif à la frappe et à la mise en circulation des pièces commémoratives de 100 francs d'usage courant.

JO DES 27, 28 ET 29 MAI 1996

– Arrêté du 24 mai 1996 relatif aux conditions de

réduction des demandes d'actions d'Usinor Sacilor présentées par les salariés et anciens salariés à l'occasion de la rétrocession des actions de la tranche Salariés par Usinor Sacilor.

– Arrêté du 28 mai 1996 portant homologation de règlements du Comité de la réglementation bancaire.

JO DU 30 MAI 1996

– Avis relatif à la liste des établissements relevant de la loi bancaire (loi du 24 janvier 1984 modifiée, titres I et IV bis) établie au 31 décembre 1995

ÉTAT DES LIEUX DE LA RÉGLEMENTATION EN MATIÈRE DE RÉSERVES OBLIGATOIRES DANS DIX-SEPT PAYS

Cette étude présente l'état actuel de la réglementation en matière de réserves obligatoires dans dix-sept pays. Elle retrace succinctement l'évolution du système des réserves dans trois d'entre eux : les États-Unis, l'Allemagne et le Japon.

MONIQUE ALLERON

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service des Économies étrangères*¹

■ Dans la majorité des pays, les banques centrales utilisent les réserves comme instrument de la politique monétaire. En raison de leur rôle structurel de pression sur la liquidité bancaire, elles confortent la politique des taux d'intérêt. Au contraire, les banques centrales qui n'y recourent pas doivent accepter des variations plus fortes des taux interbancaires ou

s'astreindre à des interventions fréquentes sur le marché monétaire.

■ L'évolution récente fait ressortir une réduction du rôle des réserves obligatoires dans la régulation conjoncturelle et une tendance à leur allègement. On note un mouvement vers une relative harmonisation des modalités de mise en œuvre entre les pays européens qui en disposent.

¹ Ont contribué à cet article : Geneviève Amouriaux, Élisabeth Cosperec, Nathalie Domeau, Gilles Moëc et Isabelle Vaillant-Lieb

Depuis l'abandon des moyens quantitatifs de régulation des flux monétaires et l'adoption de la liberté totale des mouvements de capitaux, qui a rendu les contraintes de nature administrative définitivement inopérantes, la politique monétaire utilise deux instruments : les taux directeurs ou plus généralement les taux de refinancement et les réserves obligatoires. Cette étude vise à retracer, au moment où se déroulent des discussions sur les instruments de la future politique monétaire unique, la manière dont les réserves obligatoires sont utilisées dans les principaux pays industriels.

Le mécanisme des réserves obligatoires repose sur l'obligation, pour les institutions assujetties, de détenir à la banque centrale certains types d'actifs financiers considérés comme actifs de réserve, selon des modalités précises (périodes de calcul et de constitution, taux de réserve et éventuellement taux de rémunération). Le montant des réserves ainsi constituées dépend de l'assiette, c'est-à-dire des exigibilités sous forme de dépôts ou de titres qui y sont soumises, et du taux des réserves, qui définit la proportionnalité de la contrainte monétaire exercée. Ce mécanisme renforce l'action du dispositif monétaire ; il est compatible avec les autres instruments de contrôle monétaire, directs ou indirects.

Le tableau ci-après détaille les modalités de fonctionnement des réserves obligatoires dans dix-sept pays. Les exemples des États-Unis, de l'Allemagne et du Japon ont fait l'objet d'études particulières. En outre, on peut dégager brièvement quelques remarques sur l'utilisation de cet instrument de politique monétaire.

1. Une large majorité de pays (12 sur 17 étudiés) utilisent les réserves obligatoires comme instrument de la politique monétaire

Les réserves obligatoires ont été créées à l'origine dans un but prudentiel (cf. encart sur les réserves obligatoires aux États-Unis). Ensuite, elles ont été utilisées comme un instrument de politique monétaire. En effet, leur action sur la création monétaire est permanente : dès qu'un flux monétaire est créé, et dès lors qu'il accroît les exigibilités assujetties, les réserves obligatoires entraînent automatiquement une augmentation proportionnelle de la demande de monnaie de banque centrale et exercent donc un effet de freinage en raison de la pression sur les taux d'intérêt qui en résulte. En outre, en l'absence de besoin structurel de refinancement, l'existence de réserves obligatoires à un niveau adéquat permet d'assurer que le système bancaire présente durablement un besoin de refinancement auprès de la banque centrale, besoin supérieur aux encaisses de transactions des banques. L'action de la banque centrale s'en trouve facilitée, les réserves obligatoires confortant la politique des taux d'intérêt. Éventuellement, en modifiant les coefficients de réserve, la banque centrale agit sur la liquidité bancaire et assouplit ou durcit sa politique monétaire, sans avoir recours à une modification de ses taux de refinancement. Cette pratique, autrefois fréquente, est désormais moins utilisée de manière conjoncturelle mais les réserves conservent leur rôle structurel de pression sur la liquidité bancaire. Il reste que l'usage de deux instruments et la possibilité de les doser en fonction des circonstances est un atout appréciable pour une banque centrale.

En outre, les banques peuvent utiliser les fonds dont elles disposent à la banque centrale pour compenser les variations à court terme des autres facteurs de la liquidité bancaire, dès lors que l'obligation de réserve est calculée en moyenne, ce qui est le cas le plus fréquent. Les réserves obligatoires permettent ainsi d'amortir les fluctuations de la liquidité bancaire et donc des taux d'intérêt sur le marché interbancaire, sans requérir la présence continue de la banque centrale sur ce marché.

Les banques centrales qui ne recourent pas aux réserves obligatoires doivent accepter des variations plus fortes des taux interbancaires ou s'astreindre à une présence permanente sur le marché monétaire. Ainsi, au Royaume-Uni, la Banque centrale intervient quotidiennement sur le marché et considère que les réserves obligatoires, de montant symbolique, ne servent qu'à couvrir le coût de certains services rendus aux banques.

2. L'évolution récente de l'utilisation des réserves obligatoires fait apparaître un amoindrissement de leur rôle conjoncturel et une relative convergence des modalités entre les pays européens

La plupart des pays qui utilisent les réserves obligatoires comme instrument de la politique monétaire ne réajustent les coefficients de réserve qu'à intervalles très éloignés et ne cherchent donc pas à leur attribuer un rôle dans la régulation conjoncturelle. Les mouvements observés dans les années récentes font en revanche ressortir presque partout (Grèce excepté) une tendance à l'allègement des réserves obligatoires. Dans certains cas, des facteurs particuliers expliquent cette évolution. Ainsi, en Espagne et en Italie, les coefficients de réserves obligatoires étaient autrefois très élevés (25 % en janvier 1993 en Italie, 17 % en décembre 1990 en Espagne) pour compenser l'abondance structurelle de la liquidité bancaire générée par le financement du Trésor par la banque centrale. Le système pouvait aussi avoir pour fonction d'obliger les banques à souscrire, pour satisfaire à ces lourdes obligations, des titres à court terme du Trésor, acceptés comme composantes des réserves au même titre que les dépôts à la banque centrale (par exemple, en Italie avant 1975). Ce dispositif s'apparentait davantage à un coefficient d'emploi et permettait une rémunération des réserves. La réforme des modalités de financement des déficits publics a permis de modifier ce système en réduisant très fortement les coefficients. Mais, en contrepartie, la rémunération des réserves a été supprimée (Espagne) ou limitée à un taux fixe inférieur au taux de marché (Italie). Plus généralement, d'autres pays qui ont allégé leurs coefficients de réserve (France, Allemagne, Portugal) partagent aussi, avec l'Italie et l'Espagne, le souci de se rapprocher de leurs partenaires européens. Tous ont, en effet, en commun le souci de ne pas pénaliser leurs systèmes bancaires en leur imposant une charge financière trop lourde et de ne pas provoquer des phénomènes de délocalisation de dépôts au profit de places financières exemptes de réserves obligatoires. Réformer l'instrument peut ainsi permettre d'en assurer la pérennité. On peut aussi noter, dans ce mouvement de relative harmonisation, que la Belgique, pays qui n'utilise plus les réserves obligatoires depuis le milieu des années soixante-dix, a prévu, en 1988, la possibilité de les réactiver, peut-être dans un contexte européen.

Malgré cette convergence de principe dans l'utilisation des réserves obligatoires, les modalités techniques de leur mise en œuvre (définition de l'assiette des réserves, taux applicables, périodes de référence pour le calcul et la constitution des réserves, éléments considérés comme actifs de réserve et taux de rémunération éventuels) demeurent variables selon les pays, comme le montre le tableau détaillé ci-après. Sur dix-sept pays étudiés, quatre seulement rémunèrent les réserves et, parmi eux, deux à des taux inférieurs au taux de marché. Dans plusieurs pays, le montant des encaisses en billets détenues par les banques est considéré comme un actif de réserve. Les exigences constituant l'assiette des réserves diffèrent selon les pays ; elles tendent cependant à être définies de manière assez large mais les exigences à vue supportent des taux de réserves plus élevés et, dans certains pays, celles à plus long terme sont exclues de l'assiette. Une majorité de pays prévoit une constitution des réserves obligatoires en moyenne sur une période de manière à permettre aux réserves de jouer un rôle d'amortisseur des variations quotidiennes des facteurs autonomes de la liquidité bancaire et donc de faciliter la mise en œuvre d'une politique de taux d'intérêt en limitant les fluctuations du loyer de l'argent (cf. 1.).

ALLEMAGNE**Les réserves obligatoires**

L'article 16 de la loi de la Banque fédérale d'Allemagne (1957) lui confère le droit d'exiger des établissements de crédit la constitution de réserves minimales représentant un certain pourcentage du montant de leurs différentes catégories d'exigibilités (dépôts à vue, comptes à terme et dépôts d'épargne). Les modalités de cette constitution font l'objet d'une instruction de la Banque fédérale d'Allemagne, modifiée régulièrement à des fins de politique monétaire.

1. Description du système actuel

(cf. annexe 2)

Organismes assujettis

Tous les établissements de crédit résidents sont assujettis aux réserves minimales obligatoires y compris les caisses d'épargne construction depuis 1984 et les filiales allemandes des banques étrangères à l'exception des sociétés d'investissement, des banques de dépôts de titres et des institutions en règlement judiciaire.

Assiette

Sont soumises à réserve l'ensemble des exigibilités (à vue jusqu'à un mois d'échéance, à terme d'un mois à quatre ans d'échéance et dépôts d'épargne) qu'elles soient libellées en deutschemarks ou en devises et qu'elles soient détenues par des résidents ou des non-résidents. Les exigibilités en devises des non-résidents sont toutefois prises en compte après déduction des créances en devises des banques allemandes sur les non-résidents.

Depuis le 1^{er} août 1995, l'encaisse en billets des banques n'est plus retenue dans le montant des réserves à constituer alors qu'elle pouvait l'être à hauteur de 50 % de 1978 à mars 1994 et de 25 % après. La prise en compte de l'encaisse en billets dans les réserves obligatoires à partir de 1978 avait été motivée par la volonté de réduire les risques liés au transport de fonds et d'éviter des distorsions de concurrence entre les établissements. L'exclusion progressive de l'encaisse dans un contexte de baisse des coefficients de réserves obligatoires a été facilitée par les progrès réalisés dans le système des paiements.

Période de référence

Le régime commun définit deux méthodes de calcul différentes. Selon la première, le montant des réserves à constituer se calcule à partir du niveau moyen des exigibilités concernées entre le 16 du mois précédent et le 15 du mois en cours. La seconde méthode retient la moyenne des quatre dates suivantes : le 23^e et le dernier jour du mois précédent et les 7^e et 15^e jours du mois en cours. La Banque fédérale d'Allemagne se réserve le droit d'imposer la première méthode de calcul à une banque s'il apparaît que le recours à la seconde aboutit à une sous-estimation systématique des encours déclarés.

Le régime dérogatoire s'applique aux établissements dont les exigibilités sont inférieures à 10 millions de deutschemarks ; ceux-ci peuvent retenir comme date de référence pour leur calcul le dernier jour du mois précédent.

.../...

Taux appliqués

Les taux appliqués aux différentes exigibilités ont été abaissés en trois étapes :

– en mars 1993, les taux sur les exigibilités à terme et les comptes d'épargne ont été réduits de 4,95 % et de 4,15 % respectivement à 2,0 %. Les taux des exigibilités à vue sont demeurés fixés à 6,6 %, 9,9 % et 12,1 % selon les montants ;

– en mars 1994, le taux des exigibilités à vue a été réduit à 5,0 % ;

– en août 1995, le taux sur les exigibilités à vue a été abaissé à 2,0 % et celui des comptes d'épargne à 1,5 %.

Modalités de constitution des réserves obligatoires

Les réserves minimales obligatoires doivent être constituées en moyenne de jours de calendrier sur le mois considéré. Ainsi, les besoins de liquidités à court terme peuvent être satisfaits par tirages sur les dépôts de réserve s'ils sont compensés par des excédents au cours du même mois. Les réserves sont déposées sur des comptes non rémunérés à la Banque fédérale d'Allemagne. En cas de non-respect de l'obligation de réserves, les banques doivent s'acquitter d'une pénalité sur la base du taux Lombard plus 3 %.

2. Utilisation des réserves obligatoires comme instrument de politique monétaire par la Banque fédérale d'Allemagne

Depuis sa création, la Banque fédérale d'Allemagne a toujours considéré les réserves obligatoires comme un instrument essentiel de sa politique monétaire même si ses conceptions sur leur rôle ont quelque peu évolué. En recourant fréquemment à des modifications de taux jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, la Banque fédérale d'Allemagne utilisait les réserves obligatoires à des fins conjoncturelles. Elle entendait influencer directement la liquidité bancaire, soit pour canaliser le comportement de prêt des banques, soit pour compenser les effets sur la liquidité des entrées de devises. Ainsi, le 1^{er} février 1987, la Banque fédérale d'Allemagne relevait le taux des réserves de 10 % pour contrer l'afflux de capitaux en provenance de l'étranger, ce qui se traduisit par une ponction de 5,5 milliards de deutschemarks sur la liquidité bancaire.

La Banque fédérale d'Allemagne envisage désormais l'utilisation des réserves obligatoires d'un point de vue structurel. Il s'agit, selon ses propres termes, de « créer une demande de monnaie centrale suffisante et stable pour faciliter la gestion du marché monétaire en réduisant les fluctuations de taux et la nécessité d'interventions fréquentes de la Banque centrale ».

L'allègement des réserves obligatoires a été sensible depuis 1993 : leur montant a été réduit de près des deux tiers et leur poids dans le total des ressources clientèle des établissements de crédit allemands est revenu de 2,9 % en moyenne en 1993 à 1,1 % fin novembre. Cette diminution ne saurait être interprétée comme un renoncement à cet instrument mais comme un souci d'harmonisation au niveau européen. De plus, le niveau élevé des réserves obligatoires en Allemagne avait induit un mouvement de délocalisation et de désintermédiation pouvant amoindrir la stabilité de la demande de monnaie. La rénovation du système de réserves obligatoires a donc pour objectif essentiel de prévenir les contournements de la réglementation en allégeant nettement le coût pour les bilans bancaires mais pas d'annuler toute contrainte de refinancement. La Banque fédérale d'Allemagne considère en effet que le montant des réserves après le 1^{er} août 1995 (36 milliards de deutschemarks) reste supérieur aux balances de travail des établissements de crédit, d'autant que celles-ci se réduisent grâce à l'efficacité accrue des systèmes de règlement. Dans son Bulletin mensuel de juillet 1995, la Banque fédérale d'Allemagne précise qu'elle « reste attachée aux réserves obligatoires comme l'un des instruments essentiels de sa politique monétaire » et estime que « la future Banque centrale européenne devrait également l'utiliser ».

JAPON

Les réserves obligatoires

1. Évolution du système

Le système de réserves obligatoires a été créé au Japon par une loi du 27 mai 1957, visant au renforcement du système financier japonais. La loi stipulait que la Banque du Japon pouvait, avec l'approbation du ministère des Finances, instituer, modifier ou supprimer un coefficient de réserves obligatoires sur les dépôts dans les institutions financières ; que ce coefficient de réserves obligatoires, assis sur le montant des dépôts et non sur leurs variations, ne pouvait être supérieur à 10 % ; enfin, que l'insuffisance des dépôts de réserves était sanctionnée par le paiement d'un intérêt de retard à la charge des établissements en infraction. Le système mis en place avait la caractéristique de favoriser les petites banques, pour lesquelles l'assujettissement aux réserves était moindre. En revanche, il était très pénalisant pour les établissements qui franchissaient un seuil, puisqu'ils se trouvaient alors soumis à un taux plus élevé pour l'ensemble de leurs dépôts.

Le système, qui s'appliquait initialement aux dépôts des City Banks, des banques de crédit à long terme, des Trust Banks et des banques étrangères, a été progressivement étendu, suivant en cela les évolutions du système financier. Cette extension a concerné dans un premier temps les institutions assujetties : en avril 1963, inclusion des Sogo Banks (banques mutuelles) et des Shinkin Banks (associations de crédit) dont les montants de dépôts excédaient 20 milliards de yens ; en septembre 1969, inclusion de la Norinchukin Bank (banque centrale coopérative pour l'agriculture et la forêt) ; en 1972, adoption du principe de l'inclusion des sociétés d'assurance vie, sur demande du ministère des Finances au cas par cas (cette possibilité n'a en pratique jamais été concrétisée). Dans un second temps, de 1972 à 1986, le système des réserves a été étendu à d'autres types de dépôts : en mai 1972, inclusion des émissions d'obligations bancaires (Bank Debentures), des comptes de trust (trust funds), des dépôts en monnaies étrangères et des dépôts en yen des non-résidents ; en décembre 1986, à la suite de la création du marché extraterritorial (off shore), inclusion, à hauteur de 0,25 %, des comptes de transactions internationales.

Le système des réserves obligatoires a été utilisé de manière active de 1972 à 1982. Durant cette période de restriction monétaire, les ratios de réserves ont ainsi été augmentés cinq fois. De juin 1972 à septembre 1974, un système de réserves obligatoires sur les variations des encours a été mis en place sur les dépôts de non-résidents afin de freiner les entrées de capitaux. Le taux, qui atteignait 50 % à la fin de 1973, a été réduit progressivement par la suite, puis supprimé. Le système a été réactivé entre novembre 1977 et février 1979, avec des ratios atteignant 100 % de mars 1978 à janvier 1979.

Depuis 1982, les taux des réserves n'ont guère varié, le dernier mouvement étant intervenu en 1991. En juillet 1986, un système d'assujettissement progressif par tranches a été introduit, afin d'éviter qu'un franchissement de seuil n'entraîne une augmentation du taux de réserves sur le total des dépôts. Pour compenser la diminution des réserves engendrée par la réforme, les taux ont été légèrement relevés, ce qui n'a néanmoins pas évité une baisse sensible de l'encours des réserves, de plus de 17 % d'un semestre à l'autre, sur l'année 1986. En conséquence de cette réforme, les ratios de réserves sont donc fixés en fonction du montant des dépôts, élément s'ajoutant aux critères précédents de catégorie de dépôts et de type d'institutions financières. Au total, le système comprend neuf ratios différents pour dix-sept tranches de montant de dépôts, si l'on combine toutes les possibilités.

.../...

Entre 1982 et 1991, les taux des réserves n'ont pratiquement pas varié et sont restés à un très bas niveau, entre 0,125 % et 2,5 % selon la nature des dépôts. En octobre 1991, un abaissement général des taux est intervenu, afin de redonner de la liquidité au marché. Aucune modification n'est plus intervenue depuis.

2. Caractéristiques principales du système

(cf. annexe 9)

Les billets ne sont pas, au Japon, inclus dans les montants de réserves à constituer. Les ménages japonais ne recourant que marginalement aux chèques et aux cartes de crédit, la monnaie fiduciaire constitue une masse considérable : en 1994, l'encours moyen des billets en circulation s'est élevé à 35 687 milliards de yens, soit 7,6 % du PIB. Le montant moyen des réserves obligatoires, sur la même année, a été de 3 035 milliards de yens. Les besoins en monnaie centrale des banques ont donc représenté au total un peu plus de 8 % du PIB. Il en ressort que, indépendamment même de l'existence du système des réserves obligatoires, les banques japonaises se trouvent très dépendantes de la Banque centrale.

Les réserves obligatoires sont calculées en moyenne mensuelle. Les banques sont libres d'adopter pour le niveau journalier de leurs réserves le profil qui leur convient le mieux : le 16 du mois, les banques communiquent à la Banque du Japon des prévisions d'encours moyens de leurs exigibilités, pour le mois en cours, qui sont ajustés au début du mois suivant ; une insuffisance des réserves constatée le 15 du mois suivant donne lieu à une pénalisation à un taux égal au taux d'escompte augmenté de 3,75 %. En pratique, pour éviter une telle insuffisance de fonds en fin de période, les banques tendent à laisser en début de période des réserves plus importantes que la moyenne journalière requise. Quotidiennement, la Banque du Japon publie, pour l'ensemble du système bancaire, le chiffre de l'encours des réserves du jour et celui de l'écart de réserves, c'est-à-dire la différence entre le niveau des réserves du jour (sans cumul depuis le début de la période) et le niveau moyen qui sera nécessaire chaque jour jusqu'à la fin de la période pour remplir l'objectif imposé, compte tenu de ce qui a été déjà accumulé. Par ses interventions, la Banque du Japon tend à influencer le rythme de formation des réserves par les banques, afin de peser sur les taux et les anticipations de taux des intervenants.

En conclusion, il apparaît que la signification des réserves obligatoires a évolué d'un instrument de contrôle de l'offre de monnaie à travers les modifications des ratios de réserves, à un moyen de nivellement des fluctuations quotidiennes de taux d'intérêt sur le marché monétaire.

ÉTATS-UNIS

**L'utilisation des réserves obligatoires :
une longue tradition mais qui évolue progressivement**

C'est aux États-Unis qu'au XIX^e siècle une législation introduisant des réserves obligatoires fut pour la première fois mise en œuvre. À cette époque, la constitution de réserves fut imposée afin d'assurer aux déposants une protection de leurs avoirs. Les banques étaient contraintes de maintenir un niveau suffisant de liquidités, non rémunérées, en proportion des dépôts reçus du public.

La crise bancaire des années trente a démontré que cette couverture n'était pas suffisante pour assurer une véritable garantie aux épargnants et que cette norme prudentielle n'avait pas grande valeur. En revanche, elle a mis en lumière l'effet de contrainte qu'exerçaient les réserves sur la distribution du crédit.

Le système fut en conséquence réaménagé par la Banque centrale en 1933 et devint un instrument de politique monétaire. Les ratios de réserves furent nettement relevés tout en étant liés à la taille de la place bancaire où se situait l'établissement : les réserves à constituer étaient plus importantes dans les grandes places qui représentaient les lieux essentiels de transmission de la politique monétaire, laquelle était alors essentiellement une politique de crédit quantitative.

Après la seconde guerre mondiale, la « succursalisation » de l'industrie bancaire fit craindre que les établissements ne finissent, en révisant leurs localisations, par échapper aux contraintes des réserves, ou, à tout le moins, aux ratios les plus élevés. Le Système de réserve fédérale s'appliqua alors à redéfinir les frontières géographiques qui délimitaient les divers taux de réserves.

Ce n'est qu'en 1972 que le critère de lieu fut remplacé par celui de l'importance et de la durée des dépôts. Toutefois, deux autres éléments de distorsions se révélèrent : seules les banques membres du Système de réserve fédérale étaient soumises à la constitution de dépôts non rémunérés auprès de la Banque centrale ; de nouveaux produits bancaires échappant à la classification de « comptes de dépôts » mais s'y apparentant étaient également soustraits à la constitution de réserves.

En 1980, prenant en compte ce manque d'équité, le Congrès et le Système de réserve fédérale répondirent par la loi sur « la déréglementation et le contrôle monétaire des institutions de dépôts ». Ce texte soumettait tous les établissements recevant des dépôts du public, quel que soit leur statut, au régime des réserves obligatoires, les ratios appliqués n'étant désormais plus fonction que de la taille des dépôts quelle que soit la nature des comptes-support.

Depuis cette date, les conditions d'application des réserves obligatoires n'ont plus été modifiées dans leur structure. En revanche, la philosophie du système a légèrement évolué : avec l'abaissement du taux des réserves à 0 % pour l'ensemble des dépôts à terme et à 0 %, 3 % ou 10 % pour les comptes à vue depuis avril 1992, en fonction des montants, les réserves pèsent beaucoup moins sur les banques.

La diminution des ratios ainsi que l'inclusion des encaisses en billets dans le montant des réserves ont considérablement affaibli la portée de cet instrument qui ne constitue plus un frein quantitatif à la distribution du crédit. Seules les modifications de taux d'intérêt constituent un facteur d'accentuation des inflexions de la politique monétaire.

.../...

L'obligation de réserves n'est, en effet, plus guère pesante. Mais les banques sont assujetties à un autre système, qui les oblige au maintien de soldes comptables positifs en permanence. Introduit en 1981 aux États-Unis, ce système contribue à réinstaurer une contrainte de trésorerie. Les établissements sont pénalisés par la Banque centrale dès lors qu'ils accusent des découverts nocturnes, ceux-ci étant assortis d'un taux égal au taux d'escompte augmenté de deux points. En outre, depuis 1994, les découverts ne sont même plus autorisés en cours de journée et sont soumis à des taux d'intérêt dissuasifs. Les soldes négatifs avaient en effet beaucoup augmenté depuis 1990 et fini par représenter l'équivalent d'un tiers des dépôts clientèle. Les nouvelles dispositions, renforcées en 1995, ont conduit à une contraction de près de moitié de ces dépassements de trésorerie sans que les banques ne parviennent jusqu'à présent à les éliminer totalement. La conservation de soldes de règlement positifs a une justification proche de celle des réserves obligatoires au moment de leur introduction : il s'agit d'éviter une rupture dans les opérations de compensation et de garantir le bon fonctionnement des systèmes de paiement. Toutefois, on peut considérer que ce procédé constitue à son tour un auxiliaire de politique monétaire. Cette redécouverte de la philosophie d'origine conduit à la coexistence de deux instruments, l'un, les réserves, ancien et désactivé, l'autre, les soldes positifs de règlement, formule adaptée à l'évolution des systèmes de paiement.

ANNEXE 1

RÈGLEMENTATION EN MATIÈRE DE RÉSERVES OBLIGATOIRES

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p align="center">France</p> <p>Exigibilités, en francs ou en devises, correspondant à des opérations avec les résidents non financiers :</p> <ul style="list-style-type: none"> – en francs, à vue et assimilées, y compris pensions et rémunérés, d'une durée initiale inférieure à 10 jours, – comptes d'épargne à régime spécial à l'exception des comptes et plans d'épargne-logement, plans d'épargne populaire, comptes d'épargne entreprise, premiers livrets des caisses d'épargne, plans d'épargne retraite, plans d'épargne en actions, – exigibilités en francs d'une durée initiale de 10 jours à moins de 2 ans, – exigibilités en devises d'une durée initiale inférieure à 2 ans. <p>De plus, la fraction de l'assiette soumise à un taux non nul et égale ou inférieure à 30 millions de francs n'est retenue que pour moitié.</p>	<p>Depuis mai 1992</p> <p>1 % pour exigibilités à vue en francs</p> <p>1 % pour comptes d'épargne à régime spécial en francs</p> <p>0,5 % sur autres exigibilités en francs d'une durée initiale de 10 jours à un an</p> <p>0 % sur autres exigibilités en francs de 1 an à 2 ans et sur exigibilités en devises</p>	<p>Encours des exigibilités à la fin du mois considéré</p>	<p>Constitution en moyenne des soldes quotidiens du 16 du mois considéré au 15 du mois suivant</p>	<p>Encaisses en billets et monnaies (moyennes quotidiennes sur la période précédant la période de réserves en cours)</p>	<p>Non rémunérés</p>

ANNEXE 2

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Allemagne</p> <p>Exigibilités en deutschemarks ou en devises, détenues par des résidents ou des non-résidents (après déduction, pour ces derniers, des créances en devises des banques sur les non-résidents) :</p> <ul style="list-style-type: none"> – exigibilités à vue (jusqu'à un mois d'échéance), – exigibilités à terme (de 1 mois à 4 ans) y compris : <ul style="list-style-type: none"> • les titres émis par les banques et qui ne font pas partie d'une émission globale, d'une durée initiale inférieure à 4 ans, • les titres qui font partie d'une émission globale, d'une durée initiale < 2 ans et émis par les banques (dont : certificats de dépôt), – dépôts d'épargne 	<p>Depuis le 1^{er} août 1995</p> <p>exigibilités à vue 2,0 %</p> <p>exigibilités à terme 2,0 %</p> <p>dépôts d'épargne 1,5 %</p>	<p>Régime commun</p> <p>niveau moyen des exigibilités concernées entre le 16 du mois précédent et le 15 du mois en cours</p> <p>ou moyenne établie aux quatre dates suivantes :</p> <p>les 23^e et derniers jours du mois précédent et les 7^e et 15^e jours du mois en cours (cf. encart)</p> <p>Régime dérogatoire</p> <p>Si les exigibilités concernées sont inférieures à 10 millions de deutschemarks : calculées le dernier jour du mois</p>	<p>Constitution en moyenne de jours de calendrier sur le mois considéré</p>	<p>L'encaisse en billets n'est plus retenue dans le montant des réserves obligatoires depuis le 1^{er} août 1995</p>	<p>Non rémunérés</p>

ANNEXE 3

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Autriche</p> <p>Exigibilités envers les résidents en schillings :</p> <ul style="list-style-type: none"> – exigibilités à vue, – dépôts à terme et d'épargne à court terme (échéance < 1 an), – dépôts à terme et d'épargne à long terme (échéances > 1 an), – exigibilités résultant d'émissions de valeurs mobilières. <p>L'extension possible aux exigibilités en devises étrangères détenues par les résidents n'est plus employée depuis 1972.</p>	<p>Depuis septembre 1995</p> <ul style="list-style-type: none"> – exigibilités à vue (5 %) – dépôts < 1 an (3 %) – dépôts > 1 an (3 %) <p>– émissions :</p> <ul style="list-style-type: none"> • pour les durées < 24 mois (3 %) • pour les durées entre 24 et 60 mois (0 %) 	<p>Calcul effectué mensuellement à partir de la moyenne des exigibilités concernées établies sur 4 jours (les 23^e et derniers jours du mois précédent et les 7^e et 15^e jours du mois en cours)</p>	<p>Constitution en moyenne de jours de calendrier sur le mois</p>	<p>Encaisses en billets</p>	<p>Non rémunérés</p>
<p>Belgique</p>	<p>La Banque nationale de Belgique n'a plus recours aux réserves obligatoires depuis le milieu des années soixante-dix. Une loi de décembre 1988 l'autorise toutefois à fixer des coefficients de réserves et à rendre ces coefficients obligatoires par règlement soumis à l'approbation du ministère des Finances.</p>				
<p>Danemark</p>	<p>Le système de réserves (s'appliquant à l'accroissement des dépôts en couronnes des résidents au-delà d'un certain pourcentage autorisé), suspendu en janvier 1988, a été abrogé en mars 1991.</p>				

ANNEXE 4

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Espagne</p> <p>Ensemble des actifs liquides en pesetas ou en devises, détenus par le secteur privé résident :</p> <ul style="list-style-type: none"> – dépôts à vue et à terme, – opérations de réméré sur actifs privés, – obligations négociables émises par les banques. <p>Dépôts en pesetas des non-résidents.</p>	<p>Depuis décembre 1992 (2 %)</p>	<p>Périodes de 10 jours en moyenne des encours quotidiens : du 1^{er} au 10 du mois 11 au 20 du mois 21 à la fin du mois</p>	<p>Moyenne sur périodes de 10 jours décalées de 2 jours par rapport à celles de référence</p>	<p>Aucun</p>	<p>Non rémunérés</p>
<p>Finlande</p> <p>Exigibilités envers les résidents à vue et à terme, en markkas et en devises (dépôts et autres exigibilités, y compris les certificats de dépôt).</p>	<p>Depuis octobre 1995</p> <ul style="list-style-type: none"> – exigibilités à vue (2 %) – autres dépôts (1,5 %) – autres exigibilités (1 %) 	<p>Calcul effectué mensuellement sur la base des encours en fin de mois</p>	<p>Constitution, en moyenne 1 mois, qui commence après la période de référence</p>	<p>Aucun</p>	<p>Non rémunérés</p>
<p>Grèce</p> <ul style="list-style-type: none"> – dépôts à vue et à terme des résidents (de moins de 2 ans) – certificats de dépôt – prises en pension de bons du Trésor – engagements nets des banques envers les non-résidents, en drachmes et en devises 	<p>Depuis octobre 1995 (11 %)</p>	<p>Le 10, le 20 et le dernier jour du mois, en moyenne mensuelle</p>	<p>Le 11, le 23 et le 1^{er} jour du mois suivant, pour une période de 10 jours, avec minimum journalier requis ; décalage de 10 jours avec la période de référence.</p>	<p>Encaisses en billets et monnaies</p>	<p>50 % du montant rémunéré à 12,5 % (depuis 1994) ; le reste n'est pas rémunéré.</p>

ANNEXE 5

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Irlande</p> <ul style="list-style-type: none"> – dépôts en monnaie nationale des résidents non bancaires – dépôts interbancaires nets – engagements nets des banques en devises 	Depuis janvier 1994 (3 %)	Encours de fin de mois	Constitution pour un mois à compter du 20 suivant le mois de référence	Encaisses en billets et monnaies	Taux proche de celui des titres de la dette publique à court terme
<p>Italie</p> <ul style="list-style-type: none"> – variation mensuelle des dépôts à vue et à terme (y compris les certificats de dépôt dont l'échéance est inférieure à 18 mois), en liras et en devises, de la clientèle résidente – dépôts en liras de la clientèle non résidente et des filiales de banques italiennes à l'étranger 	Depuis juin 1994 (15 %)	Moyenne arithmétique des soldes quotidiens du 1 ^{er} au 30 du mois	Constitution en moyenne des soldes quotidiens du 15 du mois qui suit le mois de référence au 14 du mois suivant Autorisation de s'écarter journallement du niveau requis de + ou - 10 %	Aucun	Depuis juin 1994 (5,5 %)
Luxembourg	Pas de réserves obligatoires				

ANNEXE 6

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Pays-Bas</p> <p><i>Money Market Cash Reserves</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – exigibilités à court terme (d'échéance inférieure à 2 ans) – un quart des autres exigibilités détenues par les résidents, libellées en florins ou en devises 	<p>Depuis mai 1988</p> <p>(taux unique variable, déterminé chaque mois en fonction des taux du marché monétaire)</p>	<p>Moyenne des trois fins de mois précédant la dernière fin de mois de la période applicable au plafond des avances de la Banque centrale aux établissements de crédit (ce plafond est déterminé pour une période de 3 mois)</p>	<p>Constitution d'un dépôt de montant fixe sur une période allant du premier jeudi suivant le 15^e jour du mois au premier mercredi après le 14^e jour du mois suivant</p>	<p>Aucun</p>	<p>Rémunération au taux des avances ordinaires de la Banque centrale, diminuée éventuellement d'un quart de point pour la tranche des réserves (constituées par l'ensemble des établissements assujettis) qui excède leurs emprunts (avances en compte courant; escompte, avances spéciales et crédits croisés) auprès de la Banque centrale. Cette réduction est imputée à chaque établissement sur la base de sa part dans les réserves totales</p>
<p>Portugal</p> <ul style="list-style-type: none"> – dépôts à vue et à terme de résidents et de non-résidents en escudos – certificats de dépôt – opérations de réméré – obligations inférieures à 2 ans 	<p>Depuis novembre 1994</p> <p>(2 %)</p>	<p>Moyenne quotidienne des exigibilités sur périodes hebdomadaires</p>	<p>Constitution en moyenne sur période hebdomadaire avec un décalage de 3 jours par rapport à la période de référence</p>	<p>Aucun</p>	<p>Non rémunérés (depuis novembre 1994)</p>

ANNEXE 7

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Royaume-Uni</p> <ul style="list-style-type: none"> – dépôts en livres sterling d'échéance initiale inférieure ou égale à 2 ans des résidents non bancaires et des non-résidents (sauf agences étrangères des banques britanniques) – dépôts interbancaires nets en livres sterling, toutes échéances confondues (pour les seules banques du Royaume-Uni) – toutes ressources obtenues de la conversion de devises étrangères en livres sterling <p>S'applique aux institutions financières ayant des exigibilités de 10 millions de livres sterling ou plus</p>	<p>Depuis février 1992</p> <p>Réserves ordinaires (<i>Cash Ratio Deposits</i>) : 0,35 % (0,25 % pour les institutions financières ayant leur principal lieu d'exploitation en Irlande du Nord)</p>	<p>Moyenne des exigibilités en fin de mois, au cours des six mois précédant les mois d'avril et d'octobre</p>	<p>Dépôts bloqués pour une période de 6 mois, avec 3 mois de décalage par rapport à la période de référence</p>	<p>Aucun</p>	<p>Non rémunérés</p>
<p>Suède</p> <ul style="list-style-type: none"> – encours des exigibilités en couronnes, à court et long terme, des résidents et non-résidents – engagements nets en devises des banques 	<p>Depuis avril 1994</p> <p>(0 %)</p>	<p>Moyenne journalière des exigibilités du mois considéré</p>	<p>Montants <i>minimum</i> bloqués pendant le mois, avec décalage de 2 mois par rapport à la période de référence</p>	<p>Encaisses en billets et monnaies</p>	<p>Non rémunérés</p>

ANNEXE 8

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>États-Unis</p> <p>Dépôts de résidents uniquement, en dollars et en devises, dépôts dits de « transactions » (c'est-à-dire à vue ou assortis d'un nombre de retraits mensuels pré-déterminé) et tous types de dépôts à terme pour les personnes morales</p>	<p>– <i>Dépôts de transactions</i> (depuis décembre 1992) (3 %)</p> <ul style="list-style-type: none"> • si montant ≤ 54 milliards de dollars (10 %) • si montant ≥ 54 milliards de dollars <p>– <i>Dépôts à terme</i> (depuis décembre 1990) (0 %)</p>	<p>– <i>Comptes de transactions</i> Principe de la simultanéité sur la base de la moyenne des soldes quotidiens par périodes de 14 jours (avec 2 jours de décalage)</p> <p>– <i>Autres comptes</i> Même principe avec un décalage de 14 jours</p>		Encaisses en billets	Non rémunérés

ANNEXE 9

Assiette des réserves	Taux des réserves	Période de référence	Période de constitution	Actifs retenus, autres que dépôts	Rémunération des dépôts de réserves
<p>Japon</p> <ul style="list-style-type: none"> – dépôts en yens et en devises des résidents et des non-résidents dans les établissements assujettis à la législation bancaire (sauf certaines petites banques, notamment mutualistes) – obligations émises par les banques – fonds déposés sous mandat <i>Money in Trust</i> – dépôts du centre « off shore » (<i>Special Internal Transaction Accounts</i>) 	<p>Depuis le 16 octobre 1991</p> <p>Système d'assujettissement par tranche :</p> <ul style="list-style-type: none"> – pour les dépôts à terme (y compris les certificats de dépôt) 0 % à 1,2 % (cf. encart : il existe 17 taux différents selon le montant des dépôts et l'institution concernée) – pour les autres dépôts (0 % à 1,3 %) (cf. encart) – pour les dépôts des non-résidents et pour ceux en monnaies étrangères des résidents (0,15 % à 0,25 %) 	Niveau moyen des exigibilités au cours du mois considéré	Dépôts du 16 du mois de référence au 15 du mois suivant	Aucun	Non rémunérés

LA SITUATION MONÉTAIRE EN 1995

Cette étude analyse les résultats de la politique monétaire et les modalités de sa mise en œuvre en 1995 et présente une synthèse des évolutions relatives aux agrégats de monnaie et de placement ainsi qu'au financement de l'économie.

XAVIER DENIS

MANUEL VASQUEZ

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service d'Études sur la politique monétaire

EMMANUEL GERVAIS

LUC JACOLIN

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

- L'objectif ultime de la politique monétaire, assurer la stabilité des prix, a été atteint.
- Les taux directeurs ont continué de décroître, dans le prolongement du mouvement amorcé à l'automne 1992, pour revenir à des niveaux très bas.
- L'engagement renouvelé du gouvernement à l'automne de poursuivre la réduction des déficits publics et de respecter ainsi le programme de convergence a contribué favorablement à la détente des taux d'intérêt de marché et à la bonne tenue du franc par rapport aux principales devises européennes.
- La progression de l'agrégat M3 a été soutenue tout au long de 1995, s'inscrivant dans le prolongement du mouvement observé depuis le milieu de 1994. Son rythme de croissance s'est établi, entre moyennes trimestrielles centrées, à 4,1 % à fin décembre, contre + 0,8 % un an auparavant, et s'est ainsi rapproché de sa norme de moyen terme fixée à 5,0 %.
- Le rythme de croissance des financements à l'économie, tel qu'il peut être apprécié au travers de l'examen des évolutions de l'endettement intérieur total, s'est légèrement accéléré au cours du premier semestre de 1995 pour se stabiliser autour de 5 % jusqu'en fin d'année où il s'est sensiblement raffermi, atteignant 5,4 % (contre + 3,9 % en 1994).

1. La politique monétaire

1.1. *Le rôle du Conseil de la politique monétaire*

Le mouvement d'innovation financière et l'essor rapide des marchés de capitaux qui se sont produits dans les économies des pays industrialisés au cours des années quatre-vingt ont fortement affecté l'environnement des politiques monétaires. Les mécanismes de transmission sont devenus plus diversifiés et plus complexes, les agents économiques ayant la possibilité d'arbitrer plus facilement, du côté de leurs placements comme du côté de leurs financements, entre différents types d'instruments. En outre, l'achèvement du processus de libéralisation des mouvements de capitaux et l'interpénétration croissante des marchés ont contribué à donner un rôle accru aux arbitrages internationaux de portefeuille.

Dans ce contexte, l'efficacité des politiques monétaires repose de plus en plus sur leur crédibilité, qui leur permet de peser sur les anticipations des agents économiques. À cette fin, la détermination de la Banque centrale à maîtriser la valeur interne et externe de la monnaie joue un rôle essentiel. En effet, toute résurgence des anticipations d'inflation, si elle n'est pas combattue vigoureusement conduit les investisseurs à exiger une augmentation de la « prime de risque d'inflation » contenue dans les taux d'intérêt à long terme, ce qui renchérit le coût du crédit et peut nuire durablement à la crédibilité de la politique monétaire.

Une condition nécessaire pour assurer la crédibilité de la politique monétaire est l'affirmation d'un engagement en faveur de la stabilité des prix renforcé par le statut d'indépendance de la Banque centrale.

Ainsi la loi du 4 août 1993, qui définit le nouveau statut de la Banque de France, instaure son indépendance et la charge de « définir et de mettre en œuvre la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix » (article premier de la loi). Au sein de la Banque de France, c'est le Conseil de la politique monétaire (CPM) qui est investi de la responsabilité de définir la politique monétaire (article 7 de la loi) et qui décide chaque année du dispositif monétaire pour atteindre l'objectif de stabilité des prix.

À ce titre, le Conseil détermine le niveau des taux directeurs et définit les obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit, notamment l'assiette et le taux des réserves obligatoires. Il a ainsi repris sous son timbre, en mars 1994, les règles précédemment édictées par le Comité de la réglementation bancaire.

Par ailleurs, la loi du 4 août 1993 dispose que le Conseil définit les modalités d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire. Celui-ci a ainsi repris à son compte, dans une décision en date du 27 octobre 1995, la réglementation régissant ces opérations, fixée précédemment par un arrêté du Conseil général de la Banque de France.

Mais, la stabilité des prix ne dépend pas seulement de l'action de la Banque centrale. Elle est tributaire également des autres composantes de la politique économique, notamment de la politique budgétaire dans la mesure où les déséquilibres durables des comptes publics entretiennent les anticipations inflationnistes.

En outre, la crédibilité ne s'acquiert que progressivement : elle dépend en particulier des performances inflationnistes enregistrées par le pays dans le passé. L'ensemble des études économétriques conduites à ce sujet montrent ainsi que les écarts de taux d'intérêt à long terme entre pays s'expliquent principalement par les résultats en termes d'inflation constatés sur longue période ; les anticipations relatives aux taux de change, aux taux d'inflation et aux déficits publics jouent également un rôle. La continuité et la cohérence dans la poursuite de l'objectif de stabilité de la monnaie constituent donc des facteurs déterminants du succès dans la maîtrise de l'inflation.

1.2. La politique monétaire menée en 1995

1.2.1. Le dispositif monétaire adopté pour l'année 1995

Conformément à la loi, le dispositif de politique monétaire retenu pour 1995 par le CPM avait pour objectif final d'assurer la stabilité des prix, lesquels ne devaient pas augmenter globalement de plus de 2 % dans l'année, comme dans une perspective de moyen terme.

Afin d'atteindre cet objectif final, la Banque de France s'est référée, comme l'année précédente, à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne. Le premier est un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen. Le second est un objectif intermédiaire interne de moyen terme. L'agrégat monétaire M3, dont la vitesse de circulation avait été perturbée en 1993 et 1994, devait se rapprocher, en 1995, de sa tendance de moyen terme (de l'ordre de 5 %), elle-même compatible avec une hausse des prix n'excédant pas 2,0 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % à 3,0 % en volume, comprenant un rattrapage progressif du retard de production enregistré les années précédentes. L'assignation d'un objectif de moyen terme à M3 est justifiée par le fait que le profil d'évolution à court terme de cet agrégat peut être perturbé par les arbitrages, souvent provoqués par des modifications de la fiscalité, que les agents économiques opèrent entre placements de nature monétaire et placements financiers. Sur le moyen terme en revanche, l'évolution tendancielle de M3 est beaucoup plus significative.

L'endettement intérieur total (EIT) a été considéré comme un indicateur important. En effet, il permet de suivre l'évolution de l'ensemble des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques, obtenus tant sous forme de crédits que sur les marchés. À l'aide de cet indicateur, la Banque de France analyse les conditions de réalisation de l'objectif interne et vérifie que l'économie française dispose des moyens de financement nécessaires pour accompagner la croissance, tout en prévenant tout risque d'inflation.

Enfin, la Banque de France a indiqué qu'elle continuerait de tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements.

1.2.2. La conduite de la politique monétaire en 1995*L'évolution des taux d'intérêt directeurs*

ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT DIRECTEURS		
<i>(aux dates d'annonce – en pourcentage)</i>		
	Pensions sur appels d'offres	Pensions de 5 à 10 jours
29 juillet 1994	5,00	6,40
8 mars 1995	5,00	8,00 (a)
6 avril 1995	5,00	7,75 (b)
22 juin 1995	5,00	7,50 (c)
6 juillet 1995	5,00	7,25
20 juillet 1995	5,00	7,00
3 août 1995	5,00	6,50
31 août 1995	5,00	6,15
6 octobre 1995	5,00	6,15 (d)
9 octobre 1995	5,00	7,25
16 octobre 1995	5,00	7,00
2 novembre 1995	5,00	6,60
9 novembre 1995	5,00	6,35 (c)
16 novembre 1995	5,00	6,10
17 novembre 1995	4,80	6,10
8 décembre 1995	4,70	6,10
19 décembre 1995	4,45	6,10
21 décembre 1995	4,45	5,85

(a) Pensions de 5 à 10 jours suspendues à compter du 8 mars 1995 :
pensions à 24 heures au taux de 8,0 %

(b) Pensions à 24 heures au taux de 7,75 %

(c) Pensions de 5 à 10 jours

(d) Pensions de 5 à 10 jours suspendues à compter du 6 octobre 1995 :
pensions à 24 heures au taux de 6,15 %

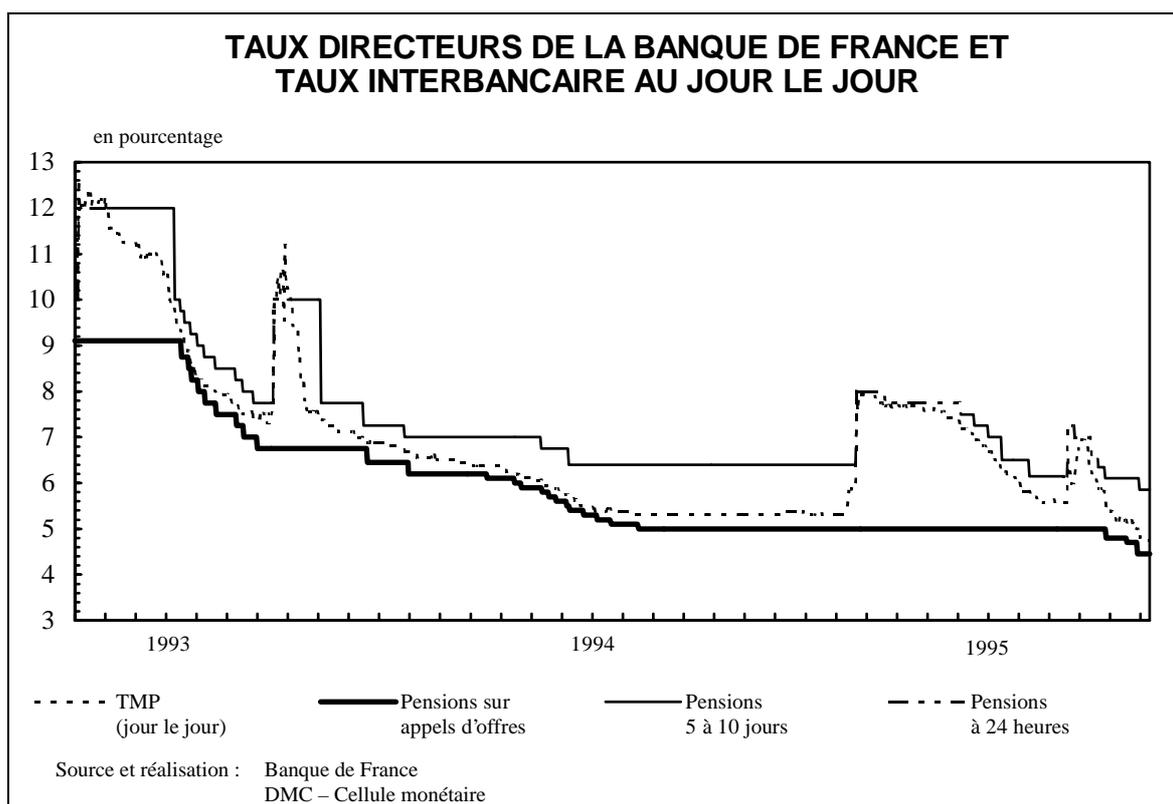
Source : Banque de France
DMC – Cellule monétaire

Réalisation : Banque de France
DESM – SEPM

Au premier semestre, dans un environnement complexe, marqué au plan international par l'affaiblissement du dollar et la crise financière mexicaine, et, en France, par une période d'incertitude affectant la tenue du franc, le CPM a décidé de ramener à 24 heures la durée des pensions de 5 à 10 jours et à en relever provisoirement le taux de 6,40 % à 8,0 % tout en maintenant le taux des appels d'offres à 5,0 %. Mais, dès le mois d'avril, il a procédé à un repli graduel du taux des prises en pension et il a rétabli en juin leur durée normale.

Le repli s'est poursuivi au second semestre. Après une résurgence momentanée des tensions sur les marchés en octobre, le Conseil a accéléré son action et entrepris une baisse graduelle des taux directeurs, en réponse à l'affirmation forte de l'engagement gouvernemental en faveur de la construction européenne et de la réduction progressive des déficits publics et sociaux ; cette orientation a également été facilitée par la maîtrise de l'inflation, l'évolution des agrégats monétaires et la tenue du franc. Le taux des appels d'offres s'établissait ainsi à 4,45 % le 19 décembre, soit le plus bas niveau atteint depuis 23 ans, alors qu'il s'élevait à 5,0 % à la fin de 1994.

La diminution des taux directeurs en 1995 s'inscrit donc dans une tendance à la baisse amorcée à l'automne 1992 et provisoirement interrompue lors de la crise de change qui a affecté le Système monétaire européen (SME) pendant l'été 1993, puis lors des périodes de tension qu'a connues le franc en 1995.

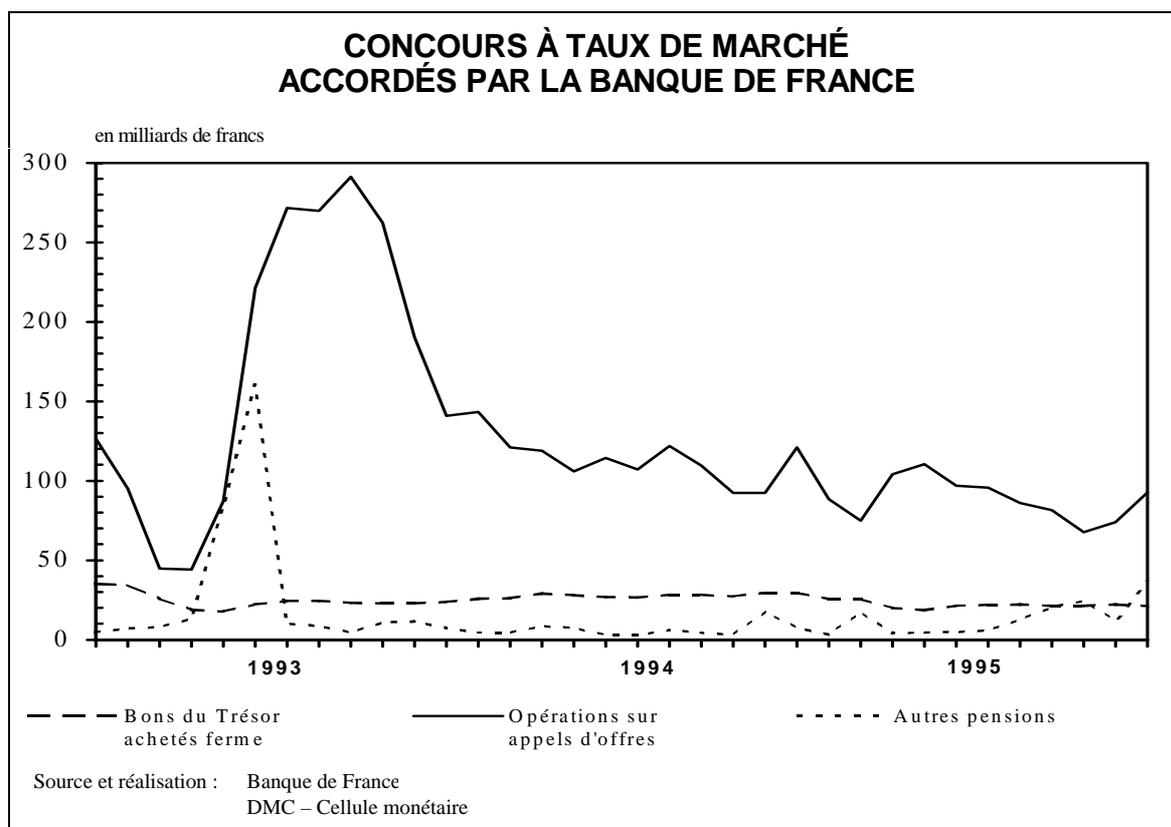


L'évolution de la liquidité bancaire

Au cours de l'année 1995, le volume moyen mensuel des concours nets consentis aux établissements de crédit s'est quelque peu réduit, passant de 154,8 milliards de francs en janvier à 136,4 milliards en décembre. Cette réduction s'est traduite par une baisse des opérations sur appels d'offres, qui représentent la composante principale du refinancement accordé au système bancaire, ainsi que du portefeuille de bons du Trésor achetés ferme.

La diminution du besoin de refinancement a résulté des effets cumulés d'une augmentation des réserves nettes de change, de la diminution des avoirs conservés par le Trésor public sur son compte auprès de la Banque de France et de l'accroissement au cours du mois de décembre du solde des opérations diverses.

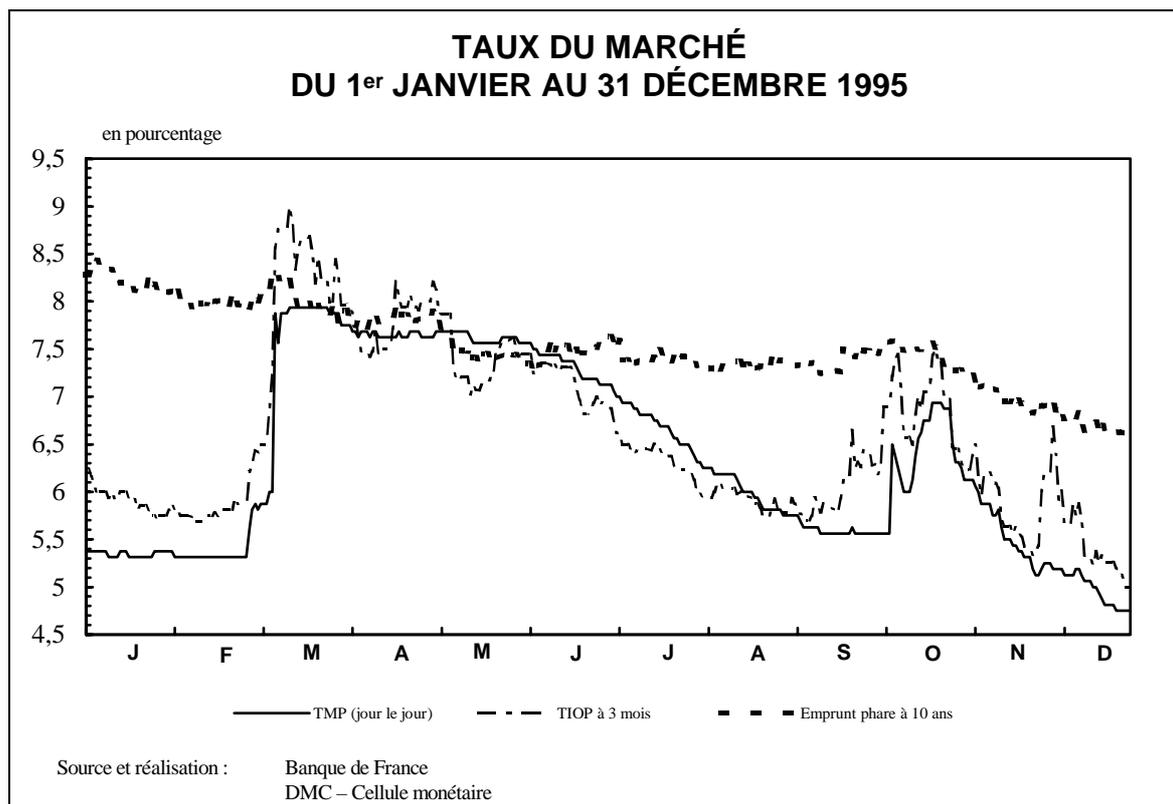
Par ailleurs, en application de l'article 104 du Traité sur l'Union européenne qui interdit tout nouveau financement du secteur public par les banques centrales depuis le 1^{er} janvier 1994, le Trésor public a poursuivi le remboursement par dixième des avances précédemment consenties par la Banque de France. Ces avances, qui s'établissent désormais à 19,2 milliards de francs, seront apurées progressivement d'ici le 31 décembre 2003 ou de manière anticipée à tout moment.



En ce qui concerne les autres facteurs autonomes de la liquidité bancaire, le stock de billets en circulation n'a que peu fluctué, autour de 250 milliards de francs, et le niveau des réserves obligatoires, qui entretient un besoin de refinancement supplémentaire de l'ordre de 7 milliards de francs en moyenne, a été stable tout au long de l'année, comme cela a d'ailleurs été le cas depuis la modification des coefficients en mai 1992.

1.2.3. Les taux de marché : une orientation à la baisse qui s'amplifie en fin d'année sur l'ensemble des échéances

Momentanément annulé à deux reprises en 1995 (en mars et en octobre), lorsque les taux à court terme ont suivi le relèvement momentané des taux directeurs, l'écart entre rendements à long terme et taux à court terme est resté le plus souvent nettement positif. D'une fin d'année à l'autre, il s'est néanmoins réduit de près de moitié, en raison d'une détente des taux à long terme plus prononcée que celle des taux de marché à court terme.

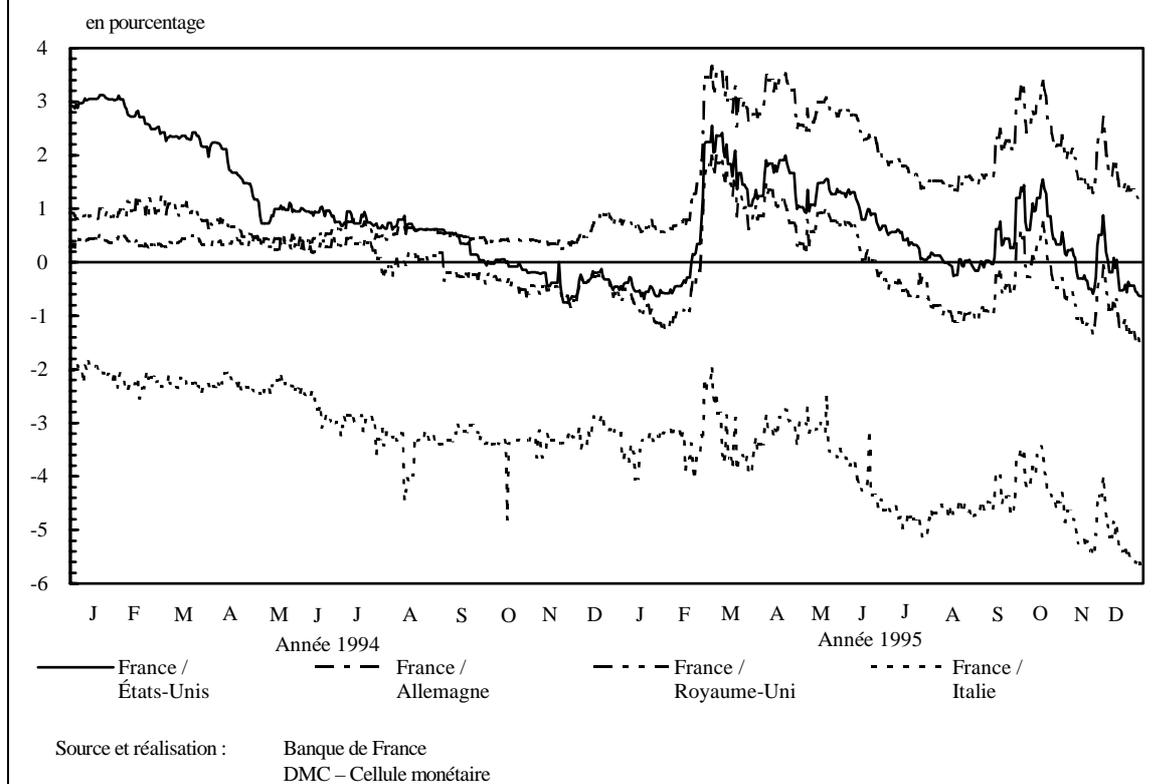


Les taux d'intérêt à court terme en repli au quatrième trimestre

En forte baisse en 1994, les taux d'intérêt à court terme ont fortement augmenté en mars 1995 en liaison avec les perturbations sur les marchés de change. Ils se sont ensuite rapidement repliés dans le sillage des taux directeurs, les taux à trois mois retrouvant dès le mois d'août leur niveau, inférieur à 6 %, de janvier 1995. Après une légère remontée transitoire en octobre, cette baisse s'est accentuée en fin d'année sur toutes les échéances. Sur l'ensemble de l'année, les taux d'intérêt à trois mois auront ainsi diminué de près de 60 points de base.

L'écart entre les taux d'intérêt à trois mois français et les taux allemands de même échéance a connu les mêmes fluctuations. S'établissant à 72 points de base en moyenne mensuelle en janvier, cet écart s'est établi, après quelques périodes de tension, à moins de 120 points de base en fin d'année.

ÉCART ENTRE TAUX INTÉRIEURS À 3 MOIS du 1^{er} janvier 1994 au 31 décembre 1995



En revanche, en 1995 comme en 1994, les écarts négatifs entre les taux d'intérêt à court terme français et les taux pratiqués en Italie et au Royaume-Uni se sont élargis pour dépasser respectivement 550 points de base et 150 points de base à fin décembre. Enfin, les taux français étaient redevenus, à la même date, inférieurs de près de 60 points de base aux taux américains.

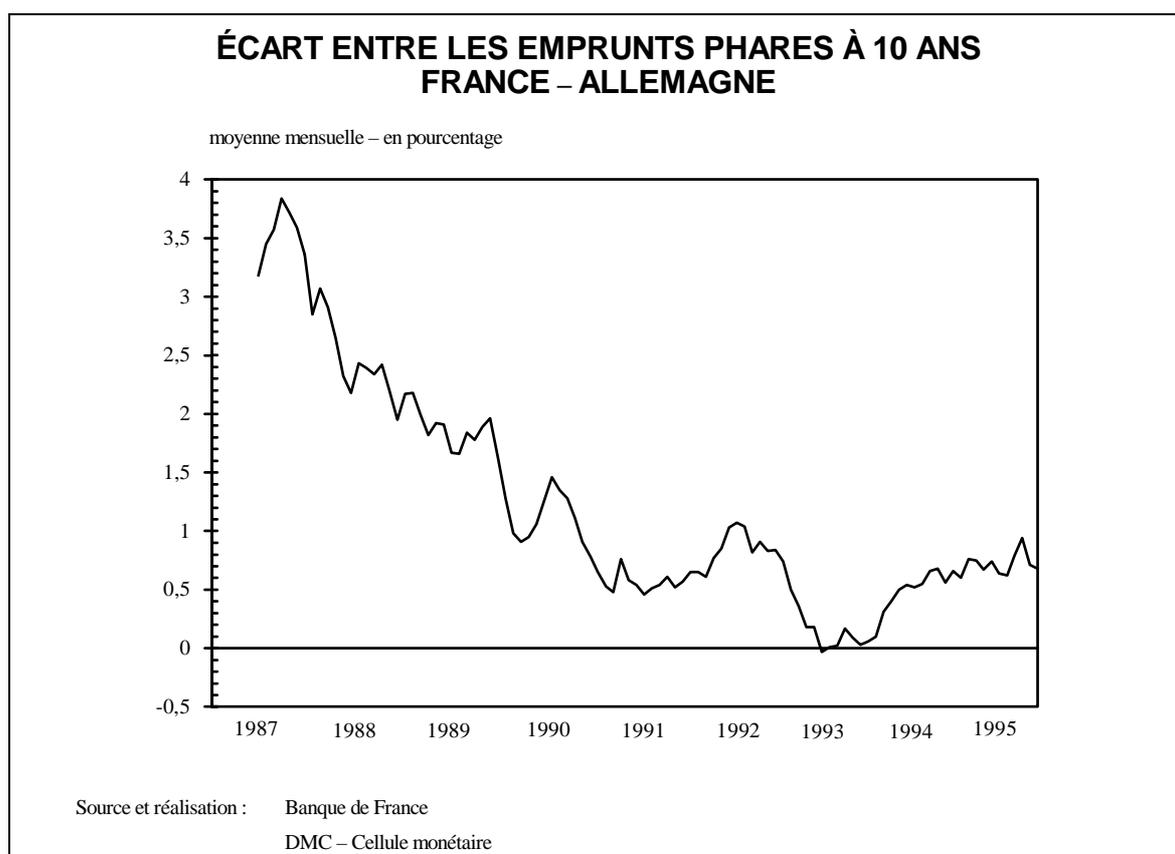
Les taux d'intérêt à long terme en baisse quasi continue

La politique monétaire a un impact déterminant sur le niveau des taux d'intérêt aux échéances les plus courtes. En revanche, son influence sur la formation des taux d'intérêt à long terme est indirecte. Ces derniers sont déterminés sur les marchés des capitaux où ils reflètent la confrontation d'une offre et d'une demande de fonds à l'échelle mondiale. Les travaux de la Banque de France, comme ceux des institutions économiques internationales, soulignent que les écarts entre taux à long terme enregistrés d'un pays à l'autre s'expliquent largement par les performances passées et anticipées en matière de taux d'inflation, de taux de change et de déficit budgétaire. Ces écarts reflètent donc en partie le degré de confiance des marchés dans la politique anti-inflationniste des banques centrales et la crédibilité de celles-ci.

Après la hausse des taux d'intérêt à long terme observée en 1994, les marchés obligataires ont été dans l'ensemble favorablement orientés en 1995. Ce retournement est principalement imputable à la dissipation des craintes d'une reprise de l'inflation aux États-Unis, à la réduction des incertitudes relatives à la consolidation des finances publiques dans les pays industrialisés et au ralentissement de la croissance mondiale. Toutefois, l'ampleur des diminutions des taux d'intérêt à long terme dans les différents pays a été contrastée.

En France, le taux de l'emprunt phare à 10 ans s'établissait à 8,23 % en moyenne mensuelle en janvier 1995, un niveau comparable à celui qui avait été enregistré au début de l'année 1993. Il s'est ensuite replié de manière quasi continue tout au long de l'année, la baisse s'accroissant même en fin de période pour revenir à 6,75 % en moyenne mensuelle en décembre.

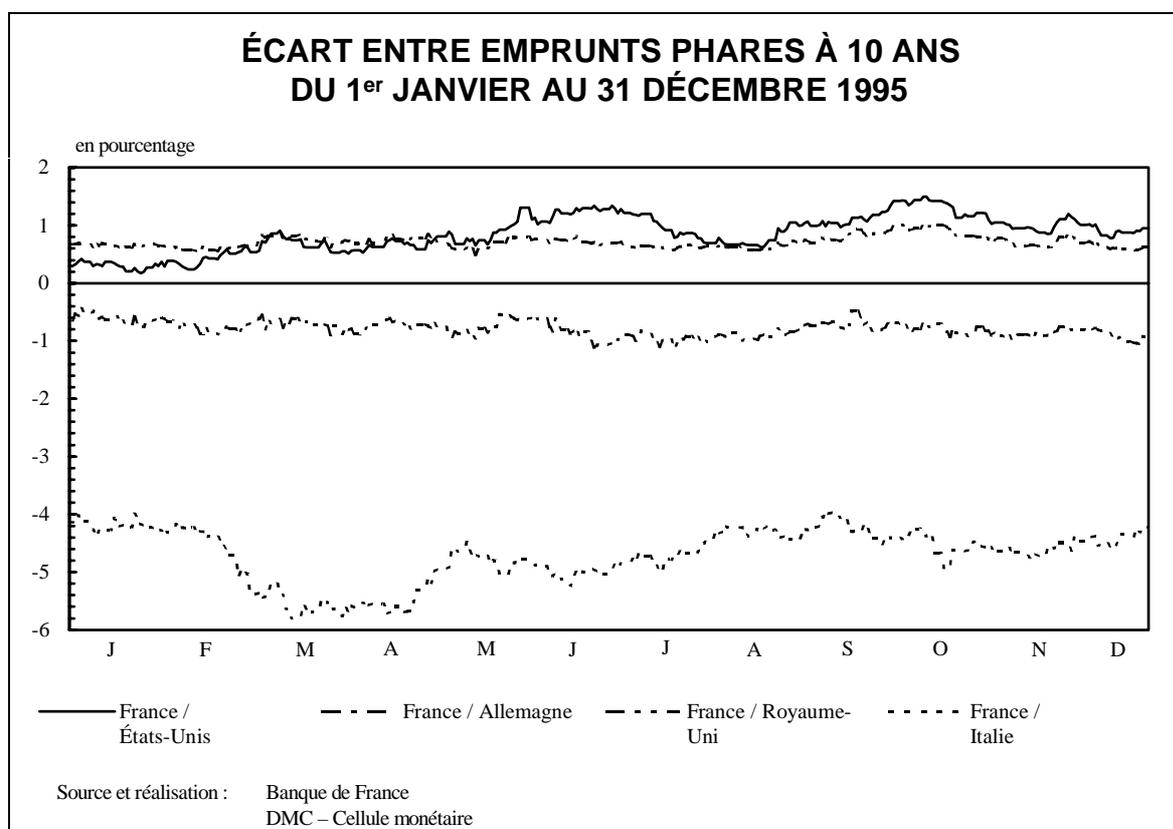
L'écart entre les taux d'intérêt à long terme français et allemands s'est légèrement accru en cours d'année, avant de retrouver à la fin de l'année son niveau du début de l'année 1995, de l'ordre de 65 points de base. Pour la cinquième année consécutive, cet écart, qui s'élevait encore à près de 4 % au début de l'année 1987, est ainsi demeuré sensiblement inférieur à 1 % en moyenne annuelle.



Quasi nul à la fin de 1994, l'écart avec les taux américains s'est élargi, le ralentissement de l'économie ayant été plus précoce aux États-Unis. En revanche, les taux d'intérêt à long terme des pays ayant connu une dépréciation de leur monnaie demeurent nettement au-dessus des taux français ; les écarts en moyennes mensuelles avec le Royaume-Uni et l'Italie se sont même élargis pour atteindre respectivement 100 points de base et 430 points de base en fin de période.

L'économie française a ainsi bénéficié dans l'ensemble de conditions de financement plus favorables, ce qui traduit la crédibilité croissante de la politique monétaire française et l'engagement pris pour le redressement des finances publiques.

ÉCART ENTRE EMPRUNTS PHARES À 10 ANS DU 1^{er} JANVIER AU 31 DÉCEMBRE 1995



1.2.4. Le coût du crédit

Selon les enquêtes de la Banque de France, le coût du crédit, qui avait été orienté à la baisse en 1994, s'est dans l'ensemble stabilisé durant les trois premiers trimestres de 1995, avant de connaître une nouvelle baisse au quatrième trimestre dans le sillage des taux de marché.

Le coût du crédit aux particuliers

Après avoir progressé au cours du premier semestre 1995, le coût du crédit aux particuliers s'est réduit pendant les troisième et quatrième trimestres, bénéficiant ainsi de la détente des taux de marché.

Les crédits immobiliers à taux variable ont notamment enregistré une baisse sensible en raison de la diminution des taux d'intérêt de long terme et de la concurrence entre établissements prêteurs.

La baisse des conditions débitrices attachées aux crédits de trésorerie apparaît moins marquée, les découverts permanents demeurant à un niveau plus élevé au cours du dernier trimestre 1995 par rapport à la même période de 1994.

TAUX EFFECTIFS MOYENS DES CRÉDITS AUX PARTICULIERS (a)						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Crédits de trésorerie			Crédits immobiliers		
	Prêts d'un montant ≤ 10 000 francs	Découverts prêts permanents ventes à tempéraments > 10 000 francs	Prêts personnels et autres prêts > 10 000 francs	À taux fixe	À taux variable	
Janvier 1993	19,73	16,95	15,16	11,50	11,10	
Avril 1993	20,32	16,82	15,25	11,31	11,01	
Juillet 1993	19,22	15,76	14,29	10,23	10,09	
Octobre 1993	17,92	14,89	12,62	10,01	9,68	
Janvier 1994	17,89	14,74	12,41	9,51	9,34	
Avril 1994	16,00	13,40	11,98	8,87	9,04	
Juillet 1994	16,18	13,11	11,92	8,88	8,80	
Octobre 1994	16,46	13,34	11,50	9,07	9,13	
Janvier 1995	16,46	14,49	11,91	9,29	9,16	
Avril 1995	16,79	14,45	11,86	9,49	9,25	
Juillet 1995	16,14	14,54	11,92	9,37	8,77	
Octobre 1995	16,42	14,37	11,75	9,28	8,57	
Janvier 1996	16,23	14,07	11,74	9,17	8,29	

(a) Taux moyens en moyenne arithmétique

Source : Banque de France
Direction de la Conjoncture – SSC

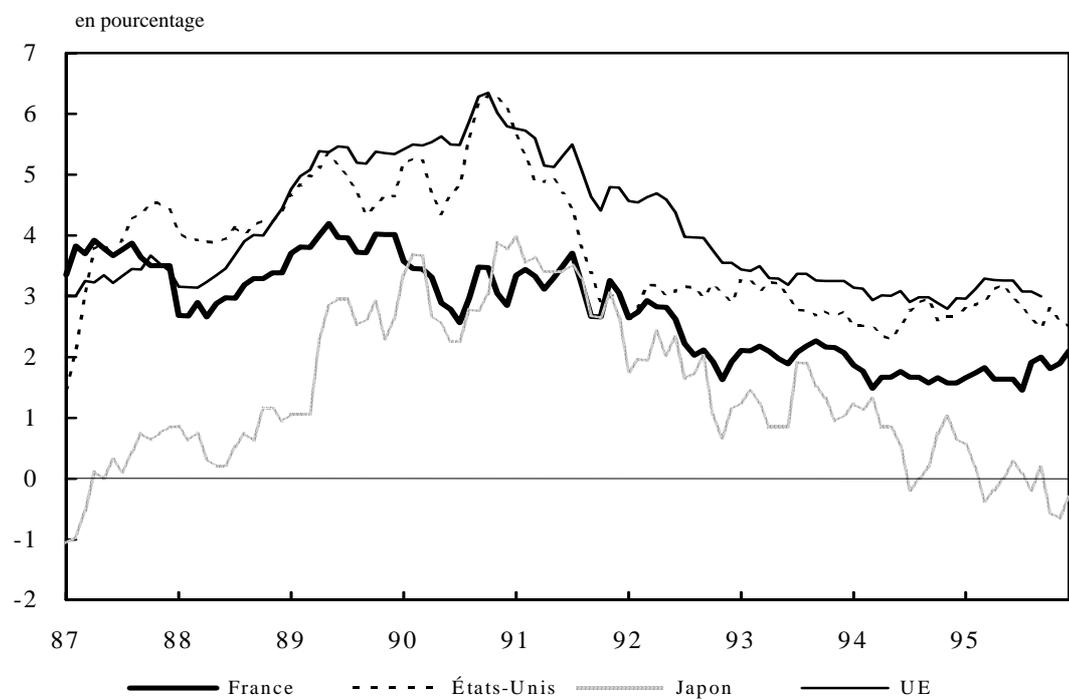
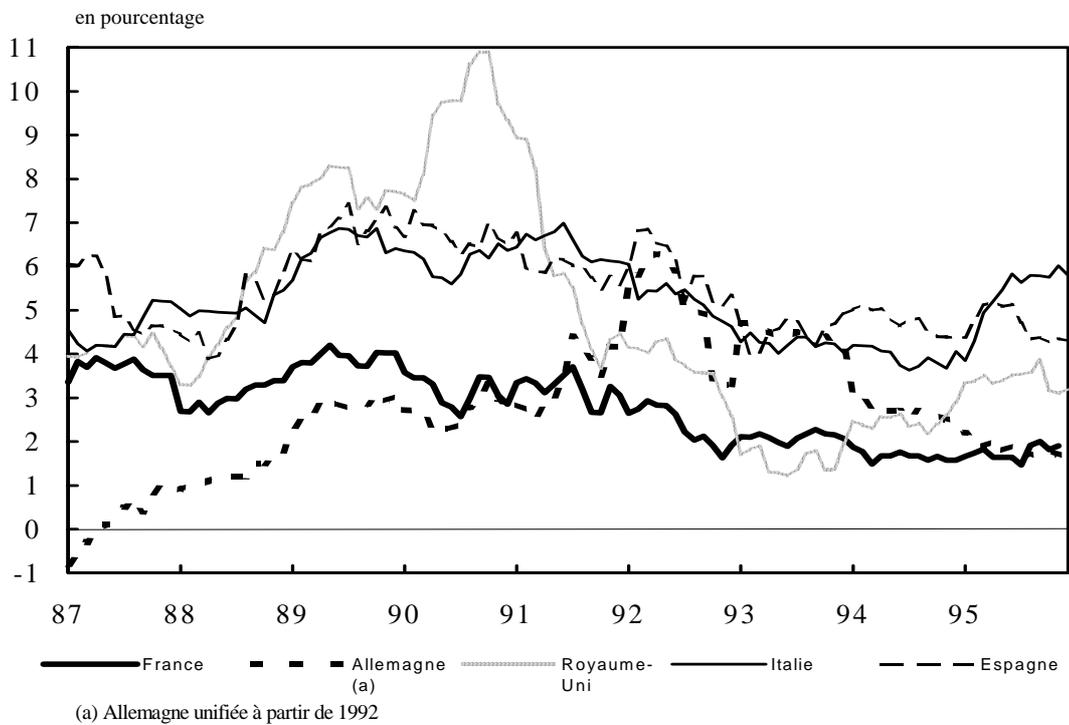
Réalisation : Banque de France
DESM – SEPM

Le coût du crédit aux entreprises

Entre janvier 1995 et janvier 1996, les taux moyens des prêts aux entreprises ont connu des évolutions différentes selon les montants.

Le coût des prêts de petit montant s'est graduellement réduit tout au long de l'année, tandis que le coût des prêts de montant plus élevé s'est légèrement accru jusqu'au troisième trimestre, avant de connaître une baisse plus prononcée en fin d'année. Cette divergence résulte du fait que les prêts de petit montant sont plus fréquemment référencés sur le taux de base bancaire — qui est passé de 8,25 % en début d'année à 7,50 % en fin d'année —, tandis que les prêts plus importants suivent les taux de marché dont l'évolution est plus heurtée.

ÉVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX (en glissement sur 12 mois)



Sources : Statistiques nationales – OCDE
Réalisation : Banque de France
DDPE – BSME

L'objectif intermédiaire externe

L'objectif de stabilité externe de la monnaie a été tenu, puisque la stabilité du franc vis-à-vis du groupe des monnaies les plus stables participant au mécanisme de change européen a été assurée, ce qui a fortement contribué à limiter l'inflation.

**TAUX DE CHANGE NOMINAL DU FRANC
CONTRE DEVICES EN 1995**

(cours moyen mensuel)

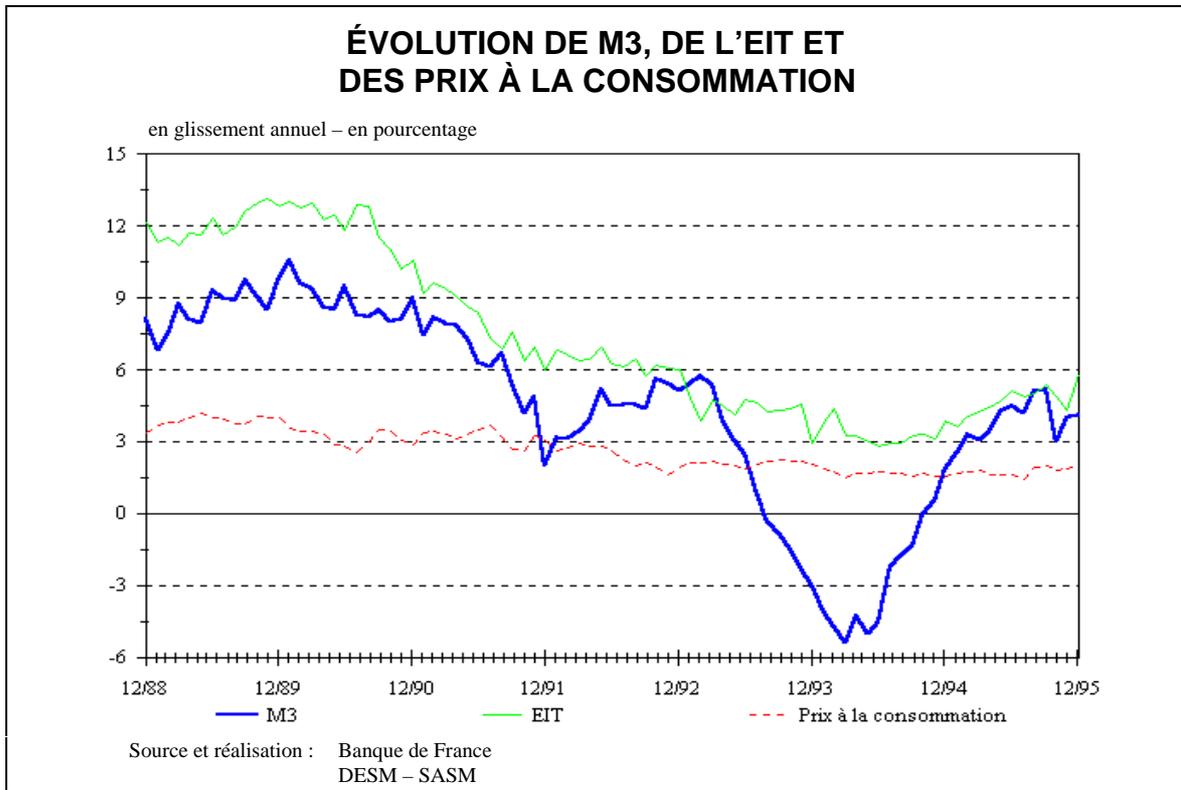
	Deutschemarks/Franc	Florin/Franc
Janvier	3,458	3,084
Février	3,479	3,103
Mars.....	3,542	3,159
Avril.....	3,510	3,134
Mai	3,537	3,160
Juin	3,511	3,137
Juillet	3,480	3,106
Août.....	3,439	3,071
Septembre.....	3,449	3,079
Octobre.....	3,493	3,119
Novembre.....	3,448	3,079
Décembre.....	3,445	3,077

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes

L'objectif intermédiaire interne

L'objectif intermédiaire de stabilité interne de la monnaie, défini par une norme de croissance à moyen terme de l'ordre de 5 % pour M3, a été respecté. En effet, après deux années où la vitesse de circulation de cet agrégat avait été fortement perturbée par divers facteurs exceptionnels, notamment fiscaux, la progression de M3 s'est raffermie en 1995 et ressort à 4,1 % en glissement annuel entre moyennes trimestrielles centrées.

Du côté des financements, la croissance de l'endettement intérieur total (EIT), qui était voisine de 4 % en 1994, s'inscrit désormais sur une tendance proche de 5 % en glissement annuel à fin décembre 1995, en dépit d'un léger ralentissement de l'endettement de l'État. Il se confirme ainsi que les mécanismes à l'œuvre dans la décélération de la progression de l'EIT en 1994 étaient de nature transitoire et que l'économie française a bénéficié au cours des deux dernières années d'un volume de financement approprié à sa position dans le cycle de l'activité.



1.3. La politique monétaire pour 1996

Le dispositif de politique monétaire arrêté par le Conseil de la politique monétaire pour 1996 a fait l'objet du communiqué de presse suivant.

« 1. L'objectif final de la politique monétaire demeure, comme le veut la loi, la stabilité des prix, dont le glissement annuel ne devra pas dépasser 2 % à la fin de 1996 comme dans une perspective de moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire continuera de suivre attentivement l'évolution de l'ensemble des indicateurs précurseurs des tensions inflationnistes, notamment le taux d'utilisation des capacités de production, les coûts de production et les cours des matières premières.

2. Afin de réaliser cet objectif final, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne :

– l'objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie : comme c'est le cas depuis maintenant neuf ans, la stabilité du franc continuera d'être assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– l'objectif intermédiaire interne de moyen terme de 5 % pour la croissance de l'agrégat monétaire M3 : M3 devrait continuer de s'inscrire dans une tendance de moyen terme de l'ordre de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2,0 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui pourrait être dépassée compte tenu d'un potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme.

3. L'endettement intérieur total (EIT) restera un indicateur important : il permet à la Banque de France de vérifier que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires à sa croissance ; il facilite le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques.

Enfin, la Banque de France, parmi d'autres indicateurs, continuera de suivre étroitement l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements courants.

4. En 1996, la politique monétaire visera à assurer la stabilité des prix et à défendre ainsi le pouvoir d'achat de la monnaie au service de tous les Français. De la sorte, elle contribuera à renforcer la compétitivité de l'économie française, à lui donner de bonnes conditions de financement et donc à créer un environnement financier favorable à la croissance et à la création d'emplois, participant ainsi à la lutte contre le chômage. »

Par ailleurs, présentant le 18 janvier 1996⁹ les objectifs monétaires décrits ci-dessus, le gouverneur de la Banque de France a fait la communication suivante, au nom du Conseil de la politique monétaire qu'il préside.

« Le respect des principes directeurs de notre politique monétaire est de nature à créer un climat propice à la confiance, donc à la croissance de l'investissement productif des entreprises et à un plus grand dynamisme de la consommation des ménages. Mais la politique monétaire ne peut tout faire à elle seule. Elle doit recevoir le soutien des autres composantes de la politique économique.

De ce point de vue, le Conseil de la politique monétaire a noté que l'évolution globale des revenus et des coûts est en ligne avec le message de modération qu'il avait adressé en décembre 1994. Cette tendance est opportune, tant il est vrai que notre croissance et donc notre création d'emplois dépendent, toutes choses égales par ailleurs, de notre capacité à préserver et à renforcer notre compétitivité en maîtrisant nos coûts de production. De même, le Conseil de la politique monétaire observe-t-il que l'investissement productif des entreprises est sur une pente ascendante, ce qui est nécessaire pour maintenir et renforcer les conditions d'une croissance non inflationniste à moyen terme, comme il l'avait souligné il y a un an en adressant un message aux chefs d'entreprise.

Au-delà, le Conseil de la politique monétaire souhaite insister, plus particulièrement, sur deux points.

1. En premier lieu, la Banque de France approuve la stratégie de réduction progressive et ordonnée des déficits publics. Elle considère, en particulier, que la réduction des déficits structurels est prioritaire et doit reposer au premier chef sur la réduction de la dépense publique. Le Conseil de la politique monétaire rappelle que les pays industrialisés des deux côtés de l'Atlantique partagent le sentiment que les déficits publics élevés — quelles que soient les satisfactions limitées et éphémères qu'ils peuvent apporter pendant de brèves périodes — constituent des obstacles à la croissance et à la création d'emplois et non des facteurs favorables. En dépit du ralentissement de la croissance en Europe, observé à la fin de l'année 1995, la stratégie retenue doit être poursuivie. Les engagements de maîtrise de la dépense et de réduction à moyen terme des déficits publics ont substantiellement amélioré la crédibilité de l'économie française. Il faut préserver et consolider cette amélioration de notre situation retracée dans les baisses importantes de nos taux d'intérêt de marché, qui constituent aujourd'hui un environnement financier plus favorable à la croissance et donc à la création d'emplois que cela n'a été le cas depuis le début des années quatre-vingt.

2. En second lieu, le Conseil de la politique monétaire ne peut qu'encourager l'ensemble des responsables de notre pays à poursuivre les réformes structurelles engagées. Cela permettra à notre économie d'avoir une croissance encore plus créatrice d'emplois. Des adaptations paraissent nécessaires dans de nombreux domaines et en particulier dans l'éducation, la formation professionnelle et le fonctionnement du marché du travail. Elles semblent faire l'objet d'un accord de plus en plus large dans l'opinion. Il faut y travailler résolument, tout particulièrement s'agissant des réformes facilitant l'emploi des jeunes peu ou mal qualifiés. »

2. Les actifs financiers et le financement de l'économie

2.1. Les actifs financiers

Le tableau des financements et des placements (TFP) présente une synthèse des principales évolutions des placements et des financements des agents non financiers résidents (ménages, entreprises, administrations publiques et privées).

En termes de flux, il fait apparaître pour l'année 1995 une progression du total des placements — monétaires ou à long terme — et un accroissement des financements résultant, pour l'essentiel, de l'amorce de reprise de l'endettement des sociétés et des ménages.

En ce qui concerne les financements, le taux de progression de l'endettement intérieur total (EIT) s'est redressé pour atteindre 5,4 % en glissement annuel, contre 3,9 % en 1994.

Les émissions nettes de titres de créances négociables ont enregistré une légère progression. Comme l'année précédente, les bons du Trésor représentent la quasi-totalité de la collecte nette, alors que les entreprises ont globalement réduit leur recours à ce compartiment du marché.

Comme en 1994, l'État reste le plus gros emprunteur en obligations domestiques, drainant l'essentiel de la collecte nette sur ce marché. La demande de capitaux à long terme des sociétés non financières est restée faible tant sur le marché obligataire domestique que sur les marchés internationaux.

Enfin, après trois années de baisse, l'endettement des sociétés non financières auprès des établissements de crédit a amorcé une légère remontée, l'épargne brute dégagée par les sociétés non financières restant cependant importante.

Du côté des placements, la collecte nette d'épargne longue a représenté plus de 65 % de la collecte totale, confirmant l'évolution observée depuis le milieu des années quatre-vingt.

Les placements en actifs monétaires se sont inscrits dans une tendance proche de la norme de moyen terme d'une croissance de 5 %, affichée en début d'année par les autorités monétaires. L'agrégat M3 progresse en effet de 4,1 % en moyenne trimestrielle.

Les placements en produits d'épargne contractuelle — regroupés au sein de l'agrégat P1 — sont demeurés soutenus, enregistrant même un léger accroissement par rapport à l'année précédente, notamment sur les plans d'épargne populaire (PEP) et les plans d'épargne-logement (PEL).

De même, compte tenu de la bonne orientation des marchés de taux, les placements à caractère « obligataires », repris dans l'agrégat P2, sont restés dynamiques. Par ailleurs, l'engouement pour les produits d'assurance-vie ne s'est pas démenti, en dépit de la suppression de l'avantage fiscal à l'entrée pour certaines catégories de revenus.

En revanche, la progression des placements en actions ou produits assimilés, inclus dans l'agrégat P3, s'est ralentie par rapport à l'année précédente, en raison de l'atonie du marché boursier (– 0,5 % pour l'indice CAC 40) et de la révision en baisse en cours d'année des perspectives de bénéfices par action pour l'année 1996.

TABLEAU DES FINANCEMENTS DE L'ÉCONOMIE ET DES PLACEMENTS FINANCIERS (a)

(en milliards de francs)

Placements des agents non financiers résidents	1994	1995		Financements reçus par les agents non financiers résidents	1994	1995	
	Flux	Flux	Encours		Flux	Flux	Encours
M1	45,6	150,2	1 822,1	Obligations			
M2 – M1	103,9	113,6	1 446,1	(marché intérieur)	228,0	215,1	2 280,1
M3 – M2	-58,4	14,4	2 234,7	Obligations			
M4 – M3	23,9	34,5	107,7	(marchés internationaux)	1,1	24,0	147,9
Avoirs à court terme des résidents à l'étranger	20,2	10,6	254,6	Titres du marché monétaire	143,3	135,2	1 213,2
Total des actifs monétaires ..	135,2	323,3	5 865,2	Dettes non négociables nettes de l'État	71,3	35,4	283,9
				Crédits auprès des agents résidents	-87,4	139,8	6 564,1
				Crédits auprès des agents non- résidents	18,9	-13,4	116,5
P1	147,3	190,5	1 641,9	Endettement intérieur total.	375,2	536,1	10 605,8
P2	285,5	286,4	3 416,6	Actions	256,4	215,0	13 298,8
P3	250,0	124,7	15 055,6	Total général des financements	631,6	751,1	23 904,6
Total des placements à moyen et long terme	682,8	601,6	20 114,1	Différence entre les placements et les financements	186,4	173,8	2 074,7
Total général des placements	818,0	924,9	25 979,3				

(a) Données brutes annuelles, chiffres estimés pour 1995, sauf agrégats M

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SESOF

2.1.1. Les agrégats de monnaie

La progression de l'agrégat M3 a été soutenue tout au long de 1995, s'inscrivant dans le prolongement du mouvement observé depuis le milieu de 1994. Son rythme de croissance s'est établi, entre moyennes trimestrielles centrées, à 4,1 % à fin décembre, contre + 0,8 % un an auparavant, et s'est ainsi rapproché de sa norme de moyen terme fixée à 5,0 %.

ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS DE MONNAIE

(en données brutes – taux de croissance annuel en pourcentage)

	1993		1994		1995 (c)	
	En glissement (a)	En moyenne trimestrielle (b)	En glissement (a)	En moyenne trimestrielle (b)	En glissement (a)	En moyenne trimestrielle (b)
M1.....	1,4	0,2	2,8	2,9	9,0	3,8
M2.....	1,7	0,6	5,2	5,2	8,8	5,5
M3.....	-2,9	-2,2	1,8	0,8	5,3	4,1
M4.....	-3,0	-2,2	2,2	1,2	5,9	4,3

(a) De décembre à décembre

(b) Moyenne d'octobre, novembre, décembre de l'année sur la moyenne d'octobre, novembre, décembre de l'année précédente

(c) Chiffres provisoires

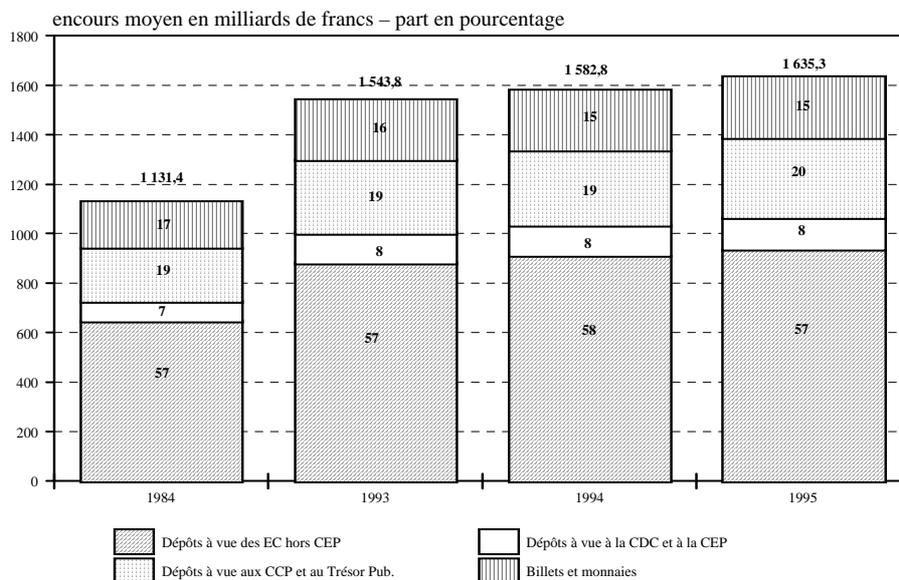
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 20 mai 1996

Dans un contexte de ralentissement de l'activité économique, le développement des moyens de paiement compris dans M1 est resté modéré jusqu'en novembre, puis s'est nettement accéléré, les mouvements sociaux de fin d'année ayant alors entraîné la constitution d'encaisses à vue provisoirement très importantes. Au total, la progression annuelle de M1 ressort à 3,8 % à fin 1995, contre 2,9 % en 1994.

STRUCTURE DE M1



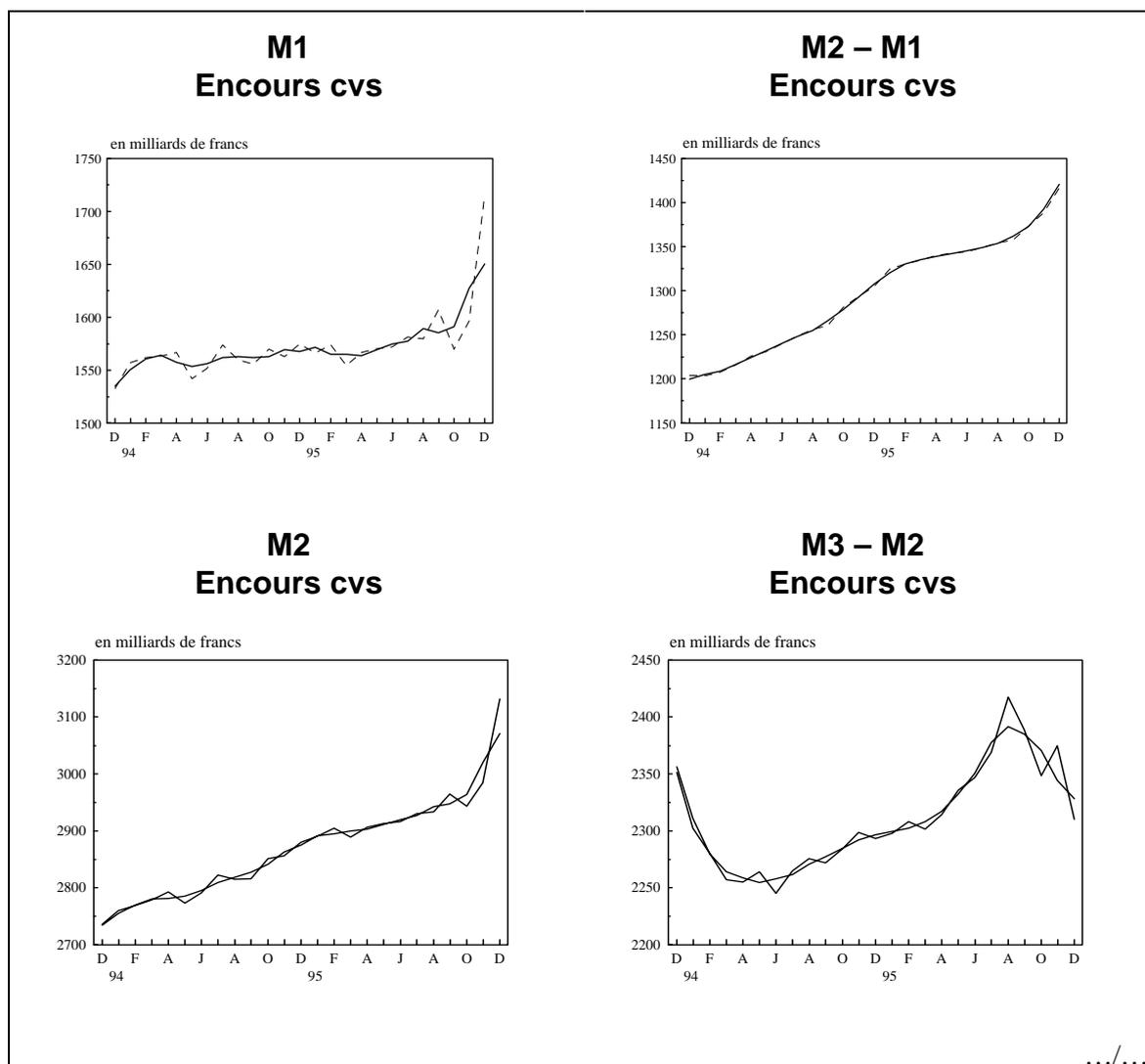
Source et réalisation : Banque de France

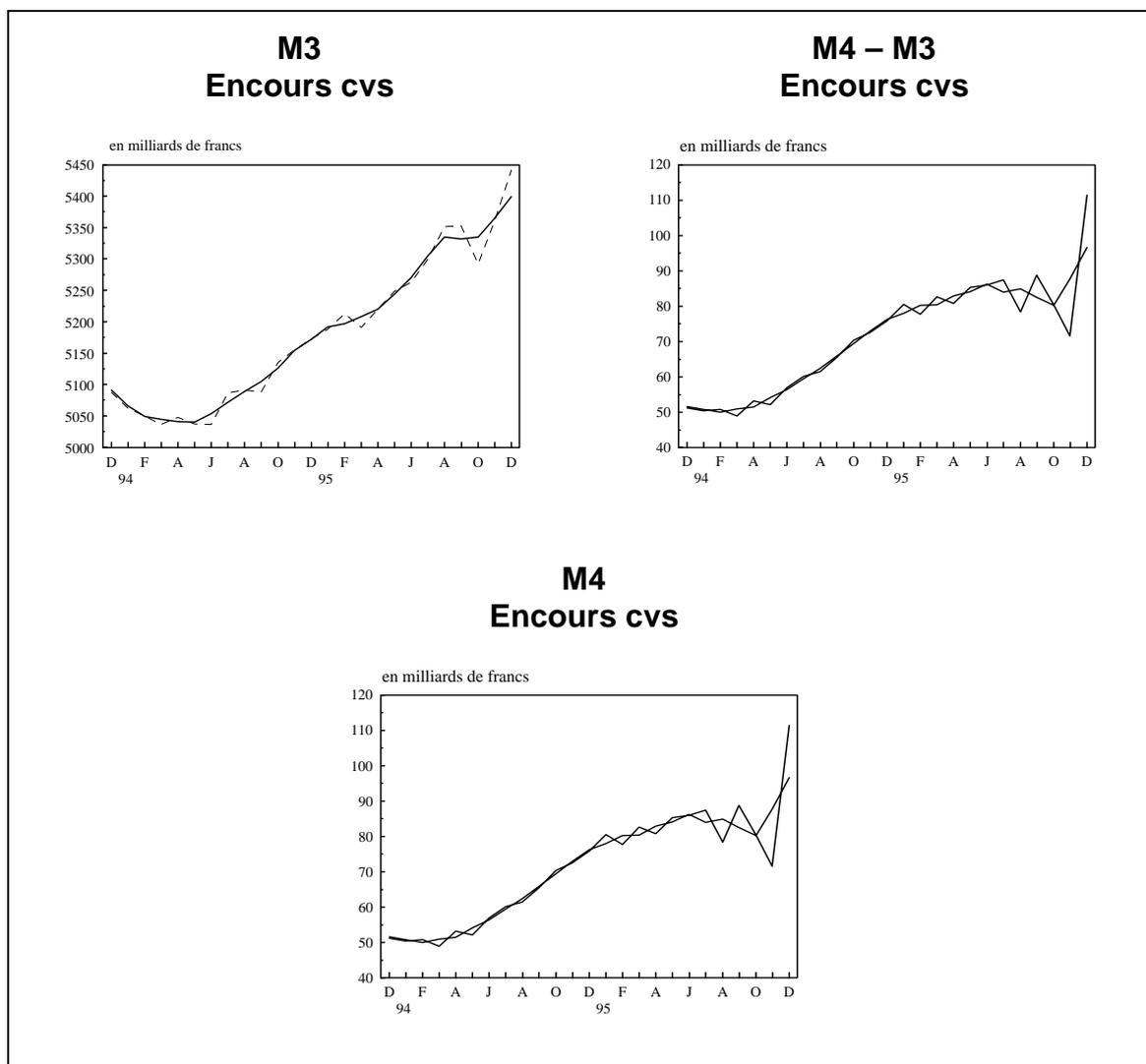
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Après une forte hausse en 1994, la croissance des comptes sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) s’est ralentie jusqu’en septembre, notamment sous l’effet de la reprise très marquée des comptes à terme. Mais au dernier trimestre, la détente des taux de marché à court terme, ainsi que l’annonce d’un alourdissement de la fiscalité de la plupart des autres produits financiers à compter de 1996, ont conduit à une réorientation des placements vers les principaux livrets (A, bleus et Codevi), dont la rémunération — non soumise à l’impôt et demeurée inchangée depuis 1986 — est redevenue comparativement très attractive.

La progression annuelle des livrets A et bleus a ainsi atteint 6,0 % en 1995, après 6,2 % en 1994, et les Codevi, dont le plafond de dépôt avait été relevé de 20 000 francs à 30 000 francs au 1^{er} octobre 1994, se sont accrus à un rythme encore très soutenu (25,8 % en 1995, après 36,9 % en 1994). En revanche, la croissance annuelle des comptes d’épargne-logement, dont le taux de rémunération a été ramené de 2,75 % à 2,25 % le 16 février 1994, est restée limitée, revenant de 3,8 % en 1994 à 2,1 % en 1995, et celle des livrets soumis à l’impôt s’est nettement ralentie, s’établissant à 0,6 % en 1995, au lieu de 5,5 % en 1994.

Au total, la croissance de M2 – M1 s’élève à 7,6 % en 1995, au lieu de 8,3 % en 1994 et celle de M2 à 5,5 %, après 5,2 %.





Les placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2), dont la reprise s'était amorcée au second semestre de 1994, se sont développés rapidement jusqu'en août, puis ont enregistré un repli. Leur variation sur un an est néanmoins positive (+ 2,3 %), alors qu'elle ressortait en baisse de 4,3 % à fin 1994.

Parmi ces placements, les comptes à terme, dont la fiscalité a été allégée en 1995 et alignée sur celle des revenus obligataires, ont bénéficié d'un vif essor jusqu'en octobre. Mais ils ont entamé un mouvement de repli par la suite en raison de l'anticipation de la baisse de leurs rendements, alors que les niveaux offerts jusqu'alors étaient attractifs. Malgré le retournement de tendance observé en fin d'année, le rythme de croissance de ces placements a été particulièrement élevé en 1995 (+ 32,7 %, après + 2,7 % en 1994).

Les certificats de dépôt, composante essentielle du portefeuille en titres de créances négociables (TCN) des agents non financiers résidents, se sont fortement accrus en mars et, dans une moindre mesure en octobre, au moment des tensions sur les taux à court terme, qui ont provoqué des arbitrages en leur faveur car leurs rendements s'adaptent instantanément aux nouvelles conditions du marché. À

l'inverse, en fin d'année, la baisse rapide des taux à court terme s'est traduite par une contraction du portefeuille. Sur l'ensemble de l'année, l'encours des TCN en francs compris dans M3 – M2 s'est globalement accru de 11,0 %, contre + 2,5 % en 1994.

Ponctuellement accentué par les arbitrages opérés en faveur des certificats de dépôt, le recul des titres d'OPCVM monétaires s'est en revanche poursuivi d'une année à l'autre et leur repli atteint 9,0 % en 1995, soit une contraction légèrement plus forte qu'en 1994 (– 8,7 %).

Outre l'alourdissement de leur fiscalité depuis 1993 (désormais équivalente à celle des produits de taux), leur recul en 1995 résulte de la baisse sensible de leurs performances, dont les évolutions sont généralement plus lissées que celles des taux d'intérêt du marché monétaire et qui, dans leur ensemble, se sont situées jusqu'en octobre en deçà des rémunérations offertes par d'autres placements.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES ET LEURS COMPOSANTES

(données brutes fin de mois – glissement sur douze mois en moyenne trimestrielle centrée)

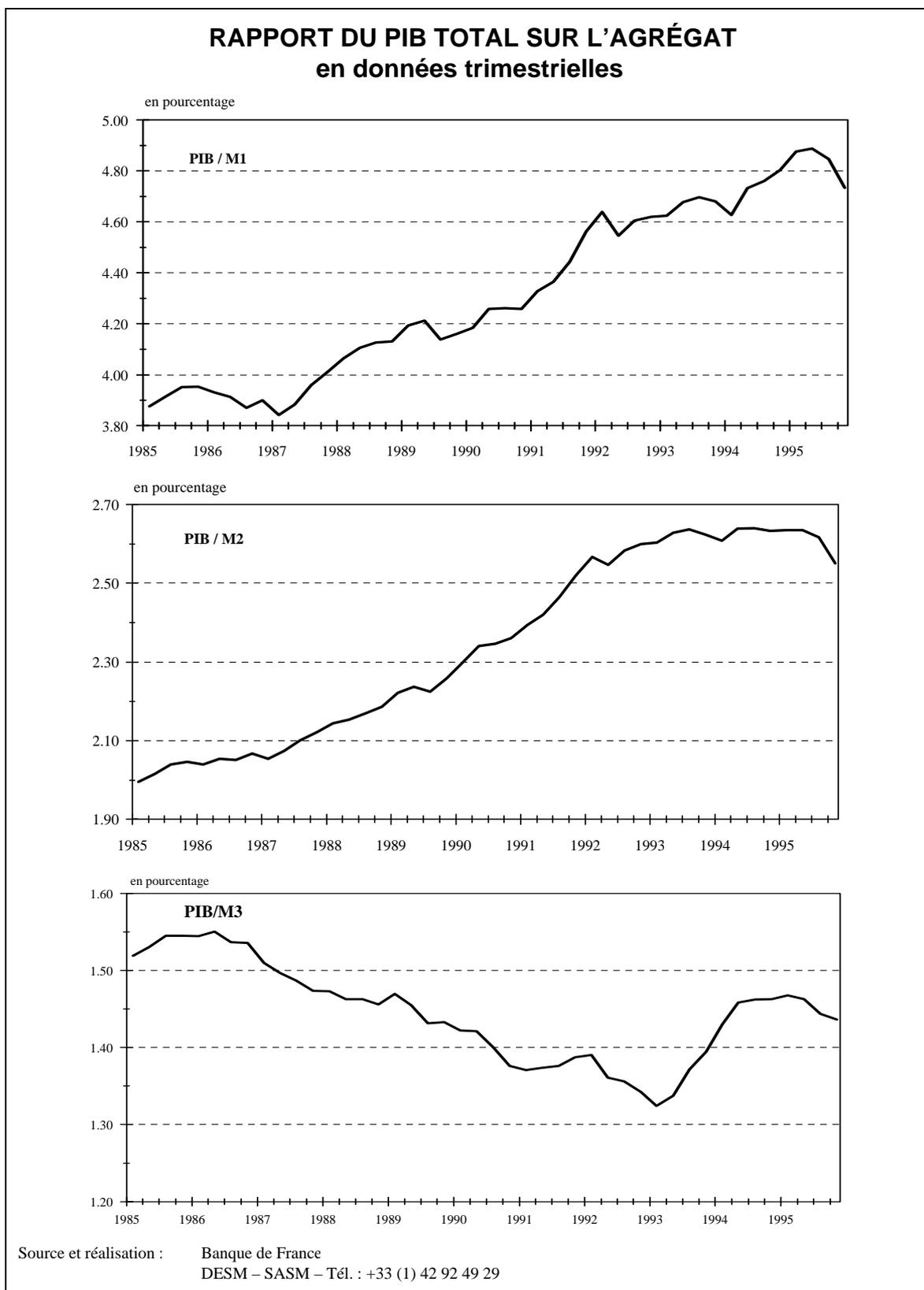
	Décembre 1993		Décembre 1994		Décembre 1995	
	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage	en milliards de francs	en pourcentage
M1						
Billets et monnaies.....	249,4	-0,5	252,2	1,2	255,8	0,1
Dépôts à vue.....	1 376,9	0,3	1 419,7	3,2	1 566,3	4,5
– Sociétés.....	381,7		414,7		439,6	
– Ménages.....	742,2		748,0		821,5	
– Autres.....	253,0		257,0		305,2	
TOTAL M1.....	1 626,3	0,2	1 671,9	2,9	1 822,1	3,8
M2 – M1.....	1 228,6	1,1	1 332,5	8,3	1 446,1	7,6
Livrets A.....	654,6	-0,9	685,5	6,2	732,5	6,0
Livrets bleus.....	82,8	-1,3	88,6	6,7	97,7	7,7
Comptes d'épargne-logement.....	133,1	6,7	136,9	3,8	141,4	2,1
Codevi.....	110,4	17,7	155,5	36,9	192,8	25,8
Livrets d'épargne populaire.....	79,4	2,0	89,2	11,6	100,4	11,8
Livrets soumis à l'impôt.....	168,4	-3,4	176,8	5,5	181,2	0,6
TOTAL M2.....	2 855,0	0,6	3 004,4	5,2	3 268,2	5,5
M3 – M2.....	2 278,7	-5,3	2 220,3	-4,3	2 234,5	2,3
Dépôts et TCN en devises.....	76,9	25,2	85,7	14,1	102,0	16,9
Placements à terme.....	597,0	-7,3	596,5	-2,4	669,1	18,1
– Dépôts à terme.....	370,9	-1,9	391,7	2,7	483,8	32,7
– Bons de caisse et d'épargne.....	226,2	-14,8	204,8	-10,7	185,4	-8,6
Titres de créances négociables (a).....	354,3	-7,1	373,9	2,5	372,6	11,0
– Certificats de dépôt et BMTN.....	332,0	-7,9	349,3	2,4	350,5	12,5
– Bons et BMTN des ISF.....	22,2	7,4	24,6	3,8	22,1	-10,0
Titres d'OPCVM monétaires.....	1 222,6	-5,9	1 137,0	-8,7	1 065,8	-9,0
Parts de fonds communs de créances..	27,9		27,2		24,9	
TOTAL M3.....	5 133,7	-2,2	5 224,7	0,8	5 502,6	4,1
M4 – M3.....	49,4	-1,3	73,2	38,0	107,7	19,6
Titres de créances négociables (a).....	49,4	-1,3	73,2	38,0	107,7	19,6
– Bons du Trésor.....	26,9	-12,6	49,7	57,0	90,0	47,3
– Billets de trésorerie et BMTN.....	22,5	19,9	23,5	12,1	17,7	-33,4
TOTAL M4.....	5 183,1	-2,2	5 297,9	1,2	5 610,3	4,3

(a) Les titres de créances négociables en francs détenus par les agents non financiers résidents sont classés dans M3 – M2 s'ils sont émis par des établissements de crédit (et assimilés) ou dans M4 – M3 s'ils sont émis par des agents non financiers résidents.

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

Mise à jour le 21 mai 1996

La vitesse de circulation de la monnaie



La vitesse de circulation de la monnaie peut être mesurée en utilisant deux types d'indicateurs : d'une part, les vitesses-revenu ¹ qui permettent d'avoir une vue d'ensemble des variations dans le temps de la vitesse de circulation de la monnaie ; d'autre part, les coefficients de rotation ² des différents placements bancaires, qui sont des indices spécialisés par type de dépôt.

Compte tenu du ralentissement de l'activité économique, la forte progression des dépôts à vue recensés dans M1 et des placements à taux réglementés inclus dans M2 – M1 ont contribué au recul de la vitesse de circulation de ces deux agrégats.

Fortement affectée par les facteurs exceptionnels qui avaient pesé sur la croissance de M3 en 1993, et, dans une moindre mesure en 1994, la vitesse de circulation de M3 a légèrement fléchi en 1995, son évolution redevenant ainsi plus conforme à la tendance observée sur longue période.

INDICATEUR DE LA DURÉE MOYENNE DE ROTATION PENDANT L'ANNÉE DES DÉPÔTS DANS LES BANQUES

	1991	1992	1993	1994	1995
Dépôts à vue des sociétés non financières.....	2 jours	2 jours	2 jours	2 jours	2 jours
Dépôts à vue des entrepreneurs individuels.....	13 jours	13 jours	12 jours	11 jours	10 jours
Dépôts à vue des particuliers.....	27 jours	26 jours	24 jours	25 jours	22 jours
Comptes sur livrets.....	9 mois et 3 semaines	10 mois et 1 semaine	11 mois	12 mois et 1 semaine	12 mois et 1 semaine
Comptes d'épargne-logement.....	11 mois	11 mois	11 mois et 1 semaine	11 mois et 2 semaines	12 mois
Plans d'épargne-logement.....	42 mois et 3 semaines	42 mois et 3 semaines	40 mois	46 mois et 1 semaine	54 mois et 2 semaines

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

L'évolution des durées moyennes de détention des différents placements bancaires, qui est l'inverse des coefficients de rotation, a été contrastée. La durée de détention des dépôts à vue des particuliers est revenue de 25 jours en 1994 à 22 jours en 1995, tandis que celle des entrepreneurs individuels se réduisait légèrement (10 jours, au lieu de 11 jours en 1994). S'agissant des dépôts de sociétés non financières, leur durée de détention, très inférieure à celle des deux autres catégories d'agents, s'est établie à 2 jours, inchangée depuis plusieurs années. La durée de détention des comptes sur livrets est également demeurée stable d'une année à l'autre et ressort à 12 mois et 1 semaine.

En revanche, compte tenu de l'attentisme prévalant sur le marché immobilier et des rémunérations élevées des plans ouverts jusqu'en 1994, la durée de détention moyenne des plans d'épargne-logement s'est sensiblement allongée, passant de 46 mois et 1 semaine en 1994 à 54 mois et 2 semaines en 1995. Dans le même temps, celle des comptes d'épargne-logement s'est établie à 12 mois en 1995, soit 2 semaines de plus qu'en 1994.

¹ La vitesse-revenu d'un agrégat monétaire M se définit comme le rapport entre le PIB de la période et l'encours de M à la fin de la période.

² Les coefficients de rotation sont calculés, pour les différentes catégories de placements bancaires, en rapportant le flux annuel débiteur à la moyenne annuelle des encours en fin de mois.

Les conditions de rémunérations des principaux placements financiers

PRINCIPAUX TAUX DE RÉMUNÉRATION DES PLACEMENTS FINANCIERS				
	Décembre 1994		Décembre 1995	
	Brut	Après application des dispositions fiscales (a)	Brut	Après application des dispositions fiscales (a)
TAUX RÉGLEMENTÉS				
<i>Livrets A des caisses d'épargne et livrets bleus du Crédit mutuel (b)</i>	4,50	4,50 (k)	4,50	4,50 (k)
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	5,50	5,50 (k)	5,50	5,50 (k)
<i>Comptes pour le développement industriel (Codevi)</i>	4,50	4,50 (k)	4,50	4,50 (k)
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	4,50	2,73	4,50	3,63
<i>Bons du Trésor à intérêts progressifs (c)</i>	6,00	3,64/2,74 (l)	6,00	4,84/2,74 (l)
<i>Épargne-logement (d)</i>				
– Comptes (e).....	2,25	2,25 (k)	2,25	2,25 (k)
– Plans (f).....	5,25	5,25 (k)	5,25	5,25 (k)
TAUX DÉTERMINÉS PAR LES CONDITIONS DU MARCHÉ				
<i>Dépôts et bons de caisse à 1 mois (g)</i>	5,88	3,53/2,64 (l)	5,74	4,60/2,58 (l)
<i>Dépôts et bons de caisse à 3 mois (h)</i>	6,17	3,71/2,78 (l)	5,76	4,62/2,60 (l)
<i>Bons du Trésor à 13 semaines (i)</i>	5,81	4,68	5,53	4,46
<i>Taux de rendement des emprunts d'État à long terme</i>	8,09	8,09/6,52 (m)	6,85	6,85/5,52 (m)
<i>Taux de rendement en bourse des actions (j)</i>	3,26		3,34	
ÉCART ENTRE :				
<i>Taux de rendement des emprunts d'État à long terme et taux des dépôts 3 mois rémunérés en fonction des conditions de marché ...</i>	1,92	4,38/3,74	1,09	2,23/2,92
<i>Taux de rendement des emprunts d'État à long terme et taux des livrets soumis à l'impôt</i>	3,59	5,36/3,79	2,35	3,22/1,89
(a) Sauf indications contraires, les taux sont calculés après prélèvement libératoire optionnel. (b) Plafond de dépôt autorisé : 100000 francs depuis le 1 ^{er} novembre 1991 pour les livrets A et depuis le 5 décembre de la même année pour les livrets bleus (personnes physiques) 500 000 francs depuis le 15 décembre 1991 pour les livrets bleus (personnes morales) et 30000 francs depuis le 1 ^{er} octobre 1994 pour les Codevi (c) Bons émis au pair (taux actuariel) (d) En ce qui concerne les plans d'épargne-logement, les intérêts comprennent, dans la limite de 1000 francs par plan, une prime versée par l'État. Dans le cas des comptes d'épargne-logement, cette prime n'est accordée que lors de l'obtention d'un prêt. (e) Taux d'intérêt auquel est ajouté, lors de l'obtention d'un prêt immobilier, une prime égale à 5/9 des intérêts acquis (soit 1,25 %) (f) Taux de rendement actuariel (prime incluse) maximum (g) Taux du marché monétaire à un mois (moyenne mensuelle de décembre), capitalisation mensuelle des intérêts (h) Taux du marché monétaire à trois mois (moyenne mensuelle de décembre), capitalisation trimestrielle des intérêts (i) Taux moyen pondéré des adjudications du mois, capitalisation trimestrielle des intérêts (j) Compte tenu de l'avoir fiscal (taux fin de mois) (k) Exonérés d'impôt (l) Premier taux : prélèvement libératoire optionnel/deuxième taux prélèvement libératoire d'office (m) Déclaration fiscale en franchise d'impôts				
AUTRES TAUX D'INTÉRÊT				
Avances sur titres :	– établissements de crédit :	7,85 % (21.12.1995)		
	– autre clientèle :	7,50 % (18.09.1995)		
Taux de base bancaire :	5 septembre 1995 :	7,90 %		
	18 octobre 1995 :	8,20 %		
	20 novembre 1995 :	7,80 %		
	26 décembre 1995 :	7,50 %		
Taux d'intérêt légal :	1995 :	5,82 %		
Source et réalisation :	Banque de France DESM – SASM			

Les conditions de rémunération de l'épargne à taux réglementés n'ont pas été modifiées en 1995. Le taux servi sur les principaux livrets (A, bleus et Codevi), inchangé depuis 1986, s'est établi à 4,5 %, tandis que les conditions des comptes et des plans d'épargne-logement, modifiées en 1994, ont été maintenues à, respectivement, 2,25 % et 5,25 %.

Après avoir fortement fluctué en cours d'année, les conditions de rémunération des placements à taux de marché à court terme se sont rapidement repliées en fin d'année, en liaison avec la diminution du taux du marché monétaire. Le repli des taux à long terme a été particulièrement sensible en 1995, le rendement avant impôt des emprunts d'État à long terme revenant ainsi de 8,09 % en décembre 1994 à 6,85 % un an plus tard.

2.1.2. Les agrégats de placement

L'année 1995 a été marquée par l'augmentation des encours de l'ensemble des différents avoirs financiers inclus dans les agrégats de placement.

ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX AGRÉGATS DE PLACEMENT (données brutes – taux de croissance annuel)						
<i>(montant en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>						
	1993	1994		1995		1996
	Encours (b)	Glissement (a)	Encours (b)	Glissement (a)	Encours (b)	Glissement (a)
P1	1 304,1	19,9	1 451,3	11,3	1 641,9	13,1
Plans d'épargne-logement.....	556,8	15,5	648,2	16,4	749,1	15,6
Comptes espèces associés aux PER-PEA.....	10,6	–	3,8	–	5,4	–
Autres comptes d'épargne à régime spécial.....	1,1	–	1,7	–	0,8	–
Contrat d'épargne auprès des sociétés de crédit différé.	3,8	–	3,1	–	2,6	–
Plans d'épargne populaire.....	372,7	36,9	430,3	15,5	504,4	17,2
Bons de capitalisation	292,8	7,4	296,7	1,3	300,4	1,2
OPCVM garantis détenus par les ANF (c).....	66,2	23,0	67,5	2,0	79,2	17,3
P2	2 873,7	34,7	3 002,2	4,5	3 416,6	13,8
P3	17 019,5	32,1	14 858,5	-12,7	15 055,6	1,3
(a) De décembre à décembre						
(b) Encours de fin d'année						
(c) Agents non financiers						
Source et réalisation : Banque de France						
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 28 18						
Mise à jour le 15 mai 1996						

L'agrégat P1, qui regroupe les produits d'épargne contractuelle, a continué en 1995 de progresser de manière soutenue (13,1 %), soit un rythme un peu plus rapide que celui enregistré en 1994 (11,3 %). La progression des plans d'épargne populaire s'est en effet accentuée (+ 17,2 % en 1995, après + 15,5 % en 1994). Celle des plans d'épargne-logement ne s'est que faiblement ralentie, malgré la baisse de 6,0 % à 5,25 % de leur rémunération, intervenue le 16 février 1994, et est revenue de 16,4 % en 1994 à 15,6 % en 1995.

La reprise de la croissance de l'agrégat P2, qui a progressé de 13,8 % en 1995, alors qu'il s'était inscrit en hausse de 4,3 % en 1994, traduit en particulier le renforcement sensible des portefeuilles du public en obligations, dont la valeur de marché s'est accrue en raison de la baisse des taux à long terme. L'encours des placements obligataires s'est ainsi vivement développé en 1995 (+ 18,6 %), alors qu'il s'était réduit de 9,0 % en 1994. L'érosion des placements en titres d'OPCVM « obligations » (- 7,4 % en 1995, après - 17,3 % en 1994) s'explique par le durcissement de la fiscalité sur les OPCVM.

Par ailleurs, le dynamisme des placements d'assurance-vie, toujours recherchés par les ménages en vue d'une épargne à long terme, s'est confirmé en 1995. Ces placements ont enregistré une croissance annuelle de + 19,7 % en 1995, soit un rythme un peu en retrait par rapport à celui observé en 1994 (+ 26,4 %).

Les encours recensés dans l'agrégat P3 n'ont que faiblement varié (+ 1,3 %), alors qu'ils s'étaient vivement contractés en 1994 (- 12,7 %), les cours de Bourse, qui avaient fortement baissé en 1994, s'étant stabilisés en 1995.

Les placements directs en actions, principale composante de P3, se sont accrus de 1,5 % en 1995 (- 13,3 % en 1994). De leur côté, les OPCVM « actions » se sont inscrits en baisse de 12,3 % et les OPCVM « diversifiés » ont progressé de 2,0 %.

2.2. L'intermédiation financière et le financement de l'économie

2.2.1. Les contreparties de M3

M3 ET SES CONTREPARTIES									
<i>(encours en fin d'année en milliards de francs)</i>									
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Billets et monnaies.....	218,8	232,9	243,5	252,2	251,2	251,7	249,4	252,2	255,8
Dépôts à vue en francs.....	1 227,2	1 273,0	1 378,6	1 433,0	1 354,7	1 351,6	1 376,9	1 419,7	1 566,3
M1.....	1 446,0	1 505,9	1 622,1	1 685,2	1 605,9	1 603,3	1 626,3	1 671,9	1 822,1
Placements à vue en francs (a).....	1 250,2	1 290,3	1 296,1	1 258,5	1 239,1	1 203,7	1 228,6	1 332,5	1 446,1
M2.....	2 696,2	2 796,2	2 918,2	2 943,7	2 845,1	2 807,0	2 855,0	3 004,4	3 268,2
Placements en devises étrangères.....	27,6	51,0	92,5	62,3	54,1	62,9	76,9	85,7	102,0
Dépôts à terme en francs.....	230,8	234,7	282,4	323,8	349,9	383,0	370,9	391,7	483,8
Bons de caisse et d'épargne en francs.....	369,1	375,2	361,4	338,8	297,9	265,9	226,2	204,8	185,4
Titres de créances négociables en francs (b).....	92,9	118,1	167,8	256,6	293,8	392,1	354,3	373,9	372,6
Titres d'OPCVM monétaires.....	391,6	541,7	693,2	993,7	1 168,4	1 359,3	1 222,6	1 137,0	1 065,8
Parts de FCC à moins de 5 ans.....					7,9	16,8	27,9	27,2	24,9
M3.....	3 808,1	4 117,0	4 515,5	4 921,3	5 017,0	5 287,0	5 133,7	5 224,7	5 502,6
EXTÉRIEUR.....	126,7	80,2	53,9	-50,4	85,1	233,9	635,3	487,3	603,8
CRÉDIT INTERNE.....	5 753,4	6 475,9	7 189,8	7 818,0	8 183,0	8 553,5	8 600,2	8 707,5	9 055,2
Créances nettes sur l'État.....	893,3	1 002,3	969,9	974,3	1 012,6	1 089,8	1 275,0	1 596,1	1 775,9
– Titres.....	642,6	702,4	684,4	675,3	721,9	856,4	1 097,8	1 347,5	1 492,0
– Autres créances nettes.....	250,7	299,9	285,6	299,1	290,8	233,4	177,2	248,6	283,9
Créances sur l'économie.....	4 860,1	5 473,6	6 219,8	6 843,7	7 170,3	7 463,7	7 325,2	7 111,4	7 279,3
– Crédits.....	4 271,3	4 774,3	5 379,2	5 971,8	6 333,4	6 565,8	6 511,8	6 424,4	6 570,2
– Titres.....	588,8	699,2	840,6	871,9	837,0	897,9	813,4	687,0	709,1
ÉPARGNE CONTRACTUELLE (éléments de P1) (c).....	351,5	409,7	449,7	539,8	640,6	758,3	938,8	1 069,2	1 238,1
RESSOURCES STABLES NETTES (c).....	1 841,7	2 143,6	2 427,7	2 425,5	2 585,4	2 767,5	3 356,3	3 220,6	3 227,1
PROVISIONS SUR CRÉANCES DOUTEUSES (c).....	46,6	58,8	76,0	97,2	119,5	162,2	207,6	233,4	243,6
DIVERS NETS.....	167,1	169,5	223,2	223,4	106,9	188,2	400,7	552,9	552,2
CONTREPARTIES DE M3.....	3 808,1	4 117,0	4 515,5	4 921,3	5 017,0	5 287,0	5 133,7	5 224,7	5 502,6
(a) Livrets A et bleus, comptes sur livrets, Codevi, livrets d'épargne populaire et comptes d'épargne-logement									
(b) Certificats de dépôt émis par les banques, bons émis par les sociétés et institutions financières, bons à moyen terme négociables émis par les établissements de crédit, billets de trésorerie émis par la Caisse nationale des télécommunications (CNT)									
(c) À déduire									
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08									

Les différentes opérations à l'origine de la création monétaire sont retracées dans les contreparties de la masse monétaire. L'analyse de leur évolution fait apparaître que les crédits à l'économie et les opérations avec l'extérieur ont eu un impact expansif sur le stock de monnaie en 1995 (après un effet

restrictif en 1994), alors que la contribution des créances nettes sur l'État détenues par les institutions financières à la croissance de M3 s'est ralentie.

CONTRIBUTION DES DIFFÉRENTES CONTREPARTIES À LA CROISSANCE DE M3				
<i>(part en pourcentage dans la progression annuelle de M3 – encours en milliards de francs)</i>				
	1993	1994	1995	Encours à décembre 1995
Extérieur	7,6	-2,9	2,2	603,8
Créances nettes sur l'État	3,5	6,3	3,4	1 775,9
Créances sur l'économie	-2,6	-4,2	3,2	7 279,3
Épargne contractuelle (à déduire)	3,4	2,5	3,2	1 238,1
Ressources stables nettes (à déduire)	11,1	-2,6	0,1	3 227,1
Provisions sur créances douteuses (à déduire)	0,9	0,5	0,2	243,6
Divers nets	4,0	3,0	0,0	552,2
M3	-2,9	1,8	5,3	5 502,6

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

La contrepartie « Extérieur »

Les variations de la contrepartie « Extérieur » et les mouvements de la masse monétaire qui en sont la conséquence trouvent leur origine dans les flux de règlements entre agents non financiers résidents et non résidents retracés par la balance des paiements.

BALANCE DES PAIEMENTS SIMPLIFIÉE PRINCIPAUX SOLDES DE LA BALANCE GÉNÉRALE			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	1993	1994	1995
TRANSACTIONS COURANTES	52,4	38,3	83,4
dont : Biens et services	134,9	140,1	148,2
COMPTE DE CAPITAL	-0,4	-25,5	-1,3
FLUX FINANCIERS À LONG TERME	-22,4	-255,3	-45,2
FLUX FINANCIERS À COURT TERME	-75,3	232,9	-57,6
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques	-3,1	-56,7	15,7
– Secteur bancaire	-282,1	273,2	-175,3
– Autres secteurs	209,9	16,4	102,0
AVOIRS DE RÉSERVE	30,9	-13,5	-3,6
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	14,9	23,1	24,4

Source : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
Réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

En 1995, l'ensemble des mouvements retracés au titre des transactions courantes, du compte de capital, des flux financiers à long terme et des flux financiers à court terme des « autres secteurs »¹ s'est soldé par des entrées nettes de 138,9 milliards de francs. En excluant les mouvements à long terme concernant les institutions financières et en tenant compte des phénomènes de valorisation, l'apport de ces mouvements au stock de monnaie détenu par les résidents peut être évalué à 116,5 milliards de francs, correspondant à l'augmentation en 1995 de la position créditrice nette des institutions financières résidentes vis-à-vis des non-résidents.

Cette évolution recouvre une légère augmentation des avoirs nets en devises de la Banque de France de 122,9 milliards de francs en 1994 à 126,4 milliards en 1995 et un renforcement de la position extérieure nette des autres institutions financières (établissements de crédit et OPCVM) de 364,4 milliards de francs à 477,4 milliards. Au total, l'impact des opérations avec l'extérieur sur l'évolution de M3 a été positif en 1995 (2,2 points sur 5,3 points), alors qu'il avait été restrictif de 2,9 points en 1994 (pour une croissance de M3 de 1,8 point).

BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES PRINCIPAUX SOLDES

	<i>(en milliards de francs)</i>		
	1993	1994	1995
BIENS	42,6	36,4	54,9
SERVICES.....	62,0	74,6	75,4
AUTRES BIENS ET SERVICES.....	30,3	29,1	17,9
REVENUS.....	-47,9	-57,0	-33,3
TRANSFERTS COURANTS.....	-34,6	-44,8	-31,5
SOLDE DES TRANSACTIONS COURANTES.....	52,4	38,3	83,4

Source : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
Réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Pour la quatrième année consécutive, le solde des transactions courantes fait apparaître un excédent (83,4 milliards de francs, après 38,3 milliards en 1994). Le solde des échanges de marchandises s'est établi à 54,9 milliards de francs et celui des services à 75,4 milliards, après, respectivement, 36,4 milliards et 74,6 milliards en 1994.

Parallèlement, le déficit du compte de capital, fortement alourdi en 1994 par les abandons de créances consenties par la France au profit de certains pays en voie de développement, est revenu de 25,5 milliards de francs en 1994 à 1,3 milliard en 1995.

¹ Dans la nouvelle présentation de la balance des paiements, les « autres secteurs » correspondent à l'ensemble des agents non financiers du secteur privé (sociétés non financières, ménages...).

COMPTE FINANCIER			
FLUX FINANCIERS À LONG TERME			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	1993	1994	1995
INVESTISSEMENTS DIRECTS.....	-0,1	-2,4	13,3
– Résidents à l'étranger.....	-68,9	-60,5	-53,4
– Étrangers en France.....	68,8	58,1	66,7
INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE.....	21,2	-309,7	-67,2
– Résidents sur titres étrangers.....	-171,7	-136,6	-119,5
– Non-résidents sur titres français.....	194,8	-171,3	47,4
– Instruments conditionnels.....	-1,8	-1,8	4,9
AUTRES INVESTISSEMENTS.....	-39,2	56,8	8,7
– Secteur des administrations publiques.....	-18,2	7,6	-7,0
– Secteur bancaire.....	-22,6	44,3	21,1
– Autres secteurs.....	1,6	4,9	-5,4
FLUX FINANCIERS À LONG TERME.....	-22,4	-255,3	-45,2
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements			
Réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08			

Les flux financiers à long terme se sont soldés par des sorties nettes pour un montant de 45,2 milliards de francs en 1995, en très forte diminution par rapport au déficit enregistré en 1994 (255,3 milliards).

Dans un contexte obligataire particulièrement heurté, l'année 1994 s'était en effet traduite par des dégagements importants des non-résidents sur les titres français. En 1995, la détente sensible des rendements obligataires a conduit ces derniers à renforcer leurs acquisitions. Le solde net de la rubrique « obligations » a ainsi été légèrement déficitaire (-22,1 milliards de francs en 1995, au lieu de -119,7 milliards), tandis que les BTAN faisaient l'objet d'investissements nets (+40,8 milliards de francs, après -80,9 milliards).

Après les importantes entrées de capitaux observées en 1994, les flux financiers à court terme, hors avoirs bruts de réserve, sont à l'origine de sorties de 57,6 milliards de francs en 1995, lesquelles résultent d'une compensation partielle entre celles déclarées par le secteur bancaire (-175,3 milliards) et les importantes entrées enregistrées au titre des « autres secteurs » (102 milliards).

La contrepartie « Créances sur l'État »

Les créances nettes détenues sur l'État par les institutions financières se sont accrues de 179,9 milliards de francs en 1995. Cette progression résulte principalement de la croissance de 144,5 milliards de francs du portefeuille de titres détenu par les institutions financières. Au total, la contribution des créances nettes sur l'État à la progression de M3 a atteint 3,4 points en 1995.

La contrepartie « Créances sur l'économie »

Les créances sur l'économie ont augmenté de 167,9 milliards de francs en 1995, après un recul de 214 milliards en 1994. Cette évolution recouvre à la fois une reprise des crédits à l'économie (+ 145,8 milliards en 1995, après - 87,4 milliards en 1994) et une légère augmentation des titres acquis par les institutions financières. Globalement, les concours à l'économie sont à l'origine de 3,2 points de la croissance de M3.

L'épargne contractuelle et les ressources stables nettes

Ces deux composantes du passif des institutions financières, à caractère non monétaire, viennent en déduction des autres contreparties et exercent, par construction, un effet de sens inverse de celui des autres contreparties sur le développement de M3.

L'épargne contractuelle¹, dont la progression annuelle s'est établie à 168,9 milliards de francs en 1995, a ainsi exercé un impact restrictif de 3,2 points sur la croissance de M3.

Alors qu'elles avaient décréu de 135,7 milliards de francs en 1994 à la suite de mouvements de rachats et d'une baisse de la valeur liquidative des OPCVM autres que monétaires, les ressources stables nettes des institutions financières² ont augmenté de 6,5 milliards en 1995. Leur impact sur la variation de M3 a ainsi été légèrement restrictif en 1995, s'établissant à 0,1 point pour une croissance de l'agrégat de 5,3 points.

2.2.2. L'endettement intérieur total

L'endettement intérieur total permet de suivre l'évolution de l'ensemble des financements obtenus par les agents non financiers par voie d'endettement, que ce soit auprès des établissements de crédit ou sur les marchés de capitaux, tant auprès des résidents que des non-résidents ; l'évolution de cet agrégat reste ainsi indépendante des arbitrages effectués entre les différents modes de financement.

Son rythme de progression annuel s'est légèrement accéléré au cours du premier semestre de 1995, pour se stabiliser autour de 5 % jusqu'en fin d'année où il s'est sensiblement raffermi, atteignant 5,4 % (contre + 3,9 % en 1994).

¹ Par définition, l'épargne contractuelle constitue également l'une des composantes de l'agrégat de placement P1.

² Par ressources stables nettes des institutions financières, on entend non seulement les capitaux propres nets et les emprunts obligataires des établissements de crédit mais aussi les parts ordinaires de FCC à plus de cinq ans et les titres d'OPCVM autres que monétaires non inclus dans M3.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)						
<i>(encours en milliards de francs – variation annuelle en pourcentage)</i>						
	Décembre 1993		Décembre 1994		Décembre 1995	
	Encours	Variation	Encours	Variation	Encours	Variation
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (a)	9 694,6	3,3	10 069,8	3,9	10 605,8	5,4
– État	2 364,7	15,5	2 800,5	18,4	3 178,2	13,5
– Sociétés	3 906,9	-3,9	3 847,9	-1,5	3 896,5	1,3
– Ménages	2 475,3	0,3	2 496,0	0,8	2 506,3	0,4
– Autres	947,7	13,5	925,4	-2,4	1 024,9	10,8
CRÉDITS (a)	6 511,8	-0,3	6 424,4	-1,3	6 564,1	2,2
– Sociétés	3 117,6	-5,3	3 050,8	-2,1	3 076,2	0,8
– Ménages	2 475,3	0,3	2 496,0	0,8	2 506,3	0,4
– Autres	918,8	14,0	877,5	-4,5	981,6	11,9
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (b)	177,2	-24,1	248,6	40,3	283,9	14,2
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (c)	2 771,8	15,8	3 143,0	13,4	3 493,4	11,1
<i>Sur le marché monétaire</i>	934,7	5,5	1 078,0	15,3	1 213,2	12,5
– État	782,0	9,4	926,3	18,5	1 061,0	14,5
– Sociétés	152,7	-11,0	151,7	-0,7	152,2	0,4
<i>Sur le marché obligataire</i>	1 837,0	21,9	2 065,0	12,4	2 280,1	10,4
– État	1 379,7	27,8	1 581,2	14,6	1 799,2	13,8
– Sociétés	428,4	7,7	436,0	1,8	437,7	0,4
– Autres (d)	28,8	-1,1	47,8	66,0	43,3	-9,5
CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX	233,8	4,0	253,8	8,6	264,5	4,2

(a) Les variations tiennent compte des opérations de défaillance.
(b) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « créances sur l'État » (total des monnaies divisionnaires, des ressources liées au circuit du Trésor et net des comptes à la Banque de France, après déduction des opérations sur titres avec les institutions financières).
(c) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents
(d) 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

Cette évolution recouvre toutefois des mouvements différents selon les catégories de bénéficiaires. L'endettement de l'État s'est accru à un rythme rapide tout au long de l'année et sa progression annuelle s'est établie à 13,5 % à fin décembre, au lieu de 18,4 % à fin 1994, ce qui constituait un point haut.

Le mouvement de désendettement des sociétés s'est progressivement amenuisé pour s'interrompre en milieu d'année, laissant place à une relative stabilisation de la dette des sociétés jusqu'en décembre où elle s'est légèrement accrue (+ 1,3 %, contre - 1,5 % à fin 1994). La croissance annuelle de la dette des ménages (uniquement constituée de crédits), qui atteignait 0,8 % en 1994, est pour sa part demeurée relativement stable au premier semestre de 1995, mais s'est graduellement ralentie au cours du second semestre pour s'établir à 0,4 % en décembre 1995. La croissance annuelle de l'endettement des autres agents est demeurée irrégulière, ayant tendance à s'atténuer en cours d'année avant d'enregistrer une forte accélération en décembre ¹ (10,8 %, après - 2,4 % en 1994).

¹ Ce renversement de tendance résulte pour l'essentiel de l'octroi de concours exceptionnels à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (ACOSS) d'un montant plus élevé en 1995 qu'en 1994.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE

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

	1993		1994		1995	
	Encours	Variation	Encours	Variation	Encours	Variation
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE	6 511,8	-0,8	6 424,4	-1,3	6 564,2	2,3
SOCIÉTÉS	3 117,6	-5,3	3 050,8	-2,1	3 076,2	0,8
MÉNAGES	2 475,4	0,3	2 496,0	0,8	2 506,3	0,6
AUTRES AGENTS.....	918,8	14,0	877,5	-4,5	981,6	11,9
dont :						
Trésorerie des sociétés.....	813,9	-0,8	773,6	-4,9	810,4	4,7
Exportation.....	22,2	-17,4	17,9	-19,4	18,2	1,7
Investissement des sociétés	1 214,1	-6,5	1 162,2	-4,3	1 143,9	-1,6
Trésorerie des particuliers.....	383,1	1,3	394,8	3,0	409,0	3,6
Habitat	2 203,6	0,9	2 224,3	0,9	2 227,8	0,1
dont : Habitat ménages.....	1 557,2	1,4	1 584,4	1,7	1 589,9	0,3
Promoteurs.....	126,4	-11,5	93,1	-26,3	69,7	-25,1
Autres crédits	222,1	-48,4	200,1	-9,9	209,5	4,7

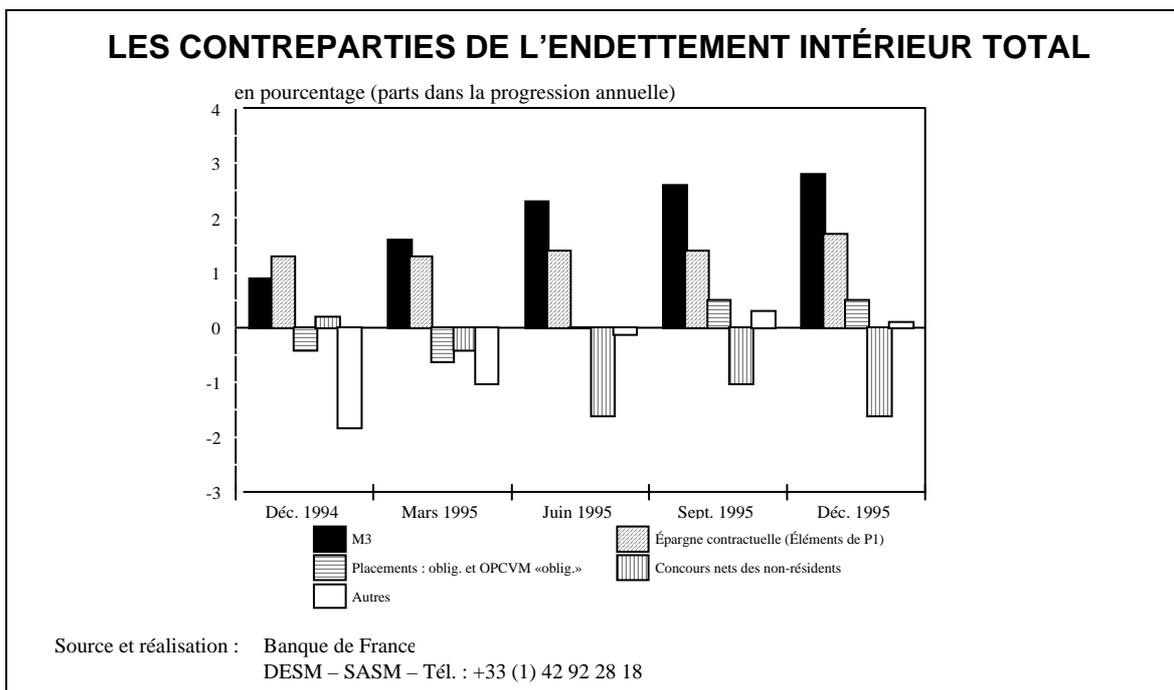
Source et réalisation : Banque de France

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

L'analyse des crédits par objet économique fait apparaître un moindre recul des crédits à l'investissement accordés aux sociétés, dont le repli est revenu de 4,3 % à 1,6 % en 1995. Dans le même temps, les crédits de trésorerie aux sociétés, qui décroissaient au rythme annuel de 4,9 % en 1994, ont progressé de 4,7 % l'année suivante. S'agissant des particuliers, la croissance annuelle des crédits à l'habitat qui leur ont été consentis ressort à 0,3 % en 1995, en sensible ralentissement par rapport à 1994 (1,7 %). En revanche, la progression annuelle des crédits de trésorerie s'est accentuée, passant de 3,0 % en 1994 à 3,6 % en 1995.

Les financements obtenus par les agents non financiers sur les marchés internes ont, pour leur part, légèrement décéléré, leur croissance annuelle s'établissant à 11,1 % en 1995, au lieu de 13,4 % un an plus tôt. Sur le marché monétaire, les financements obtenus par les sociétés sous forme de billets de trésorerie ou de BMTN ont été inférieurs à ceux de 1994 sur pratiquement l'ensemble de l'année (une relative stabilisation apparaît toutefois en fin d'année), tandis que l'encours des bons du Trésor s'est fortement accru, en raison du maintien d'un besoin de financement élevé de l'État. La progression annuelle de cette dernière catégorie d'encours a atteint 14,5 % en 1995, en léger recul par rapport à 1994 (18,5 %). La dette obligataire de l'État a continué à croître de manière soutenue, au rythme de 13,8 % en 1995, après 14,6 % en 1994, alors que celle des sociétés a peu varié d'une année à l'autre.

Enfin, les montants des crédits obtenus auprès des non-résidents et des obligations émises sur les marchés étrangers ont progressé de 4,2 % en 1995, après + 8,6 % en 1994.



Le renforcement de l'endettement intérieur total des agents non financiers s'est accompagné d'une modification sensible des contributions respectives de l'ensemble des contreparties de l'EIT. La part des placements monétaires inclus dans M3 a sensiblement augmenté, passant de 0,9 point (sur 3,9 points) en 1994 à 2,8 points (sur 5,4 points) en 1995, tandis que celle de l'épargne contractuelle s'est légèrement renforcée (de 1,3 point à 1,7 point).

La contribution des placements à caractère obligataire à la croissance de l'ensemble des contreparties de l'EIT a été également expansive, s'établissant à 0,5 point (sur 5,4 points), après -0,4 point (sur 3,9 points) en 1994. En revanche, l'apport des non-résidents, qui était faiblement positif en 1994, est devenu restrictif à hauteur de 1,6 point (sur 5,4 points) en 1995.

RÉSULTATS 1994 ET ESTIMATIONS 1995 DE L'ENQUÊTE SUR LA STRUCTURE PAR TAUX DE RÉFÉRENCE DES BILANS BANCAIRES

Cette enquête, qui fait suite à celle réalisée l'an dernier sur les exercices 1992 et 1993, s'inscrit dans le cadre de la réflexion menée au sein d'un groupe de travail constitué à l'initiative de la Banque de France à l'effet de mieux comprendre les mécanismes par lesquels la politique monétaire agit sur la sphère réelle.

EMMANUEL GERVAIS

LUC JACOLIN

Direction des Études et Statistiques monétaires

Service des Analyses et Statistiques monétaires

■ L'examen des résultats 1994, établis à partir d'un échantillon de douze grands établissements, fait apparaître que la proportion des emplois à taux fixe a progressé de 74,2 % en 1993 à 76,9 % en 1994, essentiellement au détriment des actifs indexés sur le taux de base bancaire (- 1,5 point). Les quatre cinquièmes des crédits consentis aux ménages l'ont été à taux fixe, contre un peu plus de la moitié pour les entreprises.

■ En ce qui concerne les ressources, à l'augmentation de la part des éléments de passif à taux fixes, laquelle est

passée de 80,6 % en 1994 à 81,9 % en 1995 (de 34,7 % à 36,9 % pour les seuls dépôts rémunérés), correspond un repli de celle des ressources collectées sur le marché monétaire (certificats de dépôt et bons à moyen terme négociables), de 17,0 % en 1993 à 15,4 % en 1994.

■ En 1995, d'après les données disponibles au moment de la confection de l'enquête, les établissements auraient enregistré simultanément une diminution de la part de leurs emplois à taux fixe et un accroissement de celle de leurs ressources à taux fixe. Par

ailleurs, l'importance des crédits aux entreprises indexés sur les taux variables aurait augmenté en raison de la croissance des concours à taux monétaires.

Cette enquête, qui fait suite à celle réalisée en 1995 sur les exercices 1992 et 1993¹, s'inscrit dans le cadre de la réflexion menée au sein du groupe de travail réuni à l'initiative de la Banque de France sur la réactivité des bilans bancaires aux variations des taux de référence.

La constitution de ce groupe, composé de représentants des principaux établissements de crédit et de la Banque de France, a répondu à la nécessité de mieux connaître le contexte dans lequel les impulsions données par la politique monétaire se transmettent à l'économie réelle par l'intermédiaire du système bancaire. En effet, bien que les mutations des années quatre-vingt aient profondément modifié le cadre dans lequel s'exerce l'activité bancaire, le rôle des établissements de crédit demeure globalement prépondérant dans le financement de l'économie française. Par voie de conséquence, les taux d'intérêt débiteurs fixés par les institutions financières apparaissent toujours comme des variables économiques essentielles, comme, plus généralement, les réactions des établissements de crédit aux variations du niveau et de la structure des taux d'intérêt de référence.

Le propos n'est pas pour autant d'évaluer la sensibilité globale des bilans des banques au risque de taux, ni de préciser l'effet des variations des taux d'intérêt sur leur rentabilité, ce qui supposerait dans les deux cas de prendre en considération toutes les activités de marché. Il n'est pas non plus de fournir une vue exacte de la répartition par indice des créances et dettes bancaires des agents non financiers, les opérations de couverture pratiquées par les institutions financières entraînant une dissociation entre la nature effective des taux versés et celle des taux perçus, cette dernière étant seule prise en compte dans l'enquête. Par exemple, un prêt dit dans cette enquête à « taux fixe » peut avoir été à l'origine consenti à taux variable avant d'avoir fait l'objet d'une couverture.

La présente étude, portant sur les résultats des années 1993 et 1994, complétés par des indications sur ceux de l'année 1995, se fonde sur un échantillon élargi, porté à douze grands établissements, lesquels distribuent à eux seuls un peu plus de la moitié des crédits recensés au titre des établissements de crédit.

La méthodologie, arrêtée en commun par les participants au groupe de travail, est présentée de manière détaillée en annexe. Elle conduit à ventiler les éléments du bilan en fonction des modalités de rémunération des encours d'actif et de passif d'après des critères communs aux établissements inclus dans la globalisation. Les informations nécessaires ont dû faire l'objet d'une collecte spécifique auprès des établissements participants, car les recensements usuels ne fournissent que peu d'informations répondant à l'approche retenue.

Les indications ainsi obtenues permettent d'affiner les précédentes observations sur la réactivité des bilans bancaires aux variations des taux d'intérêt, et autorisent, en outre, grâce au rapprochement des résultats obtenus à un an d'intervalle, une appréciation de leur évolution dans le temps.

1. Le contexte macro-économique de l'étude

À l'instar de la plupart des autres économies d'Europe continentale, l'économie française a enregistré une nette reprise de l'activité en 1994. Toutefois, cette reprise ne s'est pas traduite par un redémarrage sensible des financements, les entreprises continuant à se désendetter.

Sur les marchés de capitaux, la période comprise entre les quatrièmes trimestres 1993 et 1994 se caractérise par le retour à une pente ascendante de la courbe des taux, les rendements sur les échéances courtes et longues évoluant en sens opposé.

Sur la lancée du mouvement de baisse entamé depuis le milieu de 1993, les taux interbancaires se sont ainsi nettement repliés au cours du premier semestre 1994, puis se sont stabilisés. Au total, sur

¹ Les résultats 1992 et 1993 ont été publiés dans le supplément « Études » du *Bulletin de la Banque de France* du 2^e trimestre 1995.

l'ensemble de l'année, le TIOP à trois mois a baissé de 131 points de base, revenant à 5,95 % en décembre.

Les taux à long terme se sont nettement redressés, dans un contexte international marqué par les inquiétudes des opérateurs sur l'évolution de l'inflation aux États-Unis et par un durcissement de la politique monétaire américaine. Après avoir atteint un niveau très bas en début d'année (5,66 %), l'indice du gisement s'est progressivement relevé pour atteindre 7,99 % en décembre.

En 1995, la croissance de l'économie française s'est progressivement affaiblie, concomitamment au ralentissement constaté dans la plupart des pays de l'Union européenne. La demande de financement des entreprises a été un peu plus soutenue tandis que celle des ménages restait éteinte.

Dans le même temps, la pente ascendante de la courbe des taux s'est accentuée. Les taux interbancaires, au-delà des tensions sur les changes observées notamment à la fin du premier trimestre, ont été globalement orientés à la baisse, le TMP se repliant de 5,32 % à fin décembre 1994 à 5,01 % à fin décembre 1995, tandis que les taux à long terme, malgré une remontée temporaire au début de l'automne, se sont également détendus, l'indice du gisement revenant à 6,69 % à fin décembre 1995.

2. Résultats 1994

2.1. La structure des bilans

Les résultats disponibles concernent douze établissements dont l'activité cumulée représente un peu plus de la moitié de celle de l'ensemble des établissements de crédit. La somme des crédits recensés dans l'échantillon atteignait ainsi 50,5 % du total des encours de la catégorie à la fin 1993 et 50,7 % douze mois plus tard, celle des ressources clientèle aux mêmes dates respectivement 57,4 % et 58,9 % de l'ensemble. Les évolutions des grandeurs mesurées au travers de l'enquête sont proches de celles relevées pour l'ensemble des établissements. Les encours de crédit de l'échantillon ont ainsi été stables en 1994, alors qu'une très légère baisse était enregistrée entre la fin 1994 et la fin 1995 au titre des statistiques monétaires.

L'examen des données retraitées selon la méthodologie exposée en annexe fait apparaître une stabilité du montant du bilan globalisé, accompagnée de légères variations du poids respectif de ses principaux postes. Notamment, la répartition de ces derniers selon leur mode de rémunération, fixe ou variable, s'est quelque peu modifiée. La part des ressources comme des emplois à taux fixe s'est accrue, de manière un peu plus marquée à l'actif qu'au passif.

2.1.1. Les principales caractéristiques des emplois

Les crédits constituent la composante essentielle de l'actif retraité selon la méthodologie arrêtée pour les besoins de l'exercice. Toutefois, leur part dans le total de l'actif est revenu de 74,3 % à fin 1993 à 71,6 % douze mois plus tard, en raison de l'effritement de la demande de financement observé au cours de la période, alors que celle des portefeuilles titres est passée de 8,4 % à fin 1993 à 10,0 % de l'ensemble à fin 1994, dont 8,4 % à taux fixe (cf. annexe 1). Une érosion limitée de l'importance relative des actifs non sensibles aux taux, ramenée de 14,5 % de l'actif à 14,1 %, est en outre intervenue.

À fin 1994, les crédits sont pour plus des deux-tiers assortis d'une rémunération à taux fixe¹, le solde étant principalement indexé sur le taux de base bancaire et sur les taux monétaires, respectivement dans des proportions de l'ordre de 7 % et 20 % de l'encours total. La nouvelle diminution de la part des crédits indexés sur le taux de base bancaire au profit de crédits bénéficiant de clauses d'indexation

¹ Par convention, les encours rémunérés à un taux variable dont la période de révision est supérieure à un an seraient classés, au moment de la collecte, dans la rubrique « taux fixe ».

différentes prolonge en l'accentuant celle constatée depuis la réforme du marché monétaire intervenue au milieu des années quatre-vingt. En 1994, ce recul s'est opéré au profit des crédits à taux fixes. L'accentuation récente de la baisse de la référence TBB (taux de base bancaire) peut s'expliquer par une perception de plus en plus forte de la part des établissements du risque de taux induit par cette référence ainsi que par une désaffection de la part des entreprises.

RÉPARTITION DES ENCOURS DE CRÉDIT PAR AGENT ET PAR TYPE DE TAUX À FIN 1993						
	Particuliers		Entreprises		Total	
	En milliards de francs	En pourcentage	En milliards de francs	En pourcentage	En milliards de francs	En pourcentage
CRÉDITS À TAUX FIXES.....	1 165,7	86,2	838,0	51,7	2 003,7	67,4
CRÉDITS À TAUX VARIABLES.....	186,6	13,8	783,8	48,3	970,5	32,6
– TBB	27,9	2,1	226,9	14,0	254,8	8,6
– Taux monétaires.....	90,6	6,7	501,5	30,9	592,1	19,9
– Taux obligataires.....	17,2	1,3	19,7	1,2	36,9	1,2
– Autres taux.....	50,9	3,8	35,7	2,2	86,7	2,9
TOTAL	1 352,3	100,0	1 621,8	100,0	2 974,2	100,0

RÉPARTITION DES ENCOURS DE CRÉDIT PAR AGENT ET PAR TYPE DE TAUX À FIN 1994						
	Particuliers		Entreprises		Total	
	En milliards de francs	En pourcentage	En milliards de francs	En pourcentage	En milliards de francs	En pourcentage
CRÉDITS À TAUX FIXES.....	1 231,1	86,9	857,8	55,1	2 088,9	70,3
CRÉDITS À TAUX VARIABLES.....	185,8	13,1	698,3	44,9	884,1	29,7
– TBB	24,6	1,7	177,2	11,4	201,8	6,8
– Taux monétaires.....	98,7	7,0	480,4	30,9	579,1	19,5
– Taux obligataires.....	15,7	1,1	17,8	1,1	33,5	1,1
– Autres taux.....	46,8	3,3	22,9	1,5	69,7	2,3
TOTAL	1 416,9	100,0	1 556,1	100,0	2 972,9	100,0

Les tableaux de répartition des encours par agent bénéficiaire confirment la grande disparité dans les conditions débitrices selon le type de contrepartie, déjà relevée lors de la précédente enquête : alors que près de 90 % des crédits consentis aux particuliers sont rémunérés à taux fixes, un peu moins de la moitié environ des concours reçus par les entreprises sont référencés à des taux variables.

D'une année à l'autre, cette structure de répartition ne s'est guère modifiée en ce qui concerne les crédits aux particuliers, au sein desquels la part des taux fixes a légèrement progressé, passant de 86,2 % du total des concours à la catégorie à fin 1993 à 86,9 % en 1994.

S'agissant des crédits aux entreprises ¹, le poids relatif des taux variables s'est inscrit en baisse, revenant de 48,3 % en 1993 à 44,9 % en 1994. Cette diminution correspond à un repli sensible de la part des crédits indexés sur le taux de base bancaire, de 14,0 % à fin 1993 à 11,4 % à fin 1994. À cet égard, l'examen des données recensées au titre des statistiques monétaires fait apparaître que cette

¹ Les crédits aux entreprises sont définis par opposition aux crédits aux particuliers. Ils comprennent donc non seulement les concours aux sociétés mais aussi ceux aux entrepreneurs individuels voire, plus marginalement, ceux à d'autres catégories d'agents économiques.

baisse s'inscrit dans le cadre d'une contraction globale des crédits de trésorerie, objet de la plupart des opérations indexées sur le taux de base bancaire, plus accusée que celle des crédits d'investissement.

2.1.2. Les principales caractéristiques des ressources

Le passif agrégé des établissements de l'échantillon, retraité selon la méthodologie présentée en annexe, est constitué, pour une part prépondérante, de ressources collectées auprès de la clientèle : les dépôts à vue en représentent un peu moins du cinquième en 1994, les dépôts à terme un peu plus de 43 %, tandis que la part des certificats de dépôt et des bons à moyen terme négociables (BMTN) et celle des emprunts obligataires se sont établies respectivement autour de 12 % et 13 %. L'année 1994 a été caractérisée par un déclin relatif des ressources obtenues sur les marchés de capitaux en faveur des ressources traditionnelles des établissements de crédit et, de manière moins marquée, des actifs non sensibles aux taux (fonds propres, provisions).

L'augmentation du poids des dépôts rémunérés provient d'une progression simultanée de l'importance relative des dépôts à taux fixes, dont la part est passée de 34,7 % en 1993 à 36,9 % en 1994 et de celle des dépôts à taux variable (de 6,5 % à 7,0 %). Ce mouvement reflète le dynamisme de l'épargne à taux réglementés et des comptes à terme au sein des portefeuilles des agents non financiers, au détriment des placements en OPCVM monétaires, dont le développement contribuait jusqu'alors à la marchésation des ressources des établissements de crédit. La part à taux variable des certificats de dépôt et des BMTN, qui représente plus des deux tiers de l'encours total de ces deux catégories de titres de créances négociables (TCN), s'est ainsi sensiblement contractée au sein des ressources bancaires, revenant de 10,1 % en 1993 à 8,3 % en 1994.

S'agissant des ressources stables, l'importance relative des emprunts obligataires, pour l'essentiel à taux fixe, s'est également légèrement érodée.

2.2. Évaluation des écarts d'indexation

ÉCART D'INDEXATION (après prise en compte des opérations de couverture)									
	Encours en milliards de francs		Part en pourcentage			Encours en milliards de francs		Part en pourcentage	
	1993	1994	1993	1994		1993	1994	1993	1994
ACTIFS					ÉLÉMENTS DE PASSIF				
EN FRANCS					EN FRANCS				
À TAUX FIXES.....	2 971,2	3 192,8	74,2	76,9	À TAUX FIXES.....	3 228,3	3 403,1	80,6	81,9
– Crédits.....	2 003,7	2 088,9	50,0	50,3	– Dépôts à vue.....	740,0	772,2	18,5	18,6
– Portefeuille-titres.....	274,6	348,5	6,9	8,4	– Dépôts rémunérés.....	1 390,6	1 532,7	34,7	36,9
– Actifs non sensibles					– Certificats de dépôt et				
aux taux.....	580,7	587,2	14,5	14,1	BMTN.....	146,9	156,7	3,7	3,8
– Interbancaire.....	112,3	168,1	2,8	4,0	– Emprunts obligataires....	444,7	409,9	11,1	9,9
					– Passifs non sensibles				
					aux taux.....	506,1	531,6	12,6	12,8
					– Interbancaire.....	0,0	0,0	0,0	0,0
ACTIFS					ÉLÉMENTS DE PASSIF				
EN FRANCS					EN FRANCS				
À TAUX VARIABLES.....	1 033,9	960,2	25,8	23,1	À TAUX VARIABLES.....	777,8	749,8	19,4	18,1
– Taux de base.....	259,0	208,3	6,5	5,0	– Taux de base.....	5,5	5,6	0,1	0,1
– Taux monétaires.....	638,7	635,5	15,9	15,3	– Taux monétaires.....	680,7	639,8	17,0	15,4
– Taux obligataires.....	49,6	46,7	1,2	1,1	– Taux obligataires.....	77,4	85,4	1,9	2,1
– Autres taux.....	86,7	69,7	2,2	1,7	– Autres taux.....	14,1	18,9	0,4	0,5
TOTAL ACTIF					TOTAL PASSIF				
EN FRANCS.....	4 005,1	4 152,9	100,0	100,0	EN FRANCS.....	4 005,1	4 152,9	100,0	100,0

La part des opérations à taux fixe s'est légèrement accrue, tant à l'actif qu'au passif. La proportion des emplois à taux fixe a ainsi progressé de 74,2 % en 1993 à 76,9 % en 1994, notamment au détriment des actifs indexés sur le taux de base bancaire (- 1,5 point). En ce qui concerne les ressources, l'augmentation de la part des éléments de passif à taux fixes, qui s'est élevée à 1,3 point en 1994 (2,2 points pour les seuls dépôts rémunérés), s'est réalisée au détriment des ressources collectées sur le marché monétaire (certificats de dépôt et BMTN), dont la part est revenue de 17,0 % en 1993 à 15,4 % en 1994.

Alors que la quasi-totalité des passifs à taux variables sont indexés sur les taux monétaires en 1994, les emplois sont référencés de manière plus diversifiée, les parts respectives des taux monétaires et du taux de base bancaire atteignant 66 % et 21 % du total des actifs à taux variable en 1994.

Les bilans¹ des établissements de l'échantillon sont caractérisés par un net excédent des emplois en francs à taux variable sur les ressources de même nature : on peut faire apparaître un écart d'indexation correspondant à la différence entre la proportion des emplois et la proportion des ressources dont la rémunération est révisable au cours d'une période inférieure ou égale à un an. La marge d'intérêt des établissements de crédit est immunisée contre une variation des taux directeurs si l'écart est nul, mais s'accroîtrait en cas de hausse des taux si l'écart d'indexation est positif (et inversement).

À la fin de 1994, la proportion d'actifs à taux variable s'établissait à 23,1 % en 1994, alors que celle des ressources était de 18,1 %, soit un écart d'indexation de 5 points. Cet écart d'indexation provient de ce que les emplois TBB sont les seuls pour lesquels il n'existe pratiquement pas de ressources pouvant être adossées en taux. Ils sont donc un élément clef de la position de taux spontanée des établissements et de l'évolution de leur marge d'intermédiation. De son côté, l'écart entre emplois et ressources rémunérés aux taux monétaires, négatif en 1993 de 1,1 point, était quasi nul à fin 1994 (- 0,1 point), en raison du repli des passifs indexés sur ces taux.

Il est difficile malgré tout de déterminer si cette dernière évolution est le fait des établissements ou des agents économiques non financiers. On remarque cependant qu'elle coïncide avec une progression soutenue des ressources clientèle favorisée par le niveau relativement élevé de la rémunération des dépôts à vue à taux fixe et avec une stabilisation des encours de crédits.

¹ Les résultats présentés ci-après ne peuvent être extrapolés qu'avec prudence, notamment d'un point de vue micro-économique. En effet, la structure du bilan et, partant, la gestion du risque de taux varie fortement entre les établissements participant à l'enquête.

3. Estimations 1995

ÉCART D'INDEXATION POUR LES ÉTABLISSEMENTS DE L'ÉCHANTILLON (après prise en compte des opérations de couverture)					
<i>(répartition en pourcentage)</i>					
	1994	1995		1994	1995
ACTIFS EN FRANCS			ÉLÉMENTS DE PASSIF EN FRANCS		
À TAUX FIXES.....	76,9	75,5	À TAUX FIXES.....	81,9	82,2
– Crédits.....	50,3	47,0	– Dépôts à vue.....	18,6	19,0
– Portefeuille-titres.....	8,4	8,6	– Dépôts rémunérés.....	36,9	38,5
– Actifs non sensibles aux taux.....	14,1	12,1	– Certificats de dépôts et BMTN.....	3,8	3,7
– Interbancaire.....	4,0	7,8	– Emprunts obligataires.....	9,9	9,0
			– Passifs non sensibles aux taux.....	12,8	12,0
ACTIFS EN FRANCS			ÉLÉMENTS DE PASSIF EN FRANCS		
À TAUX VARIABLES.....	23,1	24,5	À TAUX VARIABLES.....	18,1	17,8
– Taux de base.....	5,0	4,8	– Taux de base.....	0,1	0,0
– Taux monétaires.....	15,3	17,0	– Taux monétaires.....	15,4	15,6
– Taux obligataires.....	1,1	1,1	– Taux obligataires.....	2,1	1,8
– Autres taux.....	1,7	1,6	– Autres taux.....	0,5	0,4
TOTAL ACTIF EN FRANCS.....	100,0	100,0	TOTAL PASSIF EN FRANCS.....	100,0	100,0

La présente estimation a été établie à partir de déclarations représentant en montant à peu près les trois quarts de celles utilisées pour l'exercice 1994, soit 72,2 % pour les crédits et 74,9 % pour les ressources clientèle. À celles qui manquaient à la date de confection de l'enquête ont été substitués les montants 1994. C'est pourquoi on ne commentera que les évolutions en pourcentage du total.

Il apparaît que les établissements participant à l'enquête auraient enregistré en 1995 simultanément une diminution de la part de leurs emplois à taux fixe et un accroissement de celle de leurs ressources à taux fixe.

À l'actif, l'érosion de l'importance relative des crédits dans le total des actifs, déjà notée en 1994, se serait confirmée en 1995, de même que le renforcement du poids des portefeuilles titres, quoique à un rythme plus modéré qu'en 1994. La principale variation de la répartition des encours de crédit par agent et par type de taux porterait sur les crédits aux entreprises indexés sur les taux variables, dont la part aurait augmenté en raison de la croissance des concours à taux monétaires.

Au passif, la progression des dépôts à vue et rémunérés à taux fixe semble se poursuivre en 1995, les ménages réorientant leur épargne vers des produits dont le rendement relatif s'est amélioré en raison du durcissement de la fiscalité sur les OPCVM et de la baisse des taux à court terme en fin d'année.

Globalement, l'écart d'indexation entre les emplois et ressources à taux variables s'accroîtrait de 5 points en 1994 à 6,7 points en 1995. La majeure partie de la différence proviendrait toujours des actifs référencés sur le TBB (4,8 points) mais un écart positif existerait désormais entre les actifs et passifs à taux monétaire (1,4 point). Il pourrait s'expliquer par la formulation par les agents non financiers d'anticipations à la poursuite de la baisse des taux en 1995, le caractère peu dynamique de la demande renforçant la capacité des emprunteurs à obtenir qu'il leur soit consenti des concours à taux de marché.

**VENTILATION DES OPÉRATIONS DE BILAN PAR TYPE DE TAUX
(après prise en compte des opérations de couverture)**

	Encours en milliards de francs		Part en pourcentage	
	À fin 1993	À fin 1994	1993	1994
ACTIFS EN FRANCS	4 005,1	4 152,9	100,0	100,0
<i>Crédits</i>	2 974,2	2 972,9	74,3	71,6
<i>Taux fixes</i>	2 003,7	2 088,9	50,0	50,3
<i>Taux variables</i>	970,5	884,1	24,2	21,3
– TBB.....	254,8	201,8	6,4	4,9
– Taux monétaires.....	592,1	579,1	14,8	13,9
– Taux obligataires.....	36,9	33,5	0,9	0,8
– Autres.....	86,7	69,7	2,2	1,7
<i>Portefeuille-titres</i>	338,0	417,0	8,4	10,0
<i>Taux fixes</i>	274,6	348,5	6,9	8,4
<i>Taux variables</i>	63,4	68,5	1,6	1,6
– Taux monétaires.....	46,6	48,8	1,2	1,2
– Taux obligataires.....	12,6	13,2	0,3	0,3
<i>Opérations interbancaires</i>	112,3	175,7	2,8	4,2
<i>Actifs non sensibles aux taux</i>	580,7	587,2	14,5	14,1
PASSIF EN FRANCS	4 005,1	4 152,9	100,0	100,0
<i>Dépôts à vue</i>	740,0	772,2	18,5	18,6
<i>Dépôts rémunérés</i>	1 651,5	1 822,0	41,2	43,9
<i>Taux fixes</i>	1 390,6	1 532,7	34,7	36,9
<i>Taux variables</i>	260,9	289,2	6,5	7,0
– TBB.....	5,5	5,6	0,1	0,1
– Taux monétaires.....	200,8	217,8	5,0	5,2
– Taux obligataires.....	41,9	50,1	1,0	1,2
– Autres.....	12,7	15,7	0,3	0,4
<i>Certificats de dépôt et BMTN</i>	553,4	502,9	13,8	12,1
<i>Taux fixes</i>	146,9	156,7	3,7	3,8
<i>Taux variables</i>	406,5	346,2	10,1	8,3
<i>Emprunts obligataires</i>	555,2	524,3	13,9	12,6
<i>Taux fixes</i>	444,7	409,9	11,1	9,9
<i>Taux variables</i>	110,4	114,4	2,8	2,8
– Taux monétaires.....	73,4	75,7	1,8	1,8
– Taux obligataires.....	35,6	35,3	0,9	0,9
<i>Opérations interbancaires</i>	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Passifs non sensibles aux taux</i>	506,1	531,6	12,6	12,8

RAPPEL DE LA MÉTHODOLOGIE RETENUE

La réactivité des bilans bancaires aux orientations et aux modifications des taux directeurs constitue un élément important pour la compréhension des mécanismes par lesquels la politique monétaire agit sur la sphère réelle.

L'objet de cette étude est de mesurer l'incidence des variations des taux de référence sur les taux dont dépendent les produits et charges d'intermédiation des établissements participants et à apprécier leur degré de réactivité aux modifications du contexte macro-financier.

Le propos n'est donc pas d'évaluer la sensibilité globale des bilans des banques au risque de taux, ni de préciser l'effet des variations des taux d'intérêt sur leur rentabilité, ce qui supposerait dans les deux cas de prendre en considération les activités de marché. Il n'est pas non plus de fournir une vue exacte de la répartition par indice des créances et dettes bancaires des agents non financiers, les opérations de couverture pratiquées par les institutions financières entraînant une dissociation entre la nature effective des taux versés et celle des taux perçus, cette dernière étant seule prise en compte dans l'enquête.

La réalisation de ce travail supposait que fût mise au point une méthodologie permettant d'harmoniser les règles adoptées par les établissements de crédit pour structurer leurs bilans par type de taux, et d'aboutir ainsi à un cadre commun. Cette exigence impliquait de délimiter le périmètre global des opérations recensées, de définir une structure par poste des emplois et des ressources, de convenir d'un mode d'équilibrage des éléments de bilan retenus, d'indiquer dans quelle mesure les opérations de hors-bilan devaient être prises en compte, de regrouper les références de taux par grandes catégories et de préciser le mode d'évaluation des encours.

1. La délimitation du périmètre global

On a recensé les seules opérations de bilan en francs réalisées en France métropolitaine avec les résidents et les non-résidents pour des raisons de disponibilité rapide des informations. Les opérations de transaction (ou opérations autonomes de trésorerie) en ont été exclues, car on a cherché à cerner au plus près l'activité d'intermédiation des établissements de crédit. En pratique, une partie des opérations interbancaires a tout de même été reprise à hauteur du montant permettant d'équilibrer le solde créances-engagements. Enfin, les opérations en devises ont été laissées hors du champ de recensement parce qu'elles sont *a priori* davantage influencées par les taux des eurodevises que par les taux prévalant sur les marchés nationaux de capitaux.

Les données ont été collectées sur une base comptable non consolidée, là aussi pour des raisons de commodité et de rapidité. Toutefois, la référence à la consolidation s'est avérée indispensable pour les groupes dont les opérations avec la clientèle sont gérées principalement par des filiales spécialisées.

2. La structure par poste des emplois et des ressources

À l'actif, on a pris en compte non seulement les emplois-clientèle (crédits, portefeuille-titres) — correspondant aux emplois qui sont les sources directes de financement de l'économie — mais aussi les emplois structurels (immobilisations, créances non productives d'intérêt, comptes de régularisation, réserves obligatoires), puisqu'ils affectent également la sensibilité du bilan aux variations des taux d'intérêt.

Les crédits-clientèle ont par ailleurs été recensés par type de bénéficiaire pour apprécier la disparité des situations selon la nature de la clientèle.

Au sein du portefeuille-titres, on a exclu le portefeuille de transaction pour ne retenir que les titres de placement, les titres d'investissement et les titres de participation, tous émetteurs confondus, car il est difficile, dans ce cas précis, d'isoler les seules créances sur la clientèle.

De manière symétrique, au passif, on a retenu non seulement les ressources-clientèle (dépôts, certificats de dépôt), mais aussi l'ensemble des ressources longues et permanentes (obligations, fonds propres et provisions).

En particulier, les dépôts ont été répartis entre les dépôts à vue et les dépôts rémunérés (qui incluent les comptes à terme, les comptes d'épargne à régime spécial et les bons de caisse).

Par ailleurs, on a comptabilisé, d'une part, l'ensemble des certificats de dépôt émis, et d'autre part, l'ensemble des obligations émises (y compris les titres subordonnés), tous détenteurs confondus (clientèle ou non), là encore parce que l'appareil statistique ne permet pas d'identifier la nature économique des contreparties.

3. L'équilibrage des opérations de bilan

Conventionnellement, on a fait apparaître, à l'actif ou au passif, un solde des opérations effectuées sur le marché interbancaire (au jour le jour ou à terme) équilibrant les emplois et les ressources.

Les opérations de refinancement auprès de la Banque centrale ont, en particulier, été considérées comme répertoriées à ce poste.

4. La prise en compte du hors-bilan

Le recours à des instruments financiers à terme pour se prémunir vis-à-vis du risque de taux constitue un élément central dans la gestion par les établissements de crédit de leur bilan. À ce titre, ces instruments influent sur la sensibilité des bilans aux modifications de taux d'intérêt et entrent tout naturellement dans le champ de l'enquête.

Toutefois, seules les opérations de l'espèce utilisées pour immuniser les emplois et ressources recensées ont été prises en compte, leur impact net étant réparti entre les différentes catégories d'encours et de taux au *pro rata* de leur importance respective. Eu égard à l'alourdissement des demandes qui en auraient résulté, aucune élimination des contrats ayant pu être éventuellement conclus entre deux établissements inclus dans l'échantillon n'a été opérée. L'agrégation des déclarations ne donne ainsi qu'une vue partielle de la position nette globale de cet échantillon hors portefeuille de négociation.

5. Le regroupement des références de taux

Il résulte de ce qui précède que la ventilation par type de taux des éléments de bilan et d'une partie du hors-bilan a été effectuée sur la base des taux contractuels. Les encours ont été répartis selon les conditions de rémunération, de façon à distinguer ceux qui sont rémunérés à taux fixe de ceux qui le sont à taux variable.

Les indices de taux variables ont été regroupés entre quatre catégories : taux de base bancaire, taux monétaires (TMP, T4M, TAM, PIBOR, etc.), taux obligataires (TME, TMO, etc.) et autres taux (taux composites).

Par convention, les encours rémunérés à un taux variable dont la période de révision est supérieure à un an seraient classés, au moment de la collecte, dans la rubrique « taux fixe ».

En toute rigueur, l'analyse de la répartition par nature de rendement devrait, pour intégrer les effets sur la sensibilité des bilans bancaires des mouvements affectant la courbe des taux, être complétée par celle des impasses et des surfinancements par échéance. Toutefois, cette dernière est délicate à la fois à mettre en œuvre mais aussi à interpréter d'un point de vue économique. Néanmoins il a paru utile de l'intégrer partiellement et le principe a été arrêté de reclasser les tombées à trois mois au plus parmi les encours à taux variable, tout en respectant le cas échéant les proportions entre les différentes catégories de taux variables, d'opérations et d'agents économiques.

6. Le mode d'évaluation des encours

L'étude a été menée sur des données en moyenne trimestrielle relative au quatrième trimestre de chacune des deux années observées.

LE MARCHÉ DES CERTIFICATS DE DÉPÔT : INFLUENCE DE LA RELATION ÉMETTEURS- SOUSCRIPTEURS INITIAUX

Avec un encours de 723 milliards de francs à fin décembre 1995

sur un total de 1 379 milliards de francs de titres de créances privées négociables émis (certificats de dépôt, bons des institutions et des sociétés financières, billets de trésorerie, bons à moyen terme négociables), le marché des certificats de dépôts est désormais suffisamment mûr pour justifier un examen détaillé de son fonctionnement et des conditions dans lesquelles les objectifs initialement envisagés peuvent être considérés comme atteints.

Après une description rapide des caractéristiques respectives des échantillons de certificats de dépôt observés, cette note examine successivement les comportements selon les différents types d'émetteurs et de souscripteurs, et les conséquences de ces distinctions sur les arbitrages opérés sur le marché monétaire avec les titres d'État (bons du Trésor).

CORINNE MARTIN

*Direction des Marchés de capitaux
Cellule monétaire*

FABIENNE ROSENWALD

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Centre de Recherche*

■ La création du marché des certificats de dépôt, en 1985, avait pour ambition de répondre à deux objectifs essentiels : assurer une meilleure interconnexion des marchés, et favoriser la transparence des conditions de placement afin d'améliorer les canaux de transmission des impulsions de la politique monétaire. Après dix ans d'existence, un bilan peut être dressé sur les conditions de fonctionnement de ce marché. Dans ce cadre, la présente étude vise à dégager les principaux facteurs explicatifs de la structure des taux à l'émission des certificats de dépôt.

■ En dépit de caractéristiques légèrement différentes (cf. 1.) selon les durées, les taux semblent obéir aux règles suivantes :

– les taux à l'émission dépendent significativement du type du souscripteur (cf. 2.1.) : les taux servis aux souscripteurs financiers (établissements de crédit et OPCVM) sont en moyenne supérieurs de 20 points de base à 30 points de base aux taux servis aux souscripteurs non financiers (entreprises et ménages) ;
– la catégorie d'émetteurs influe également sur les taux à l'émission (cf. 2.2.), et ce indépendamment de l'effet clientèle : un écart de 10 points de base à 20 points de base sépare les taux servis par les émetteurs « banques de marché » des taux offerts par les banques à réseau ¹.

Ces deux effets, ainsi que l'importance relative des entreprises et des ménages parmi les souscripteurs du papier des émetteurs banques de réseau, expliquent que le taux moyen des certificats de dépôt émis par les trois grandes banques soit de 30 points de base à 40 points de base inférieur à celui des banques de marché.

■ On peut aussi mettre en avant des écarts dans la sensibilité des agents souscripteurs à des fluctuations des taux des bons du Trésor sur le marché secondaire (cf. 3.). C'est ainsi que les variations des taux des bons du Trésor se répercutent intégralement sur les taux à l'émission des souscripteurs financiers, alors qu'elles se transmettent avec une ampleur moindre pour les taux des certificats de dépôt souscrits par des agents non financiers.

■ Des analyses complémentaires permettent de préciser la position des taux à l'émission des certificats de dépôt par rapport au taux de placement sans risque correspondant aux rendements des bons du Trésor (cf. 4.). Pour les durées de 13 semaines, et aux dates d'adjudications des bons du Trésor, les taux offerts aux souscripteurs non financiers des certificats de dépôt sont comparables, ou même exceptionnellement inférieurs, aux taux des bons du Trésor.

¹ Les très grands établissements de réseau « à vocation générale » regroupent trois catégories principales de groupes homogènes : les trois grandes banques et deux réseaux mutualistes ou coopératifs appelés respectivement dans la note groupe 1 et groupe 2.

1. Description des caractéristiques des différents échantillons

1.1. Données utilisées

Elles proviennent de la base de données des titres de créances négociables, gérée par la Banque de France¹ qui recense les différentes caractéristiques de chaque émission sur ce marché : en particulier, les durées — par nature non standardisées — de chaque titre, les montants, les souscripteurs initiaux² et les taux appliqués à l'émission. Les taux utilisés dans cette étude sont des taux actuariels recalculés à partir des taux postcomptés qui servent de base aux publications périodiques de la Banque sur ce marché.

L'étude porte sur trois mois (novembre 1994, février 1995, avril 1995) neutres en termes réglementaires. Le dernier décret concernant les certificats de dépôt remonte en effet au 27 septembre 1994 (décret n° 94-848) et porte notamment sur la réduction de leur durée maximale de deux ans à un an. Les plages de durée représentatives de l'échéance mensuelle (de 27 jours à 34 jours), et trimestrielle (de 89 jours à 94 jours), ont été sélectionnées parmi les trois durées les plus traitées sur un mois³.

1.2. Une présence plus forte des souscripteurs non financiers sur les durées les plus courtes

Sur un montant émis de 370 milliards de francs en moyenne mensuelle, les émissions de certificats de dépôt à 3 mois atteignent des montants de 75 milliards (20 % des montants émis), contre 120 milliards à 1 mois (33 % des montants émis), avec respectivement 5 000 émissions pour le 3 mois et 20 000 émissions pour le 1 mois.

La répartition des souscripteurs est différente selon la durée des certificats de dépôt (à titre d'illustration, cf. tableau 1). S'agissant des certificats de dépôt à 1 mois, les souscripteurs entreprises sont aussi présents que les souscripteurs financiers, alors que sur le marché des certificats de dépôt à 3 mois les souscripteurs financiers (OPCVM et établissements financiers) détiennent plus de 80 % de l'encours. Les ménages ne représentent qu'une part très minoritaire des montants souscrits (10 % maximum pour le 1 mois et 5 % pour le 3 mois).

L'analyse selon les émetteurs est plus délicate, car le nombre d'émetteurs peut varier selon le jour étudié et se révéler parfois insuffisant pour permettre le traitement statistique. Néanmoins, un regroupement des différents émetteurs selon des critères économiques par l'utilisation de la classification en groupes homogènes, élaborée par la Commission bancaire, permet d'établir les différences les plus significatives.

Les catégories d'émetteurs diffèrent peu pour les deux échéances, les trois grandes banques et les banques d'affaires occupant les deux premières places (15 % des montants émis), quelle que soit la durée des titres émis. Les autres « banques à vocation générale » (à dominante régionale) privilégient plutôt le 1 mois dans leurs émissions (environ 10 % des émissions), et les banques étrangères à activité interbancaire dominante, le 3 mois (16 %).

¹ Service des Intermédiaires et des Instruments de marché (SIIM), direction des Marchés de capitaux (DMC)

² Les souscripteurs sont regroupés en 8 catégories (établissements de crédit, OPCVM, entreprises d'assurances, caisses de retraites et mutuelles, sociétés industrielles et commerciales et entreprises industrielles, administrations publiques et privées, non-résidents et DOM-TOM, ménages et associations, autres) et ne peuvent être plus précisément identifiés, à la différence des émetteurs, connus par leur code interbancaire.

³ La troisième étant le 2 mois (59 jours-64 jours), moins importante en volume et non prise en compte dans cette étude

2. Impact des souscripteurs et des émetteurs

Pour mesurer l'influence du type de souscripteur et de la catégorie de l'émetteur sur le taux à l'émission des certificats de dépôt, une approche économétrique fondée sur une analyse de la covariance a été utilisée. Cette méthode, présentée dans l'annexe méthodologique, prend en compte les corrélations entre les deux effets souscripteur et émetteur étudiés¹. Si un souscripteur donné est prioritairement en relation avec un émetteur donné, le taux moyen de cet émetteur dépendra de l'effet souscripteur. Contrairement à une simple mesure des moyennes par émetteur, l'application de l'analyse de la covariance permet de prendre en compte ce phénomène.

2.1. Hiérarchie des souscripteurs initiaux : de moins bonnes conditions de rémunération pour les souscripteurs non financiers

De simples tests de la moyenne effectués sur chaque jour, pour les différents mois et durées sous revue indiquent que les taux appliqués dépendent de la nature des souscripteurs initiaux. Ces effets souscripteurs sont très différents, les souscripteurs financiers percevant en moyenne des taux significativement plus élevés que les souscripteurs non financiers — ménages et entreprises — (cf. tableaux 2.1 et 2.2).

L'analyse de la covariance effectuée permet de préciser ces constatations en contrôlant les effets émetteurs :

– pour les taux sur les *certificats de dépôt à 1 mois*, la moyenne des taux servis aux souscripteurs établissements de crédit est de 5 points de base au-dessus de la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs OPCVM, de 21 points de base au-dessus de la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs entreprises et de 30 points de base au-dessus de la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs ménages ;

– pour les taux sur les *certificats de dépôt à 3 mois*, la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs établissements de crédit n'est pas différente de la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs OPCVM. Cette moyenne est cependant de 23 points de base au-dessus de la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs entreprises et de 35 points de base au-dessus de la moyenne des taux appliqués aux souscripteurs ménages.

2.2. À un effet clientèle se superpose une hiérarchie des émetteurs

De simples tests de moyenne mettent en évidence des écarts significatifs entre les taux à l'émission pour les différentes signatures. L'analyse de la covariance effectuée permet d'attribuer ces écarts à deux phénomènes :

– *un effet clientèle* : les banques de marché se caractérisent plutôt par une clientèle de souscripteurs financiers (représentant au minimum 75 % des souscriptions pour les deux échéances considérées), qui bénéficie à ce titre de taux relativement élevés. Les émetteurs banques de réseau s'adressent davantage à des clients ménages et entreprises, en particulier pour l'échéance 1 mois et émettent à des taux moins élevés (cf. tableaux 3.1 et 3.2) ;

– *un effet émetteur* en tant que tel, indépendant de l'effet clientèle. On peut en effet distinguer des groupes d'émetteurs par le niveau des taux appliqués. Ainsi les banques à réseau accordent-elles en moyenne des taux moins élevés que les banques de marché, l'écart atteignant 22 points de base entre ces deux catégories d'émetteurs pour le 1 mois et 11 points de base pour le 3 mois.

¹ Une description plus complète de cette méthode et des résultats obtenus est disponible dans la *Note d'Études et de Recherche* (NER n° 37) de la direction générale des Études des mêmes auteurs.

On peut calculer des écarts moyens entre différents émetteurs et évaluer ce qui est attribuable à l'effet souscripteur ou lié au type de clientèle de l'émetteur, en utilisant les résultats de l'analyse de la covariance. Dans le tableau ci-dessous, la première ligne (A) indique les écarts entre les différents types d'émetteurs déduits d'un simple test de la moyenne. La deuxième ligne correspond aux résultats obtenus en contrôlant ce qui est dû à l'effet clientèle, c'est-à-dire à l'estimation de l'équation [I] donnée en annexe méthodologique. La troisième ligne est la différence entre la première et la deuxième, et correspond donc à ce qui disparaît lorsqu'on contrôle le type du souscripteur, c'est-à-dire l'effet clientèle. Les données portent sur les taux à l'émission des certificats de dépôt à 1 mois et sont exprimées en points de base avec les trois grandes banques comme classe de référence. Entre autres résultats de cette analyse, on relève en particulier que la composition de la clientèle explique moins de la moitié de l'écart du taux moyen entre les trois grandes banques et les banques de marché.

ÉCARTS DE TAUX A L'ÉMISSION SELON LES DIFFÉRENTES CATÉGORIES D'ÉMETTEURS					
<i>(en points de base)</i>					
	Les trois grandes banques	Banques de marché	Banques de groupes	Banques d'affaires	Banques étrangères
Sans contrôler la clientèle (A).....	Classe de référence	39	31	30	38
Effet émetteur pur (B).....	Classe de référence	22	17	19	22
Effet clientèle (A) – (B).....	Classe de référence	17	14	11	16
Source : Banque de France SIIM					
Réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire DEER – Centre de recherche					

3. La « sensibilité » des taux de certificats de dépôt aux variations des taux de référence des bons du Trésor : des effets variables selon les souscripteurs initiaux

Pour mettre en évidence les effets souscripteurs (cf. 2.), l'hypothèse implicite était que les taux des bons du Trésor influençaient de la même manière ceux des certificats de dépôt quels que soient les souscripteurs (équation [I] de l'annexe méthodologique). Dans cette section (2.), cette hypothèse est levée, l'analyse étant centrée sur l'impact des bons du Trésor sur les taux à l'émission des certificats de dépôt¹ (équation [II] de l'annexe méthodologique).

Pour les taux sur les certificats de dépôt, on constate dès lors (cf. résultats du tableau 5) que cet impact des bons du Trésor est sensiblement différent selon les souscripteurs :

– pour les *certificats de dépôt à 1 mois*, une hausse de 100 points de base du taux des bons du Trésor provoque une hausse équivalente des taux sur les certificats de dépôt lorsque le souscripteur est un établissement de crédit ou un OPCVM, de 95 points pour une entreprise et de 90 points pour un ménage. Tous ces effets sont donc très élevés ;

– pour les *certificats de dépôt à 3 mois*, on distingue le groupe des souscripteurs financiers (établissements de crédit et OPCVM) pour lequel toute variation de taux des bons du Trésor est intégralement répercutée sur ceux des certificats. Cet effet est significativement différent pour les autres groupes de souscripteurs. Une hausse de 100 points de base des taux des bons du Trésor provoque une

¹ C'est-à-dire sur l'effet d'une hausse du taux de référence des bons du Trésor sur les taux à l'émission des certificats de dépôt

hausse des taux sur les certificats de dépôt de 93 points de base lorsque le souscripteur est une entreprise et de 89 points de base pour un ménage.

On pourrait penser que l'effet souscripteur est seulement dû à un effet montant, les certificats de dépôt souscrits par les ménages étant, en moyenne, de montant inférieur à ceux souscrits par les établissements financiers. Une analyse économétrique, non fournie ici, montre que la hiérarchie des effets souscripteurs, telle qu'elle vient d'être mise en évidence, se conserve quelle que soit la tranche de montant concernée.

4. Les écarts entre certificats de dépôt et bons du Trésor : les souscripteurs non financiers s'opposent aux souscripteurs financiers

Conformément aux résultats précédemment évoqués, le marché des certificats de dépôt apparaît donc comme étant divisé en plusieurs segments de clientèle. On peut en distinguer trois principaux : les souscripteurs financiers (OPCVM et établissements de crédit), les souscripteurs entreprises, et les ménages.

Les taux appliqués selon ces marchés sont très différents et correspondent sans doute à des capacités d'arbitrage variables selon les agents. Ce premier constat peut être précisé en étudiant le comportement des taux de certificats de dépôt par rapport au taux de bons du Trésor, sur le marché primaire comme sur le marché secondaire.

En particulier, il y a toutes chances que les souscripteurs financiers arbitrent les taux des certificats de dépôt qu'ils achètent par rapport aux bons du Trésor, alors que les ménages et les entreprises acheteurs de certificats font plus probablement un arbitrage par rapport aux parts d'OPCVM.

4.1. Marché primaire des bons du Trésor : la hiérarchie traditionnelle des taux s'inverse parfois

Les taux à l'émission des certificats de dépôt et des bons du Trésor à trois mois ont été comparés pour chaque date d'adjudication (les lundis) des mois de novembre 1994, février 1995 et avril 1995. Cette comparaison est impossible pour les certificats de dépôt à 1 mois, les adjudications de bons du Trésor étant trop irrégulières (ainsi en novembre 1994 et en février 1995, le Trésor n'a procédé à aucune adjudication pour cette maturité).

Sur les trois mois étudiés, la segmentation opérée selon les souscripteurs permet de distinguer des écarts, plutôt positifs pour les souscripteurs financiers, proches de zéro pour les souscripteurs entreprises et négatifs pour les souscripteurs ménages, à deux exceptions près¹.

Ainsi, les établissements de crédit peuvent-ils emprunter des fonds sur le marché monétaire à des taux comparables et parfois même inférieurs à ceux obtenus par le Trésor, ponctuellement auprès de souscripteurs financiers, et apparemment d'une façon régulière lorsque les souscripteurs sont des agents non financiers.

Les souscripteurs financiers représentent globalement, en moyenne sur les trois mois de l'étude, 78 % des souscriptions. Ce chiffre moyen ne rend pas compte des différences de structure de clientèle entre les trois grandes banques, les grandes banques à vocation générale, et le réseau mutualiste n° 2, qui s'adressent en moyenne respectivement à 64 %, 58 %, 51 % à des souscripteurs financiers. Les banques de marché et le réseau mutualiste n° 1 s'adressent à cette catégorie de clientèle pour des pourcentages respectivement de 92 % et de 80 % (cf. tableaux 3.1 et 3.2).

¹ Pour deux dates, les 27 février et 18 avril 1995, les certificats de dépôt ont été émis en grande majorité à des taux inférieurs à ceux des bons du Trésor, et ce, quel que soit le type de souscripteur concerné.

4.2. *Marché secondaire*

Les taux de référence des bons du Trésor sur le marché secondaire, établis quotidiennement par la Banque de France, offrent une indication du taux sans risque sur le marché monétaire, et influencent le taux à l'émission des certificats de dépôt, les émetteurs devant tenir compte des facultés d'arbitrage des souscripteurs¹.

A priori, la qualité de la signature publique devrait normalement conduire à un écart de taux positif entre les certificats de dépôt et les bons du Trésor traités sur le marché secondaire pour des durées analogues. Cependant, les analyses statistiques menées sur les mois sélectionnés, et pour les durées 1 mois et 3 mois, montrent que les écarts de taux peuvent être négatifs.

À cet égard, il y a lieu de distinguer trois situations :

- les souscripteurs financiers (OPCVM et établissements de crédit) pour lesquels les écarts entre certificats de dépôt et bons du Trésor sont en moyenne toujours positifs ;
- les souscripteurs entreprises pour lesquels les écarts sont en moyenne proches de zéro pour le 3 mois et négatifs pour le 1 mois ;
- les souscripteurs ménages pour lesquels, sauf exception, l'écart est négatif.

Cette différenciation est cohérente avec la segmentation mise en évidence à propos du marché primaire des bons du Trésor, et confirme que les différents souscripteurs n'ont apparemment pas les mêmes possibilités d'arbitrage, ni de négociation avec les établissements émetteurs. Cette remarque est surtout valable pour l'échéance de court terme (à 1 mois) sur laquelle les entreprises et les ménages représentent un peu plus du tiers des souscriptions, contre moins d'un cinquième pour l'échéance 3 mois (cf. tableau 1). Les entreprises font ainsi jeu égal avec les établissements de crédit pour les souscriptions de certificats de dépôt à 1 mois, alors qu'elles sont nettement distancées pour l'échéance à 3 mois.

Le marché des certificats de dépôt sur les plages d'échéances et les périodes d'émission étudiées semble posséder certaines propriétés.

Deux compartiments coexistent, celui des souscripteurs financiers, marqué par des rendements plus avantageux pour les souscripteurs, et celui des souscripteurs non financiers (entreprises et ménages), bénéficiant de conditions de rémunération moins favorables. Ainsi les certificats de dépôt émis au profit de souscripteurs non financiers offrent-ils en moyenne une rémunération au mieux équivalente, sinon inférieure dans le cas des ménages, à celle des titres émis par l'État. Tel n'est pas le cas s'agissant des souscripteurs financiers. Toutefois, il arrive que, ponctuellement, les émetteurs de certificats de dépôt puissent se financer sur le marché monétaire auprès de souscripteurs financiers à de meilleures conditions que le Trésor.

Les taux à l'émission des certificats de dépôt dépendent également de la catégorie de l'émetteur. Les effets clientèle permettent d'expliquer seulement moins de la moitié de l'écart entre les taux de certificats de dépôt émis par des banques de réseau et ceux émis par des banques de marché. Il reste donc un écart qui signifie que les banques de réseau se financent plus avantageusement que les banques de marché. Ainsi les trois grandes banques de réseau se financent-elles à un taux moyen, pour les certificats de dépôt à 1 mois, de 30 points de base inférieur au taux auquel se financent les banques d'affaires. Sur ces 30 points de base, 11 points de base seulement proviennent de l'effet clientèle.

¹ Les analyses ont été effectuées sur les jours ouvrés des marchés, en excluant les émissions de certificats de dépôt du week-end et des jours fériés, correspondant à des renouvellements automatiques plutôt qu'à un véritable arbitrage avec d'autres titres du marché monétaire.

Les conclusions des études économétriques conduisent donc à un modèle de formation des taux sur les certificats de dépôt relativement simple. La hiérarchie des taux marque ainsi un double clivage : d'une part, pour les souscripteurs, entre les financiers (OPCVM et établissements de crédit) et les ménages ou les entreprises ; d'autre part, pour les émetteurs, entre les banques à réseau et les banques de marché. En outre, la transmission des fluctuations des taux de marché s'effectue différemment selon le type de souscripteur : une hausse de 100 points de base des taux des bons du Trésor se répercute intégralement sur le taux des certificats de dépôt achetés par des souscripteurs financiers, mais entraîne une réaction de moindre ampleur sur les taux des certificats de dépôt souscrits par les entreprises et par les ménages. Pour ces derniers, il est vraisemblable que l'influence du taux des bons du Trésor est plus indirecte, puisqu'elle doit s'opérer *via* le rendement des parts d'OPCVM, les arbitrages des ménages et des entreprises s'effectuant plus vraisemblablement entre cette forme de placement et les certificats de dépôt.

Tableau 1

**RÉPARTITION DES ÉMISSIONS DE CERTIFICATS DE DÉPÔT
PAR SOUSCRIPTEURS INITIAUX AU MOIS DE NOVEMBRE 1994**

(en pourcentage)

	Montant pondéré		Nombre d'émissions	
	1 mois	3 mois	1 mois	3 mois
	Établissements de crédit.....	23,5	57,1	2,6
OPCVM.....	22,3	27,7	10,5	10,7
Compagnies d'assurance.....	10,4	1,6	1,7	2,9
Sociétés industrielles et commerciales.....	28,9	10,1	48,3	46,1
Administrations publiques et privées.....	1,1	0,4	1,7	2,3
Reste du monde.....	1,3	0,4	1,5	1,6
Ménages et associations.....	10,0	2,5	33,1	24,7
Autres	2,5	0,2	0,6	0,8

Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire
DEER – Centre de recherche

Tableau 2

TAUX ACTUARIELS DES CERTIFICATS DE DÉPÔT À L'ÉMISSION PAR SOUSCRIPTEURS

Tableau 2.1

(en pourcentage)

1 MOIS												
	Novembre 1994				Février 1995				Avril 1995			
	Taux moyen pondéré	Écart-type	Min.	Max.	Taux moyen pondéré	Écart-type	Min.	Max.	Taux moyen pondéré	Écart-type	Min.	Max.
Établissements de crédit.....	5,54	0,05	4,92	5,82	5,74	0,25	5,24	6,31	8,21	0,25	5,83	9,48
OPCVM.....	5,54	0,04	5,19	5,65	5,73	0,21	5,32	6,89	8,16	0,24	7,33	9,45
Compagnies d'assurance.....	5,51	0,05	4,92	6,28	5,72	0,36	4,97	13,43	8,07	0,28	6,04	8,70
Sociétés industrielles et commerciales.....	5,40	0,18	2,15	8,96	5,67	0,32	2,10	8,96	7,96	0,38	4,59	9,49
Administrations publiques et privées.....	5,39	0,21	3,87	5,74	5,63	0,25	3,98	6,69	7,91	0,38	4,52	9,07
Non-résidents et DOM-TOM.....	5,43	0,27	4,16	6,79	5,65	0,45	2,62	6,79	7,82	0,61	4,76	9,39
Ménages et associations.....	5,27	0,14	3,93	7,38	5,44	0,26	4,13	8,42	7,64	0,38	4,59	9,09
Autres.....	5,51	0,07	4,34	5,62	5,62	0,15	4,29	6,28	8,19	0,27	6,63	8,55
TOTAL.....	5,47	0,15	2,15	8,96	5,68	0,29	2,10	13,43	8,06	0,35	4,52	9,49

Tableau 2.2

(en pourcentage)

3 MOIS												
	Novembre 1994				Février 1995				Avril 1995			
	Taux moyen pondéré	Écart-type	Min.	Max.	Taux moyen pondéré	Écart-type	Min.	Max.	Taux moyen pondéré	Écart-type	Min.	Max.
Établissements de crédit.....	5,76	0,14	5,23	6,93	6,07	0,25	5,48	7,28	8,08	0,48	6,22	9,33
OPCVM.....	5,75	0,16	5,53	6,93	6,03	0,27	5,43	7,17	8,03	0,42	6,49	9,21
Compagnies d'assurance.....	5,66	0,22	5,06	6,91	6,04	0,21	5,27	6,54	8,00	0,49	6,23	8,65
Sociétés industrielles et commerciales.....	5,64	0,27	3,60	8,36	5,96	0,34	3,49	6,33	7,83	0,40	5,38	9,44
Administrations publiques et privées.....	5,52	0,18	5,09	5,85	5,84	0,21	5,09	6,45	7,94	0,56	3,49	9,00
Reste du monde.....	5,61	0,23	4,56	6,48	6,05	0,39	5,06	7,31	7,88	0,26	6,32	8,65
Ménages et associations.....	5,45	0,19	1,48	7,28	5,68	0,28	1,53	6,86	7,57	0,41	4,64	8,79
Autres.....	5,58	0,13	5,06	5,66	5,81	0,12	5,20	6,25	8,19	0,30	6,54	8,46
TOTAL.....	5,73	0,18	1,48	8,36	6,03	0,27	1,53	7,31	7,99	0,47	3,49	9,44

Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire
DEER – Centre de recherche

Tableau 3

**RÉPARTITION DES MONTANTS D'ÉMISSIONS
DES CERTIFICATS DE DÉPÔT
SELON LES GROUPES HOMOGÈNES ET PAR SOUSCRIPTEURS
AU MOIS D'AVRIL**

Tableau 3.1

(en pourcentage)

1 MOIS									
Souscripteurs	Groupes homogènes d'émetteurs								
	Les trois grandes banques	Grandes banques à vocation générale	Banques petites ou moyennes à vocation générale	Autres établissements spécialisés	Banques de marché	Banques et sociétés financières de groupe	Banques et sociétés financières d'affaires ou de portefeuille	Grandes banques étrangères, activité interbancaire dominante	Réseaux mutualistes
Établissements de crédit.....	4	12	6	35	26	8	44	38	24
OPCVM.....	8	23	7	29	56	14	25	41	12
Compagnies d'assurance.....	5	2	2	2	5	37	6	0	5
Sociétés industrielles et commerciales.....	54	43	61	32	11	39	22	16	34
Administrations publiques et privées.....	3	1	6	0	1	2	1	3	2
Non-résidents et DOM-TOM.....	2	1	0	2	1	0	1	2	1
Ménages et associations.....	23	17	18	0	0	0	1	0	8
Autres.....	1	1	0	0	0	0	0	0	14
TOTAL.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Tableau 3.2

(en pourcentage)

3 MOIS									
Souscripteurs	Groupes homogènes d'émetteurs								
	Les trois grandes banques	Grandes banques à vocation générale	Banques petites ou moyennes à vocation générale	Autres établissements spécialisés	Banques de marché	Banques et sociétés financières de groupe	Banques et sociétés financières d'affaires ou de portefeuille	Grandes banques étrangères, activité interbancaire dominante	Réseaux mutualistes
Établissements de crédit.....	36	33	14	0	50	7	53	72	49
OPCVM.....	10	14	5	0	34	43	25	23	10
Compagnies d'assurance.....	6	1	1	0	5	11	6	0	4
Sociétés industrielles et commerciales.....	28	36	58	100	7	39	12	4	24
Administrations publiques et privées.....	4	3	4	0	3	0	0	0	2
Non-résidents et DOM-TOM.....	2	0	0	0	1	0	2	1	0
Ménages et associations.....	14	13	18	0	0	0	2	0	6
Autres.....	0	0	0	0	0	0	0	0	5
TOTAL.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire
DEER – Centre de recherche

MÉTHODOLOGIE L'ANALYSE DE LA COVARIANCE

La modélisation utilisée pour expliquer les taux sur les certificats de dépôt est un modèle d'analyse de la covariance qui permet de prendre en compte les effets souscripteurs et émetteurs et de tenir compte de l'état des marchés financiers *via* le taux de référence des bons du Trésor. L'analyse de la variance permet de mesurer la contribution d'un certain nombre de facteurs, ici le type du souscripteur et le type de l'émetteur, à l'explication de la variance totale de la variable étudiée, ici le taux à l'émission sur les certificats de dépôt. Le fait d'introduire plusieurs facteurs de classification permet de tester en particulier si les différences entre deux moyennes pour un critère donné ne sont pas dues à l'effet d'un autre facteur.

Nous avons estimé plusieurs modèles successifs¹. Le premier suppose que le taux sur les certificats de dépôt est engendré par un modèle simple où les effets souscripteurs et émetteurs sont additifs et où la variable bt_t , taux des bons du Trésor du marché secondaire, donne une indication de l'état du marché. Il s'écrit :

$$r_{ijkt} = \mu + \alpha_i + \beta_j + \gamma bt_t + \varepsilon_{ijkt} \quad [I]$$

où l'indice $i = 1 \dots I$ représente le type du souscripteur et l'indice $j = 1 \dots J$ le type de l'émetteur. On note r_{ijk} le taux sur les certificats de dépôt pour l'opération k se déroulant entre un souscripteur de type i et un émetteur de type j . Le taux appliqué à l'observation k , qui fait partie du type i en souscripteur et du type j en émetteur, est, au résidu aléatoire ε_{ijk} près, déterminé par l'addition à la moyenne générale μ de α_i (effet du critère souscripteur), de β_j (effet du critère émetteur) et de γbt_t . Les coefficients α_i et β_j ne sont estimables qu'à une constante près. On a ainsi l'habitude d'estimer les modèles d'analyse de la variance en choisissant, pour chaque facteur, une classe de référence par rapport à laquelle on calcule les coefficients de autres classes. Les résultats se lisent donc en écart par rapport à cette classe de référence. Pour calculer un effet émetteur sans contrôler l'effet clientèle, il suffit d'enlever les α_i de l'équation [I]. Les résultats de l'estimation de ce modèle sont classés dans le tableau 4 ci-après.

¹ Pour un exposé plus détaillé, le lecteur peut se reporter à la *Note d'Études et de Recherche* (NER n° 37) de la direction générale des Études, des mêmes auteurs.

Tableau 4

ESTIMATION DE L'ÉQUATION I		
	Certificats de dépôt à 1 mois	Certificats de dépôt à 3 mois
μ	0,296 (0,008)	0,515 (0,015)
γ	0,944 (0,000)	0,929 (0,002)
COEFFICIENTS α DE CENTRES DE CLASSE		
Souscripteurs = établissements de crédit	classe de référence	classe de référence
Souscripteurs = OPCVM.....	- 0,046 (0,007)	- 0,014 (0,010)
Souscripteurs = entreprises.....	- 0,210 (0,006)	- 0,228 (0,008)
Souscripteurs = ménages.....	- 0,296 (0,006)	- 0,348 (0,009)
COEFFICIENTS β DE CENTRES DE CLASSE		
Émetteurs = les trois grandes banques	classe de référence	classe de référence
Émetteurs = banques de marché.....	0,223 (0,009)	0,106 (0,015)
Émetteurs = banques et compagnies financières de groupes...	0,166 (0,011)	0,103 (0,021)
Émetteurs = banques et compagnies financières d'affaires.....	0,194 (0,005)	0,129 (0,010)
Émetteurs = grandes banques étrangères.....	0,217 (0,010)	0,266 (0,015)
Émetteurs = groupe 1.....	- 0,004 (0,003)	- 0,019 (0,008)
Émetteurs = groupe 2.....	0,010 (0,003)	- 0,015 (0,007)
Nombre d'observations.....	64 000	15 000
R^2	0,96	0,94
Les chiffres entre parenthèses donnent l'écart-type.		
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire DEER – Centre de recherche		

Il est estimé qu'un modèle plus général permet un effet différencié du bon du Trésor selon le type du souscripteur. Un effet souscripteur comparable à celui présenté plus haut apparaît directement, en réalisant tout en écart par rapport à \bar{bt} la moyenne du taux sur les bons du Trésor :

$$r_{ijkt} = \mu + \alpha_i + \beta_j + (\gamma + \gamma_i) (bt_t - \bar{bt}) + \varepsilon_{ijkt} \quad [\text{II}]$$

L'effet souscripteur est alors apprécié par les coefficients α_i et γ_i . Le coefficient α_i est ainsi directement l'effet moyen du souscripteur de type i et le coefficient γ_i mesure l'effet du taux des bons du Trésor sur les taux des certificats de dépôt achetés par des souscripteurs de type i .

Les résultats des estimations des modèles [I] et [II] ont été utilisés pour construire un modèle récapitulatif où ont été regroupés les émetteurs et les souscripteurs en classes homogènes quant à leurs effets. L'effet des bons du Trésor sur les souscripteurs financiers étant non significativement différent de 1, ce modèle a été estimé en fixant ce coefficient à 1 pour les souscripteurs financiers (comme ces derniers sont la classe de référence, cela revient à fixer γ à 1). Les coefficients γ_i des autres souscripteurs donneront donc directement l'écart par rapport à 1 de l'effet d'un mouvement du taux des bons du Trésor.

Les résultats de cette estimation sont donnés dans le tableau 5 (pour cette estimation, les données sur les certificats de dépôt des mois de novembre 1994, février 1995 et avril 1995, ont été regroupées en un seul échantillon dans le cas des émissions pour les durées de 1 mois et de 3 mois).

Tableau 5

ESTIMATION DU MODÈLE RÉCAPITULATIF		
	Certificats de dépôt à 1 mois	Certificats de dépôt à 3 mois
μ	6,383 (0,003)	6,702 (0,007)
γ	1	1
COEFFICIENTS α DE CENTRES DE CLASSE		
Souscripteurs = établissements de crédit et OPCVM.....	classe de référence	classe de référence
Souscripteurs = entreprises.....	- 0,189 (0,003)	- 0,240 (0,007)
Souscripteurs = ménages.....	- 0,279 (0,004)	- 0,355 (0,007)
COEFFICIENTS γ DE PENTE		
Souscripteurs = établissements de crédit et OPCVM.....	classe de référence	classe de référence
Souscripteurs = entreprises.....	- 0,046 (0,001)	- 0,075 (0,003)
Souscripteurs = ménages.....	- 0,096 (0,001)	- 0,107 (0,004)
COEFFICIENTS β DE CENTRES DE CLASSE		
Émetteurs = les trois grandes banques et les réseaux mutualistes.....	classe de référence	classe de référence
Émetteurs = banques et compagnies financières de groupes, d'affaires et étrangères.....	0,192 (0,004)	0,157 (0,008)
R ²	0,96	0,94
Les chiffres entre parenthèses donnent l'écart-type.		
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire DEER – Centre de recherche		

TRAITEMENT DU SURENDETTEMENT : NOUVELLES PERSPECTIVES

Depuis le début de la décennie commencée en 1990, la législation française comporte un dispositif destiné à prévenir et à traiter les difficultés liées au surendettement des particuliers et des familles. La Banque de France joue un rôle central dans la mise en œuvre de ce dispositif, dont elle est la « cheville ouvrière ».

JEAN-LUC VATIN
Direction du Réseau

■ D'un point de vue général, le dispositif de traitement du surendettement intéresse l'ensemble du corps social puisqu'il traduit un phénomène de société, l'une de ses originalités étant précisément de faire intervenir un institut d'émission, dont la vocation est essentiellement monétaire, directement dans la résolution d'un problème de société. Entré en vigueur le 1^{er} mars 1990, ce dispositif est encore couramment désigné sous l'appellation de « loi Neiertz », par référence au secrétaire d'État à la Consommation de l'époque, qui en avait pris l'initiative. Il vient de faire l'objet d'une réforme par une loi du 8 février 1995, qui est entrée en vigueur le 1^{er} août de l'année dernière.

■ De ces rappels historiques découlent, de prime abord, certaines réflexions et interrogations.

– En premier lieu, alors que le droit français connaît depuis longtemps, au moins depuis l'Ancien Régime, des procédures spécifiques pour traiter les défaillances de paiement de la part des entreprises, il a fallu attendre la fin du XX^e siècle pour voir émerger une législation visant à résoudre le même type de problème pour les particuliers.

– En deuxième lieu, cette législation, promulguée en 1990, a dû être modifiée à peine plus de cinq ans après son entrée en vigueur. On ne peut dès lors manquer de se demander si

cette nouvelle intervention du législateur est due à des évolutions constatées pendant un laps de temps finalement assez bref ou si elle résulte de l'imperfection des textes initiaux.

Enfin, moins d'un an après l'entrée en vigueur d'une réforme législative sur le sujet, il paraît, bien entendu, pour le moins intéressant, sinon de tirer le bilan de cette réforme, ce qui serait sans doute prématuré, compte tenu du peu de recul dont nous disposons, du moins de faire le point sur l'actualité de ce dossier et sur ses évolutions les plus récentes.

■ Les développements qui suivent ont pour objet de tenter d'apporter quelques éléments de réponse à ces interrogations. Ils s'articulent autour des trois points suivants.

– Quelle a été l'origine de la législation sur le surendettement et quelle en était l'économie d'ensemble ? En effet, il est nécessaire de remonter aux sources pour appréhender correctement la problématique actuelle.

– Quel bilan a pu être tiré de ce dispositif et quelles évolutions ont pu être constatées de 1990 à 1995, c'est-à-dire dans l'intervalle qui a séparé les deux interventions du législateur ?

– Enfin, quelle est la portée de la réforme intervenue en 1995 dont il conviendra de rappeler l'enjeu ainsi que le contenu et au sujet de laquelle il faudra indiquer les premières constatations enregistrées depuis son entrée en vigueur ?

1. Le dispositif initial du traitement du surendettement

La loi votée le 31 décembre 1989 et entrée en vigueur le 1^{er} mars 1990 résultait d'un constat. Elle constituait une solution novatrice dont l'acclimatation s'est révélée assez difficile. Il convient de revenir successivement sur chacun de ces trois points : le constat, la solution, son acclimatation.

1.1. Le constat

Le vote à l'unanimité par le Parlement de la loi sur le surendettement procédait de la triple constatation suivante.

– Une augmentation considérable de l'endettement, en particulier à court terme, des ménages français avait été observée pendant la seconde moitié de la décennie commencée en 1980 ; au cours de cette période, le taux de croissance de ce type de crédit d'une année à l'autre a pu atteindre 36 %, voire 40 %. D'un point de vue qualitatif, on a, par ailleurs, assisté au développement de nouvelles formes de crédit aux particuliers : les cartes à débit différé, les crédits *revolving*, les locations avec option d'achat sont venus s'ajouter aux prêts personnels classiques.

– Le niveau d'endettement global des Français restait modéré et d'un ordre similaire, voire inférieur, à celui constaté dans nombre de pays occidentaux. En revanche, apparaissaient, à la marge, des phénomènes de surendettement de certains ménages qui, soit avaient cédé aux « sirènes » du crédit à la consommation en surévaluant leurs capacités de remboursement (phénomène dénommé schématiquement « surendettement actif »), soit à la suite d'un accident de la vie — chômage, maladie, divorce... —, avaient vu diminuer brutalement leurs ressources et se trouvaient, en conséquence, dans l'impossibilité de rembourser leurs emprunts (phénomène qualifié de « surendettement passif »). Le nombre de ménages dans cette situation était évalué à l'époque à 200 000, problème préoccupant pour les pouvoirs publics, puisque les personnes concernées, fréquemment entraînées dans une « spirale » d'endettement, se trouvaient confrontées à un véritable risque d'exclusion sociale.

– La législation antérieure ne permettait pas de trouver une solution convenable à ces difficultés. Sa principale lacune résidait dans le caractère exclusivement bilatéral des relations entre le débiteur et chacun de ses créanciers ou, plus précisément, dans l'absence de toute procédure spécifique permettant d'appréhender globalement et de résoudre les situations de l'espèce dans un cadre multilatéral. La seule solution pour le débiteur en difficulté était de demander à l'autorité judiciaire des délais de grâce, mais il devait le faire à l'égard de chacun de ses créanciers. À l'inverse, ces derniers n'avaient aucune vision globale de la situation de leur débiteur et pouvaient, du fait de cette absence de visibilité, prendre des décisions tout à fait intempestives — prononcé de la déchéance du terme, exercice de poursuites... — qui risquaient d'obérer encore davantage la situation du débiteur par le jeu des intérêts de retard, des pénalités diverses et des frais de poursuite.

1.2. Une solution novatrice

La loi n° 89-1010 du 31 décembre 1989 poursuivait l'objectif affirmé d'apporter une réponse appropriée aux situations du type ci-dessus décrit et d'endiguer leur développement. Elle comportait à cet effet deux volets :

– l'un, préventif, reposant principalement sur l'institution d'un Fichier national des incidents de remboursement de crédit aux particuliers (en abrégé FICP), géré par la Banque de France et qui, pouvant être consulté par les établissements de crédit, a pour objet d'appeler leur attention sur la situation d'emprunteurs ayant connu des difficultés financières (notamment parce qu'ont été enregistrés à leur nom des incidents de paiement caractérisés) ;

– l'autre, curatif, qui présentait un caractère profondément novateur par rapport aux mécanismes traditionnels du droit français.

En effet, le législateur a repoussé la solution extrême de la « faillite civile » qui aurait permis d'aboutir à l'extinction totale ou partielle du passif des débiteurs concernés sous le contrôle de l'autorité judiciaire, mais qui présentait de multiples inconvénients du point de vue du coût, du secret et de l'exemplarité. Il a refusé également de faire reposer sur les seuls tribunaux, déjà surchargés, le règlement de toutes les situations de surendettement, et il a finalement opté pour une solution originale consistant à confier à une commission de cinq membres, présidée par l'autorité administrative¹ et dont le secrétariat est assuré par la Banque de France, la tâche d'essayer de parvenir, dans un délai souhaité bref (un maximum de deux mois était fixé à l'origine), à une solution négociée, c'est-à-dire à un plan de redressement accepté par le débiteur et ses principaux créanciers : dans le cadre d'une procédure dite de « règlement amiable ».

Si la commission ne parvenait pas à faire prévaloir une solution consensuelle, les intéressés, c'est-à-dire le débiteur et ses créanciers, pouvaient saisir le juge d'une demande de « redressement judiciaire civil », laquelle pouvait aboutir à un plan de redressement non plus négocié mais imposé par le magistrat, auquel la loi conférait à cet effet certains pouvoirs : possibilité de réduire d'autorité les taux d'intérêt, d'imposer des reports ou des rééchelonnements, d'imputer les paiements en priorité sur le capital... En revanche, le juge n'a pas reçu la faculté « d'effacer » les créances, sauf dans un cas : celui de la vente du logement principal n'aboutissant pas à un prix suffisant pour apurer la créance. Dans cette seule hypothèse, le juge pouvait réduire (jusqu'à néant) cette dernière, en fonction des ressources du débiteur. Il y a donc là une différence fondamentale avec une procédure de faillite civile : la loi n'organisait pas l'extinction globale du passif sous le contrôle de l'autorité judiciaire. Une autre différence mérite d'être signalée : l'ouverture d'une procédure devant la commission où le juge n'entraînait pas suspension automatique des poursuites et n'autorisait pas, en principe, le débiteur à interrompre ses paiements. Cependant, la suspension des poursuites pouvait être ordonnée par le juge si les créanciers ne les interrompaient pas spontanément étant précisé que, dans la pratique, les commissions les invitaient à l'amiable à surseoir aux poursuites et, en cas de refus, pouvaient saisir le juge.

Il faut noter enfin que, si la procédure aboutissait à un plan, conventionnel ou judiciaire, celui-ci pouvait comporter certaines mesures contraignantes pour le débiteur : obligation de vendre un bien par exemple, interdiction de contracter de nouveaux emprunts... En tout état de cause, le plan était inscrit au FICP, ce qui limitait, en fait sinon en droit, la capacité du débiteur de s'endetter à nouveau.

L'économie du dispositif légal de l'époque reposait donc sur un système à deux degrés : la commission et le juge. Le souhait implicite du législateur était que les créanciers, une fois informés de l'état d'endettement global de leur débiteur, préféreraient consentir volontairement des sacrifices devant la commission plutôt que de se voir imposer une solution par le juge. Quant à ce dernier, s'il était saisi directement d'un cas de surendettement, il pouvait demander la collaboration de la commission en sollicitant l'ouverture d'une procédure amiable et, si sa saisine intervenait après un constat de désaccord, il était censé pouvoir bénéficier du travail d'instruction accompli par cette dernière et, le cas échéant, s'inspirer du projet de plan établi par celle-ci.

Il apparaît, en définitive, très clairement que, dès l'origine, le souci du législateur a été de privilégier la voie de la conciliation, non seulement dans le but de limiter la charge de travail des magistrats, mais aussi du fait d'une préférence réelle pour ce système encore relativement peu utilisé en droit français, par rapport à la voie judiciaire, pour régler les différends nés de la vie courante.

¹ La commission, en principe départementale, est normalement présidée par le Préfet. Elle comprend, en outre, le Trésorier payeur général, le représentant local de la Banque de France, un représentant des établissements de crédit et un représentant des associations familiales ou de consommateurs.

1.3. Une acclimatation difficile

Du fait même de son caractère novateur, en raison aussi de la très grande rapidité avec lequel il a été mis en œuvre, enfin compte tenu de l'afflux initial des dépôts de dossiers, le dispositif institué par la loi s'est heurté, au départ, à un certain nombre de difficultés.

Initialement mal compris et mal admis par les établissements de crédit, dont les services contentieux n'étaient pas accoutumés à ce nouveau mode de règlement des incidents de paiement, le système a fait apparaître un certain nombre de dysfonctionnements : contestations systématiques de la recevabilité des dossiers et notamment de la bonne foi des débiteurs par certains créanciers, refus également systématique des propositions des commissions, voire absence pure et simple de réponse à celles-ci.

La lourdeur de la procédure administrative instituée par le décret, caractérisée notamment par la nécessité, pour les secrétariats de commissions, de procéder à de multiples envois de lettres recommandées, le nombre considérable de dossiers déposés consécutif, notamment, à l'importante action de communication engagée après l'entrée en vigueur de la loi ont, en outre, entraîné un engorgement des commissions tout au long de l'année 1990. Dans ces conditions, le délai de deux mois imposé par le législateur n'a pu évidemment être respecté. Au demeurant, il est vite apparu très théorique, le temps minimum moyen de traitement d'un dossier étant nettement supérieur (de l'ordre de trois mois en moyenne).

La plupart de ces dysfonctionnements ont pu être heureusement résolus grâce, d'une part, aux différentes actions de concertation menées au sein du comité consultatif du Conseil national du crédit et de groupes de travail *ad hoc* constitués entre la Banque de France et la profession bancaire qui ont permis d'obtenir rapidement une attitude plus coopérative de la part des établissements de crédit et de simplifier notablement les procédures, grâce, d'autre part, à la stabilisation progressive du rythme de dépôt des dossiers et à l'expérience acquise par les personnels des secrétariats des commissions. L'année 1990 n'en apparaît pas moins comme une année largement atypique, comme le fait apparaître le bilan des premières années d'application.

2. Le bilan des premières années d'application

Il peut se résumer en trois points : des résultats globalement positifs, une situation évolutive, des préoccupations persistantes liées à des problèmes non résolus. Chacun de ces trois points mérite quelques commentaires.

2.1. Des résultats globalement positifs

Au 31 décembre 1994 — date choisie, car elle précède immédiatement l'année de l'entrée en vigueur de la réforme — les commissions de surendettement avaient reçu au total près de 360 000 dossiers.

Environ 35 500 de ces dossiers avaient été déclarés irrecevables car ne répondant pas aux conditions fixées par la loi qui sont au nombre de trois : existence avérée d'une situation de surendettement, caractère non professionnel de l'endettement, bonne foi du débiteur. C'est cette dernière notion qui a donné lieu aux controverses les plus vives et à un certain nombre de débats notamment sur le point de savoir à quel moment il faut se placer pour apprécier la bonne foi : lors de la conclusion des contrats de crédit ou lors de la présentation du dossier à la commission de surendettement. Les commissions ont retenu de manière générale cette dernière interprétation afin d'éviter de priver la loi d'une grande partie de son intérêt mais elles ont sanctionné aussi les comportements manifestement malhonnêtes.

Près de 350 000 dossiers avaient été traités par les commissions, étant précisé qu'on considère comme « traités » les dossiers qui, soit ont été déclarés irrecevables, soit ont fait l'objet d'un plan ou d'un constat de non-accord, soit ont été clôturés en cours de procédure notamment parce que le débiteur a retiré sa demande ou n'a jamais remis les pièces nécessaires pour permettre l'instruction de son dossier. De telles clôtures ne sont nullement exceptionnelles : elles concernent plus de 10 % des dossiers déposés.

Plus de 156 000 plans conventionnels avaient été conclus, contre 107 000 constats de non-accord, ce qui, en cumul, représentait un taux de confection des plans de l'ordre de 60 % pour l'ensemble des dossiers menés à leur terme par les commissions.

La plupart de ces plans comportaient des mesures de rééchelonnement, d'allongement des délais de remboursement, de report de certaines échéances, et de baisse des taux d'intérêt, mais peu d'abandon de créances, les créanciers étant généralement opposés par principe à cette solution.

Ces données cumulées ne rendent cependant pas compte des évolutions constatées au cours de ces premières années d'application du dispositif. Il convient, à ce dernier égard, de souligner certains points :

– tout d'abord, le caractère atypique, déjà signalé, de l'année 1990, du point de vue du nombre des dépôts de dossiers (plus de 90 000 sur dix mois), du taux d'irrecevabilité assez élevé (14 %), du taux de traitement (à peine supérieur à 50 %) et du taux de réussite des procédures (45 %) ; la faiblesse de ces deux derniers taux illustre les difficultés d'acclimatation du dispositif, précédemment évoquées ;

– la normalisation, au cours des années ultérieures, de ces différents taux, en particulier, du taux d'irrecevabilité, qui s'est maintenu aux alentours de 10 %, après qu'une circulaire ministérielle du 26 novembre 1990 ait précisé les critères d'admissibilité des dossiers, et du taux de succès qui, de 1991 à 1994, s'est situé constamment aux alentours de 60 % tout en plafonnant à ce niveau ;

– enfin et peut-être surtout, le maintien, contrairement aux anticipations du législateur de 1989, d'un rythme relativement soutenu de dépôt des dossiers : 68 000 en 1991, 64 000 en 1992, 69 000 en 1993, 68 600 en 1994. Le cap des 200 000 dossiers annoncés en 1989 a été franchi dès 1992. D'un point de vue moins anecdotique, l'on n'a pas assisté à ce qui pouvait être raisonnablement anticipé, à savoir un afflux de dossiers dans les premiers mois suivi par une brutale décrue. Cette décrue ne s'est pas produite probablement en raison du phénomène qualitatif décrit ci-après.

2.2. Une situation évolutive

Concernant la typologie des déposants de dossiers, il importe de souligner que les cas de surendettement désormais soumis aux commissions ont progressivement changé de nature ou, tout au moins, d'origine au cours de la période considérée.

En effet, le profil sociologique du surendetté a nettement évolué depuis mars 1990. Cette transformation, qui résulte pour une grande part de la dégradation de la conjoncture économique ressentie à partir du dernier trimestre de 1992, trouve également ses origines dans le volet préventif de la loi Neiertz, privilégiant l'information des contractants et limitant, par là même, le développement d'endettements excessifs.

Les débiteurs dits « actifs », ayant souscrit de manière exagérée eu égard à leurs revenus, de multiples prêts à la consommation (crédits personnels, crédits *revolving*, cartes à débit différé...), en complément d'un ou plusieurs crédits immobiliers, qui étaient très nombreux au cours des années 1990-1992, sont de moins en moins présents.

Aujourd'hui, et c'était déjà le cas en 1994, la fragilité de la structure financière des ménages repose, dans un grand nombre de cas, non plus sur un excès d'endettement volontaire mais beaucoup plus sur une contraction très sensible des ressources perçues : le déséquilibre budgétaire familial résultant très souvent d'un choc économique (précarisation de l'emploi, licenciement...), ne permet plus d'honorer les engagements financiers contractés dans le passé.

Ainsi, une enquête typologique réalisée par la Banque de France dans le courant de l'année 1993 faisait ressortir que le pourcentage de dossiers de surendettement liés à la perte d'un emploi atteignait alors 40 % alors que selon une précédente enquête, réalisée en 1991, ce pourcentage était seulement de 27 % de l'ensemble des dossiers examinés.

On signalait et on continue de signaler fréquemment, par ailleurs, le dépôt de dossiers dits « à dominante sociale », c'est-à-dire dans lesquels le « surendettement » résulte davantage d'une insuffisance structurelle de ressources pour faire face aux dépenses de la vie courante que d'un excès d'endettement bancaire. Dans certains cas extrêmes, l'endettement bancaire est même totalement absent. Une analyse sommaire conduirait à penser que ces cas ne relèvent pas de la philosophie initiale de la loi sur le surendettement qui vise à résoudre les excès d'endettement bancaire. Mais, à la lecture des textes légaux et de la circulaire ministérielle du 26 novembre 1990, il apparaît que les commissions ont pour obligation de tenter de traiter ces dossiers, puisque c'est l'accumulation des dettes qui est prise en compte et non la qualité des créanciers. Au demeurant, les pouvoirs publics ont récemment clairement réaffirmé, notamment dans une circulaire du 28 septembre 1995, que la loi sur le surendettement était l'un des instruments de la lutte contre l'exclusion sociale.

Certes, il convient de ne pas surestimer l'importance de ce phénomène. L'enquête précitée, réalisée par la Banque de France, faisait apparaître que, à l'échelon national, seulement 6 % des dossiers examinés présentaient un endettement bancaire compris entre 0 % et 20 % des dettes totales. Mais, dans certaines zones géographiques où les problèmes sociaux se posent avec une particulière acuité, ce pourcentage pouvait atteindre 11 %, voire 15 %.

Malgré ces évolutions, la répartition régionale des saisines des commissions a peu évolué depuis l'entrée en vigueur de la loi : depuis l'origine, les taux de dossiers les plus importants par rapport à la population sont enregistrés dans les régions fortement touchées par les restructurations industrielles et le chômage (Normandie, Nord-Pas-de-Calais, Picardie), les régions agricoles ainsi que les plus dynamiques sur le plan industriel (Île-de-France, Rhône-Alpes...) étant un peu plus épargnées. Toutes les régions sont néanmoins touchées, à des degrés divers, par le phénomène.

2.3. Des préoccupations persistantes

Si l'on ne peut qu'apprécier à leur juste valeur les résultats obtenus depuis 1989 par les commissions, compte tenu des situations financières souvent gravement obérées qui leur ont été soumises, on ne doit pas cependant se dissimuler que le fonctionnement du dispositif mis en place a entraîné un certain nombre de préoccupations et d'interrogations.

– Comme on l'a déjà relevé, le taux de succès des procédures amiables se maintenait à un niveau relativement élevé (plus de 60 %), mais avait tendance à plafonner de telle sorte que, dans un contexte législatif inchangé, il était illusoire d'escompter désormais des progrès notables en ce domaine.

Concernant les causes des échecs, il faut, tout d'abord, rappeler qu'une enquête menée en 1991 révélait que, à l'époque, 25 % des constats de non-accord étaient imputables à un refus du débiteur d'accepter le plan proposé par la commission, soit parce que celui-ci lui imposait une réduction de son train de vie qu'il estimait insupportable, soit parce qu'il craignait l'inscription de ses coordonnées dans

le FICP, conséquence automatiquement attachée à la signature d'un plan. Les évolutions constatées en matière de profil des débiteurs, la responsabilisation croissante de ces derniers et les constatations opérées sur le terrain permettent de penser que ce type d'attitude est devenu de moins en moins fréquent.

Restaient trois causes essentielles d'échecs pouvant éventuellement se cumuler :

- l'insuffisance structurelle des ressources de certains ménages, dont la capacité de remboursement était quasiment inexistante, voire négative : le refus presque systématique des créanciers d'abandonner leurs créances fait que la « solution » de ce type de problème ne peut résider, sauf exception, que dans des moratoires successifs consentis dans l'espoir (parfois mince) d'une reconstitution ultérieure de la capacité de remboursement du ménage ;

- l'existence dans de nombreux dossiers, en particulier dans certaines zones géographiques déterminées, d'un endettement immobilier important difficilement renégociable, soit parce qu'il s'agit de prêts soumis à une réglementation particulière, soit parce que, techniquement, la restructuration d'un prêt immobilier est une opération délicate qui permet rarement d'alléger sensiblement les charges de remboursement de l'emprunteur. Toutes les études réalisées depuis l'entrée en vigueur de la loi démontrent, en effet, que les dossiers comportant des dettes immobilières aboutissent, beaucoup plus fréquemment que les autres, à des échecs ;

- la réticence, parfois inspirée par des considérations purement subjectives (l'impression d'avoir été trompé) ou dogmatiques (le refus d'accepter un taux inférieur à une référence prédéterminée) de certains créanciers — parfois minoritaires ou représentant un faible pourcentage de l'endettement total — de donner leur accord à une solution admise par tous les autres. C'est le nombre des échecs imputables à cette dernière cause que la réforme récente a pour objectif de réduire sensiblement.

– Au nombre des préoccupations persistantes, il convient également de citer l'incertitude relative qui prévaut encore actuellement quant aux conditions d'exécution des plans.

En effet, la loi n'a pas institué de suivi systématique de l'exécution des plans, non seulement faute d'organisme capable d'assurer ce suivi, mais aussi afin d'éviter de « mettre sous tutelle » les bénéficiaires des plans. Il peut arriver, dans certaines hypothèses et sur certaines places, qu'un accompagnement social soit assuré par des organismes bénévoles ou des travailleurs sociaux, mais tel n'est pas le cas général. La mise en place de telles formes de suivi, quand elles sont nécessaires, est vivement souhaitée par les pouvoirs publics et les autorités ministérielles ont à plusieurs reprises, insisté sur ce point.

Certes, si l'on s'en tient aux chiffres, il convient de signaler le nombre relativement faible (de l'ordre de 3 % des dossiers déposés) des demandes de réexamen de leurs dossiers par les débiteurs. On sait, en effet, que dans l'interprétation communément admise de la loi, le débiteur a la possibilité de solliciter le réexamen d'un plan conventionnel et qu'il peut être donné suite à sa demande en cas d'évolution importante de sa situation financière (alourdissement de ses charges ou diminution de ses ressources). Le faible pourcentage des demandes de réexamen, de même que le nombre relativement peu important (15 % environ) d'incidents de paiement recensés dans le FICP, après conclusion d'un plan, permettent de penser que, dans l'ensemble, les plans sont correctement exécutés. Restent, en revanche, inconnues les conditions dans lesquelles les ménages titulaires de plans parviennent à honorer leurs engagements et la manière dont ils vivent cette situation. Les enquêtes effectuées sur ce sujet, notamment par le Centre de recherche sur l'épargne, permettent de penser que certains ménages rencontrent des difficultés pour exécuter leurs plans, notamment en raison du caractère parfois limité des sommes laissées à leur disposition par les commissions (ce qu'on appelle le « reste à vivre », pour la fixation duquel chaque commission est souveraine, étant rappelé que les autorités ministérielles et la Banque de France ont, à plusieurs reprises, formulé des recommandations en la matière en incitant à la fixation de barèmes réalistes).

– Enfin, des difficultés importantes sont apparues concernant l'efficacité du « volet judiciaire » du dispositif. Le rapport remis à la fin de l'année 1991 au gouvernement par M. Roger Léron, alors député de la Drôme, relevait déjà, parmi les dysfonctionnements principaux de la nouvelle législation, la longueur excessive des délais constatés dans certaines juridictions pour l'établissement des plans de redressement judiciaire civil. Le *Bulletin d'information statistique* du ministère de la Justice de mai 1994 relevait également que, si sur l'ensemble des affaires terminées de 1990 à 1992 les tribunaux avaient élaboré des plans de redressement judiciaire dans 58 % des cas qui leur avaient été transmis — ce qui illustre le travail accompli par les magistrats pour traiter des situations souvent complexes —, en revanche, la situation ne pouvait être considérée comme satisfaisante du point de vue des délais de traitement qui, au cours de la même période, s'élevaient en moyenne à 15,4 mois pour un quart des dossiers de l'espèce (ces délais pouvant s'expliquer, selon ce Bulletin, « soit par la complexité d'établissement du plan dans certaines situations de surendettement, soit par les difficultés rencontrées par certains tribunaux pour résorber leur stock d'affaires en cours »).

Cet état de choses paraissait d'autant plus préoccupant que, comme le soulignait déjà le rapport Léron, « le délai trop long qui sépare généralement l'intervention de la Justice de l'examen du dossier par la commission fait que le juge ne peut s'appuyer sur le travail accompli pendant la phase amiable et doit reprendre à son point de départ l'instruction d'un dossier qui a souvent évolué depuis son examen par la commission ». C'est cette constatation qui (jointe aux faits que l'augmentation des taux de traitement par les commissions et le maintien d'un rythme soutenu de dépôt de dossiers ont contribué à accentuer l'engorgement des tribunaux) a justifié, pour l'essentiel, la réforme intervenue en 1995.

3. La réforme législative de 1995

3.1. Les enjeux et le contenu de la réforme

La réforme intervenue en 1995 poursuit un double objectif : il s'agit d'une part, d'améliorer le traitement du surendettement, d'autre part, de décharger la Justice d'une grande partie de ce dossier en réservant aux magistrats les seuls aspects véritablement juridictionnels et en confiant aux commissions l'ensemble du traitement économique et social.

Cela étant, le dispositif institué est relativement complexe et sa bonne compréhension implique de revenir sur le cheminement de pensée qui a finalement conduit au système actuel. Ce cheminement a été le suivant : dans le courant de l'année 1994, le ministère de la Justice a rendu public un projet de réforme législative visant à transférer aux commissions de surendettement les pouvoirs dévolus auparavant aux magistrats. Autrement dit, à la suite de la constatation de l'impossibilité de parvenir à un accord amiable entre le débiteur et ses principaux créanciers, la commission aurait eu la faculté d'imposer (sous réserve d'un éventuel recours devant le juge) à l'ensemble des parties une solution entrant dans le cadre des limites auparavant imparties aux magistrats. Cette proposition poursuivait le triple objectif d'accroître le taux de succès global de la procédure, d'accélérer le traitement des dossiers et de décharger des magistrats d'un travail à la fois considérable et très différent de leurs fonctions juridictionnelles habituelles.

Elle s'est cependant heurtée à l'opposition résolue de l'ensemble des partenaires intéressés : organisations familiales et de consommateurs, ainsi qu'établissements de crédit. Il a, en effet, été fait remarquer qu'en confiant aux commissions, auparavant cantonnées dans un rôle de simple conciliation, un pouvoir de décision, on dénaturerait profondément l'esprit de la procédure instituée par la loi Neiertz.

En effet, a-t-il été observé, les différentes parties (et notamment les créanciers), sachant qu'une solution pourrait leur être imposée *in fine* par la commission, se situeraient d'emblée, non dans une optique de négociation et d'acceptation amiable de sacrifices, mais dans une perspective pré-contentieuse. Ceci les conduirait à prendre toutes les précautions juridiques utiles pour préserver leurs droits, à exiger le respect d'un formalisme scrupuleux, enfin à multiplier les recours devant la Justice contre les décisions de recevabilité des dossiers. Contrairement aux objectifs poursuivis par le projet, on aboutirait donc à une dégradation des résultats de la procédure et à un encombrement supplémentaire des tribunaux.

La Banque de France, sollicitée d'émettre un avis sur le projet en raison de son expérience de la gestion des secrétariats des commissions de surendettement, a, pour sa part, fait valoir que les résultats obtenus par les commissions résultaient, pour l'essentiel, de l'esprit de concertation qui s'était progressivement instauré avec les établissements de crédit, et que toute modification de l'équilibre existant ne pouvait reposer que sur un large consensus, condition en l'absence de laquelle l'on risquait fort de détériorer les bons résultats constatés, sans pour autant atteindre l'objectif prioritairement recherché, à savoir le « désengorgement » des tribunaux.

Compte tenu de ces réactions, le projet a été substantiellement amendé par les parlementaires et l'économie d'ensemble du dispositif finalement retenu est la suivante.

Après avoir constaté l'échec d'une procédure amiable, la commission de surendettement peut, « à la demande du débiteur formée en principe dans les quinze jours, et après avoir mis les parties en mesure de fournir leurs observations », recommander au magistrat compétent un certain nombre de mesures, alternatives ou cumulatives : report ou rééchelonnement des dettes, imputation prioritaire des paiements sur le capital, réduction des taux d'intérêt, diminution du solde restant dû d'un prêt immobilier, après la vente de l'immeuble financé au moyen de ce prêt... Il s'agit, en fait, des mesures que le magistrat pouvait imposer dans le cadre de l'ancien redressement judiciaire civil.

Si ces recommandations qui doivent, en principe, être formulées dans les deux mois suivant la demande du débiteur, ne font l'objet d'aucune contestation dans un bref délai (quinze jours), le juge de l'exécution les homologue et leur confère force exécutoire, après en avoir vérifié la régularité, c'est-à-dire après s'être assuré que la procédure a été respectée et que les recommandations entrent bien dans le cadre des mesures pouvant être prescrites par la commission. En principe, le juge n'a pas à aller au-delà et il doit entériner les mesures recommandées si ces deux conditions sont remplies. Si les mesures sont contestées par le débiteur ou un créancier, le magistrat est amené à revoir le dossier dans son ensemble, comme dans le cadre de l'ancien redressement judiciaire civil. Il doit donc élaborer un nouveau plan, étant précisé que rien ne l'empêche de reprendre, en totalité ou en partie, les propositions de la commission.

Bien entendu, l'espoir du législateur est que les recommandations seront contestées le moins souvent possible et qu'elles seront le plus fréquemment acceptées tacitement. En tout état de cause, le système permet aux magistrats de bénéficier non seulement de l'expertise technique des commissions, mais également de propositions concrètes adaptées aux cas particuliers qui leur sont soumis : en effet, à la différence de la situation qui prévalait antérieurement, dans laquelle le magistrat était fréquemment obligé de reprendre entièrement l'instruction d'un dossier dont les données avaient considérablement évolué depuis son examen par la commission, celui-ci peut désormais bénéficier d'un projet de plan établi immédiatement après la constatation de l'échec de la négociation, sur la base de données recueillies au cours de celle-ci et qui n'auront donc pas subi d'évolution sensible.

Autre innovation de la loi : la commission de surendettement devient le point de passage obligé pour tous les débiteurs ; auparavant, ceux-ci avaient le choix entre la saisine de la commission en vue de l'ouverture d'un règlement amiable et la saisine du juge en vue de l'ouverture d'un redressement judiciaire civil. Certes, la majorité des débiteurs choisissaient de saisir la commission, mais une minorité préféraient saisir directement le juge (qui, souvent, renvoyait le dossier à la commission pour tentative de conciliation). Dorénavant, cette option n'est plus ouverte. La commission doit obligatoirement intervenir au début de toute procédure.

La nouvelle loi précise également que la commission peut saisir, en cas de difficulté, le juge de l'exécution d'une demande de vérification de la validité des titres de créances et du montant des sommes réclamées.

Cette disposition répond à l'un des griefs fréquemment formulés auparavant à l'encontre des commissions qui, bien que compréhensible, n'en était pas moins profondément injustifié. Il était, en effet, fréquemment reproché aux commissions de ne pas examiner la régularité juridique des créances et de s'en tenir aux seules déclarations des parties. On en déduisait souvent de manière abusive que les commissions établissaient des plans sans « vérifier » les créances. Ce reproche résulte, pour une large mesure, d'une confusion de langage, car les commissions exercent un contrôle sur la cohérence financière des dossiers qui leur sont transmis afin de dresser l'état d'endettement du débiteur. Elles vérifient, notamment, au moyen d'un document normalisé établi par la Banque de France et la profession bancaire, le montant du capital restant dû, ainsi que le calcul des intérêts, des arriérés et des pénalités réclamées. En revanche, il est exact qu'elles ne se prononcent pas sur la validité ni sur la régularité juridique des créances, non pas tant en raison d'une insuffisante expertise en matière juridique, mais surtout parce que tel n'est pas leur rôle : la vérification de la régularité juridique des créances est une prérogative qui relève, par essence, du pouvoir judiciaire.

Sur ce plan, aujourd'hui comme hier, il faut éviter toute confusion des genres : la commission a pour rôle de renégocier des créances dont le principe et le montant ne sont pas contestés. Dès lors qu'il y a contestation, ce n'est plus la commission mais le juge qui doit intervenir. La nouvelle loi consacre cette répartition des tâches en instituant une procédure de vérification des créances par le juge, à l'initiative de la commission.

Il importe également de ne pas commettre de contresens à ce sujet. La volonté du législateur est, bien entendu, que la saisine du juge pour vérification des créances soit exceptionnelle, afin d'éviter d'encombrer inutilement les tribunaux. Il n'est pas davantage envisageable que les commissions vérifient systématiquement les créances. Tel n'est pas leur rôle et elles ne sont pas compétentes pour cela.

3.2. Les observations postérieures à la réforme

Comme il l'a déjà été indiqué en introduction, il serait prématuré de dresser le bilan de la réforme. Tout au plus peut-on faire état à ce stade de certaines constatations postérieures à son introduction.

La loi est entrée en vigueur le 1^{er} août 1995 dans un contexte qui était marqué par une baisse tendancielle du rythme des dépôts de dossiers qui se poursuivait régulièrement depuis septembre 1994. Ainsi, au cours du premier semestre 1995, la moyenne mensuelle des dépôts de dossiers s'élevait à 5 663 environ, contre 6 321 au cours du même semestre de l'année précédente, soit une diminution de l'ordre de 10 % d'une année à l'autre.

Au cours du second semestre 1995 et pendant les premiers mois de l'année 1996, on a assisté à une augmentation brutale du rythme des dépôts de dossiers, qui, en moyenne mensuelle, pour le second semestre de 1995, est supérieur de 20 % à celui qui était constaté l'année précédente : 7 400 dossiers en octobre, 7 200 en novembre, 7 500 en janvier 1996 ¹ (contre 5 600 en 1995), 8 300 en février 1996 (contre 5 900 en 1995), 8 000 encore en mars.

Une augmentation provisoire de ce rythme était effectivement anticipée pour une raison liée aux conditions dans lesquelles la loi est entrée en vigueur. En effet, s'agissant d'une loi de procédure, son application était immédiate et il en résultait notamment que les magistrats étaient dessaisis immédiatement des procédures en cours. Aussi les dossiers correspondants devaient-ils logiquement être transférés aux commissions, sous réserve que les débiteurs saisissent ces dernières. Le nombre de ces dossiers en instance de traitement par les magistrats, était évalué *a priori* entre 15 000 et 20 000 et il devait s'agir, pour la très grande majorité, de nouveaux dossiers à traiter par les commissions. En effet, même si certains de ces dossiers avaient pu, dans le passé, faire l'objet d'une procédure amiable soldée par un échec, ils devaient être intégralement repris et actualisés en raison de leur ancienneté.

Les commissions ont effectivement reçu de tels dossiers mais en nombre sensiblement moindre que ce qui était anticipé. Il semble, en effet, que 9 000 à 10 000 débiteurs seulement aient saisi les commissions après le dessaisissement des juges, soit la moitié de ce qui était attendu.

L'augmentation du nombre des dépôts de dossiers, constatée fin 1995 et début 1996, semble donc liée à d'autres causes. Les explications les plus communément énoncées sont les suivantes.

– La première est l'évolution du nombre des demandes d'emploi non satisfaites. Les rapprochements opérés entre la courbe des demandes d'emploi et celles des dépôts de dossiers font effectivement apparaître un certain lien, qui n'est d'ailleurs pas surprenant. Néanmoins, on ne peut pas établir une réelle corrélation à très court terme. Cela étant, il est bien évident que les commissions reçoivent actuellement beaucoup de dossiers liés au chômage (mais cela est vrai depuis plusieurs années) et à la plus grande précarité de l'emploi (emplois temporaires, contrats à durée déterminée...).

– Une autre explication est fréquemment avancée : le fait qu'un certain nombre de dossiers aient été traités par des solutions provisoires — du type « moratoire » — faute de ressources suffisantes pour établir des plans durables, ce qui amène les débiteurs concernés à revenir devant la commission à l'expiration du moratoire. Là encore, cette explication n'est pas entièrement convaincante car la pratique des moratoires n'est pas complètement nouvelle et remonte au moins aux années 1991-1992. Cela étant, il semble que, compte tenu de la nature des nouveaux dossiers déposés et notamment de la faiblesse des capacités de remboursement, le nombre des moratoires ait tendance à augmenter.

– On avance également que l'augmentation du rythme des dépôts pourrait résulter de la communication faite autour de la nouvelle loi ou, de manière plus générale, du fait que la législation est de plus en plus connue par le public et par les relais que constituent les travailleurs sociaux, du fait aussi que les établissements bancaires orienteraient les débiteurs en difficulté vers les commissions, soit pour qu'une solution soit trouvée à leurs problèmes, soit pour qu'ils soient fichés au FICP afin qu'ils ne puissent plus accroître leur endettement.

Aucune de ces explications ne peut à elle seule, semble-t-il, rendre compte de la « flambée » des dépôts de dossiers au cours de la période récente. Celle-ci résulte sans doute de la conjonction d'un certain nombre de facteurs. En tout état de cause, ces « explications » mettent en évidence un certain nombre de tendances lourdes (le chômage, la nécessité de revoir certaines situations, l'assimilation de la loi par le tissu social) dont il résulte que le traitement du surendettement ne peut être considéré comme un phénomène purement provisoire, contrairement à ce que certains pensaient à l'origine. À la fin du mois d'avril 1996, près de 468 000 dossiers avaient été déposés depuis mars 1990.

¹ Le chiffre de décembre est peu significatif du fait des mouvements sociaux.

Indépendamment de cette augmentation du rythme de dépôt spontané des dossiers, la seconde modification majeure intervenue récemment est l'instauration de la phase de recommandation.

Au 30 avril 1996, les commissions avaient été saisies de 14 500 demandes d'ouverture de la phase de recommandation faisant suite à des constats d'échec. Elles avaient élaboré 9 600 recommandations dont environ 4 800 avaient été homologuées par les juges et près de 2 600 avaient fait l'objet de contestations, le plus souvent à l'initiative des créanciers.

Le processus s'est donc acclimaté relativement rapidement, du moins du côté des commissions qui se sont souvent inspirées pour la formulation de leurs recommandations de la jurisprudence antérieure des tribunaux en matière de redressement judiciaire civil. Dans la plupart des cas, des contacts ont été noués, au plan local, avec les magistrats pour déterminer, d'un commun accord, les règles applicables au contenu et à la forme des recommandations.

La principale difficulté qui est apparue, et qui est en voie de solution, est liée au problème déjà évoqué de la vérification des créances, certains magistrats et certaines commissions considérant que cette vérification doit être opérée dans le cadre de la procédure, ce qui ne correspond pas, comme on l'a déjà indiqué, à la volonté du législateur et ce qui est contraire à l'interprétation officielle donnée par la chancellerie. La plupart des recours intentés par les créanciers et qui sont à ce jour relativement nombreux (2 600 sur 9 600 recommandations, soit un taux de recours légèrement supérieur à 25 %) sont d'ailleurs liés à ce débat. Avec l'expérience et le rodage des procédures (car la réforme est encore toute récente) et grâce à la concertation entretenue par la Banque de France avec la profession bancaire, ce taux de contestation devrait normalement diminuer sensiblement, comme cela a été le cas en 1990. De même, il faudra faire preuve de vigilance quant au délai d'homologation des recommandations des commissions par les magistrats car, si ces délais sont trop longs, les recommandations et même, plus généralement, la réforme de la loi perdent tout leur intérêt.

Sous réserve de ces quelques observations, la réforme paraît relativement bien engagée. Il est, en particulier, encourageant de noter que, depuis son entrée en vigueur, le taux de succès des procédures amiables n'a pas diminué et a, au contraire, plutôt eu tendance à augmenter (65 % en janvier 1996, 66 % en février, 67 % en mars, 69 % en avril). On pourrait peut-être en conclure que, conformément au souhait du législateur, les créanciers ont tendance à accepter plus facilement des solutions amiables afin d'éviter la phase de recommandations. En l'état actuel des choses, cette conclusion serait sans doute prématurée. En revanche, on peut constater avec satisfaction que la réforme n'a pas altéré l'esprit de conciliation qui explique largement le succès du dispositif initial, et que les commissions ont bien compris l'esprit de cette réforme et n'ont pas abusé de leurs nouvelles prérogatives.

C'est finalement un point de vue relativement nuancé qui nous paraît s'imposer en conclusion de cette analyse rétrospective et prospective du dispositif de traitement du surendettement des ménages. Certes, l'on ne peut qu'être préoccupé par l'augmentation récemment constatée du rythme de dépôt de nouveaux dossiers, mais il ne faut pas négliger certains motifs, sinon d'optimisme, du moins d'encouragement liés au nouveau dispositif qui paraît plutôt bien s'acclimater et dont on peut raisonnablement penser qu'il sera prochainement maîtrisé.

D'une manière plus générale, que faut-il penser de la législation sur le surendettement entrée en vigueur en 1990 et perfectionnée en 1995 ? Il s'agit incontestablement d'un dispositif profondément original au sein du droit français qui instaure une coopération d'un type tout à fait particulier entre l'autorité administrative — en l'occurrence la commission de surendettement, chargée essentiellement d'un rôle de conciliation — et le pouvoir judiciaire, qui peut imposer une solution préparée par la commission.

Original, le dispositif l'est aussi au sein de l'Europe et même du monde occidental puisque la France est le seul grand pays à s'être doté d'une législation spécifique sur le surendettement des particuliers. Les autres pays, soit n'ont aucune solution à ce problème, soit appliquent aux particuliers des solutions du type « faillite civile ».

Ce dispositif original a aussi, en cinq ans, fait la preuve de son utilité et de son efficacité. Les 468 000 dossiers déposés à fin avril 1996 démontrent que la loi répondait à un réel besoin. Les 200 000 plans élaborés montrent que des solutions ont pu être trouvées pour un certain nombre de familles en situation difficile et il est permis de penser que la réforme législative de 1995 va rendre ce traitement encore plus efficace.

Enfin, sans pour autant minimiser la gravité du phénomène du surendettement et ses aspects douloureux du point de vue social, il ne faut cependant pas en exagérer l'importance quantitative en s'en tenant au seul chiffre des dépôts de dossiers, exprimé en valeur absolue. Il convient également de considérer qu'à un instant donné, les débiteurs surendettés ne représentent qu'un pourcentage très faible de l'ensemble des emprunteurs auprès du système bancaire dont le nombre est actuellement compris entre 11 millions et 12 millions. Le surendettement demeure donc un problème qui mérite une attention particulière, notamment compte tenu des évolutions observées au cours de la période récente, mais qui reste pour l'instant quantitativement très limité si l'on rapporte le nombre de débiteurs concernés à la masse des emprunteurs.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1994

La Banque de France (direction de la Balance des paiements) réalise depuis 1989 une enquête annuelle sur l'encours des investissements étrangers dans les entreprises industrielles et commerciales, les établissements de crédit et les compagnies d'assurances implantées en France. Constituant un des éléments de la position extérieure de la France, les résultats ci-après seront intégrés dans le *Rapport sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1995* qui sera publié en juillet 1996 sous le double timbre du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque de France.

SYLVIE BÉNECH-CALVET

Direction de la Balance des paiements

Service des investissements et des placements extérieurs (SIPEX)

■ À la fin de 1994, l'encours des investissements directs étrangers en France s'élevait à 662,3 milliards de francs, contre 608,4 milliards à fin 1993, soit une progression de 8,9 % entre les deux recensements¹, légèrement inférieure à celle constatée en 1993 (10,3 %).

■ La France se place ainsi au quatrième rang des terres d'accueil des investissements directs dans

le monde, loin derrière les États-Unis, et après le Royaume-Uni, mais à quasi égalité avec le Canada.

■ L'encours est constitué d'investissements directs effectués en France par 10 179 investisseurs non résidents dans 8 630 entreprises résidentes.

¹ *Erratum* : Contrairement à ce qui a été publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 26 de février 1996 dans la note « Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1993 », le taux de progression de l'encours des investissements directs entre 1992 et 1993 s'élève à 10,3 % et non à 14 % comme l'indique le commentaire.

1. Vue d'ensemble

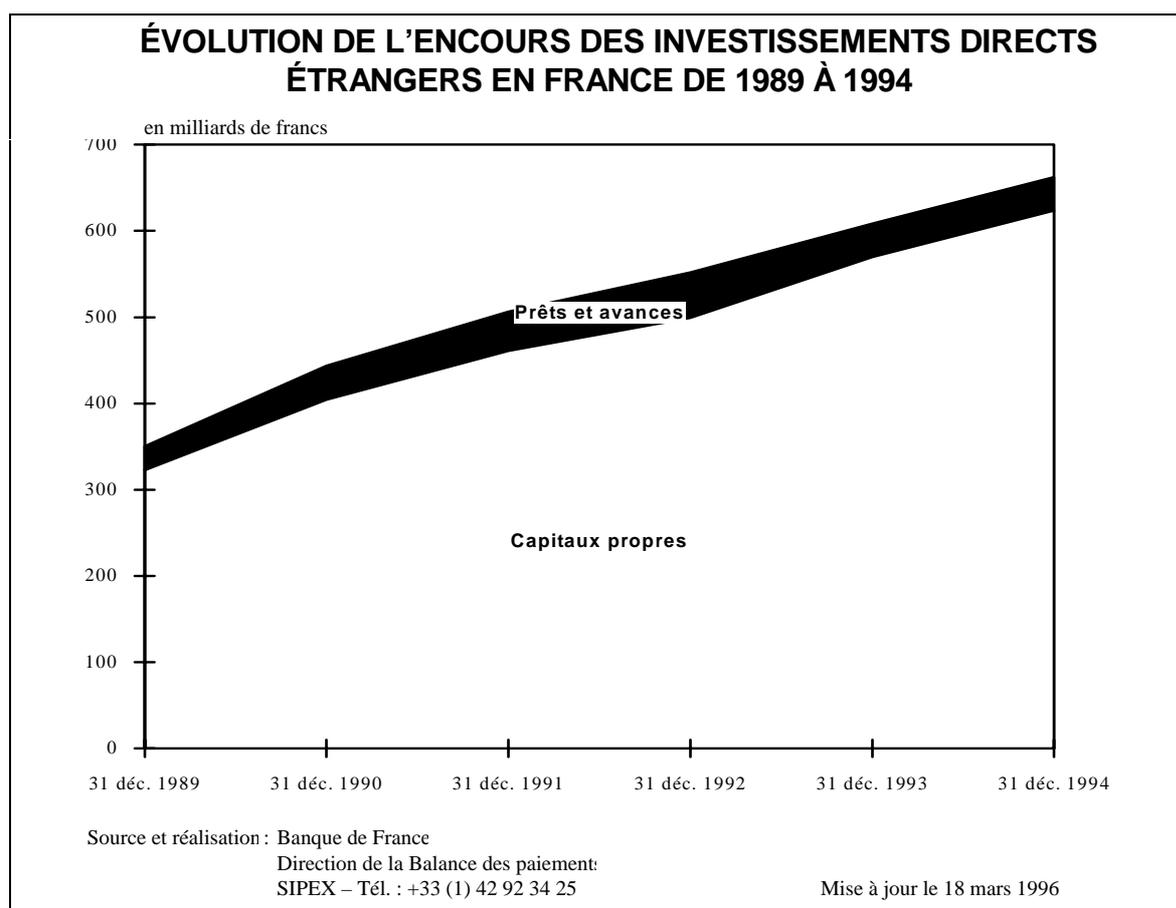
1.1. Résultats globaux

Calculé sur la base des résultats comptables des entreprises résidentes entrant dans le champ de l'enquête¹, l'encours des investissements étrangers en France s'élève, au 31 décembre 1994, à 662,3 milliards, contre 608,4 milliards à fin décembre 1993 et 551,8 milliards à fin décembre 1992.

La France se situe au deuxième rang des pays européens derrière le Royaume-Uni (1 167,1 milliards de francs) et au quatrième rang mondial (cf. 3.).

Le rythme de progression de l'encours d'une année à l'autre, qui avait atteint 10,3 % en 1993, s'est ralenti en 1994 pour s'établir à 8,9 %, retrouvant, ainsi, le taux de 1992. Ce mouvement s'explique essentiellement par la réduction des nouvelles opérations d'investissements étrangers en France observée en 1994 (60,8 milliards de francs, contre 68,8 milliards en 1993).

Par rapport à 1989, date d'établissement du premier encours, le taux de progression est de 89,1 %, ce qui représente un taux d'accroissement moyen annuel de 13,6 % l'an.



¹ Cf. annexe 4 – Note méthodologique

En 1994, les capitaux propres (bénéfices réinvestis inclus) détenus par l'étranger dans les entreprises résidentes progressent de 9,5 % par rapport à l'année précédente. Le secteur industriel et commercial arrive largement en tête, avec 342,2 milliards de francs de capitaux propres détenus. Le secteur des holdings connaît une expansion régulière (+49,2 % entre 1992 et 1994) et représente, avec 167,7 milliards de francs, 26,9 % du total des investissements en capitaux propres.

Les investissements dans le secteur du crédit se contractent légèrement (-6,5 %), tandis que les capitaux propres détenus dans le secteur des assurances augmentent fortement (+21,7 %), mais demeurent globalement d'un montant modeste (15,7 milliards de francs).

Les prêts à long terme des maisons mères non résidentes à leurs résidents affiliés restent extrêmement stables entre les deux recensements : 38,6 milliards de francs fin 1994, contre 38,9 milliards en 1993, soit une variation de -0,8 %.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE				
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1992	31 décembre 1993	31 décembre 1994	Variation 1994/1993
Capitaux propres (a)	499,4	569,5	623,7	9,5
dont : – Secteur industriel et commercial.....	294,1	314,5	342,2	8,8
– Secteur du crédit.....	81,1	104,9	98,1	-6,5
dont secteur bancaire.....	39,7	62,8	68,6	9,2
– Secteur des assurances.....	11,8	12,9	15,7	21,7
– Secteur des holdings.....	112,4	137,2	167,7	22,2
Prêts à long terme des maisons mères non résidentes aux résidents affiliés	52,4	38,9	38,6	-0,8
dont : – Secteur industriel et commercial.....	25,0	18,6	21,8	17,2
– Secteur du crédit.....	14,7	8,0	9,0	12,5
dont secteur bancaire.....	1,1	0,6	1,5	150,0
– Secteur des assurances.....	3,3	2,1	1,0	-52,4
– Secteur des holdings.....	9,4	10,2	6,8	-33,3
Total	551,8	608,4	662,3	8,9

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

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

Mise à jour le 18 mars 1996

1.2. Structure par zone géographique

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

La concentration de l'investissement étranger est de plus en plus marquée. Les pays de l'OCDE qui étaient déjà à l'origine de la quasi-totalité des investissements directs étrangers en France renforcent, cette année encore, leur position, avec 96,3 % de l'encours total, contre 95,5 % en 1993 (soit une augmentation de 0,8 point). En son sein, la part relative de l'Union européenne progresse encore plus (61,9 %, au lieu de 59,5 % à fin décembre 1993, soit une augmentation de 2,4 points).

Les investissements en provenance des pays hors OCDE se contractent, tant en part relative (3,2 %, contre 3,5 % en 1993) qu'en valeur absolue (21,1 milliards de francs, au lieu de 21,7 milliards en 1993), alors que l'on observe, par ailleurs, une amélioration du solde des échanges commerciaux français avec ces pays en 1994.

RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES DE PROVENANCE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE

(encours en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	Au 31 décembre 1993		Au 31 décembre 1994			
	Encours total	Répartition	Capitaux propres	Prêts et avances	Encours total	Répartition
OCDE.....	580,9	95,5	600,6	36,9	637,5	96,3
– Union européenne.....	362,0	59,5	386,2	23,7	409,9	61,9
– AELE (a).....	85,2	14,0	81,9	2,7	84,6	12,8
– Autres pays de l'OCDE.....	133,7	22,0	132,5	10,5	143,0	21,6
Pays hors OCDE	21,7	3,5	19,4	1,7	21,1	3,2
– Pays de l'Europe centrale et orientale....	4,1	0,7	4,6	(0,1)	4,5	0,7
– Pays d'Amérique latine.....	3,2	0,5	1,8	0,4	2,2	0,3
– Pays du Maghreb.....	2,2	0,3	3,0	–	3,0	0,5
– Pays de la Zone franc.....	1,2	0,2	0,8	0,1	0,9	0,1
– Reste du monde.....	11,0	1,8	9,2	1,3	10,5	1,6
Indéterminés.....	5,8	1,0	3,7	–	3,7	0,5
Total.....	608,4	100,0	623,7	38,6	662,3	100,0

(a) AELE : Association européenne de libre échange

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

Mise à jour le 18 mars 1996

1.3. Structure par secteur d'activité

La structure économique de l'encours marque une grande stabilité d'une année à l'autre et reste largement concentrée sur quelques secteurs d'activité. Ainsi, cinq secteurs reçoivent, à eux seuls, près de 70 % des investissements directs étrangers, avec comme l'année précédente, une forte prédominance des secteurs des holdings et du crédit. Viennent ensuite les secteurs de la « récupération, réparation, commerce », des produits chimiques et de l'« alimentation, boisson, tabac ».

Le secteur des holdings (26,3 % de l'encours total) reçoit plus particulièrement des investissements britanniques (25 %) et néerlandais (22 %).

Le secteur du crédit (16,2 % de l'encours total) accueille plutôt les investisseurs européens et, parmi eux, les britanniques, les belges et les italiens (près de 50 % de l'encours total pour ces trois pays).

Le secteur de la récupération, de la réparation et du commerce (10,4 %), comme celui des produits chimiques (9,7 %), abritent surtout des filiales résidentes de groupes américains, allemands et néerlandais.

Enfin, près de 50 % des investissements dans le secteur de l'« alimentation, boisson, tabac », qui arrive en cinquième position avec 5,6 % de l'encours, sont d'origine italienne.

PRINCIPAUX SECTEURS AYANT FAIT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	31 décembre 1993		31 décembre 1994	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
Holdings.....	147,4	24,2	174,5	26,3
Crédit	112,9	18,6	107,1	16,2
– dont secteur bancaire.....	63,4	10,4	70,1	10,6
Récupération, réparation, commerce.....	62,4	10,3	69,2	10,4
Produits chimiques.....	53,8	8,8	64,5	9,7
Alimentation, boisson, tabac.....	32,6	5,4	36,8	5,6
Matériel de transport.....	22,2	3,6	28,8	4,4
Énergie (a).....	27,0	4,4	27,9	4,2
Matériel électrique et électronique.....	30,8	5,1	21,6	3,3
Autres services marchands.....	16,1	2,6	21,0	3,2
Papier, presse, imprimerie, édition.....	15,1	2,5	18,7	2,8
Assurances	15,0	2,5	16,7	2,5
Autres.....	73,1	12,0	75,5	11,4
Total	608,4	100,0	662,3	100,0

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

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

Mise à jour le 18 mars 1996

1.4. Degré de contrôle de l'investissement direct

Le degré de contrôle des investisseurs étrangers sur les sociétés résidentes « investies » s'est accru en 1994, puisque la part des contrôles majoritaires s'est inscrite à 82 % (contre 75 % en 1992 et 80 % en 1993). Les montants correspondant à ces prises de participations majoritaires représentent 87 % du stock (après 83 % en 1992 et 86 % en 1993).

RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FONCTION DU POURCENTAGE DÉTENU À FIN 1994

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Répartition	Montant de l'investissement	Répartition
Filiales :				
– 50 % à 90 %	1 420	16,4	80,1	12,1
– Plus de 90 %	5 675	65,8	497,8	75,2
Sous-total.....	7 095	82,2	577,9	87,3
Participations :				
– 10 % à 20 %	483	5,6	22,0	3,3
– 20 % à 50 %	1 052	12,2	62,4	9,4
Sous-total.....	1 535	17,8	84,4	12,7
Total.....	8 630	100,0	662,3	100,0

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

Mise à jour le 18 mars 1996

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

Traditionnellement, trois pays, les États-Unis, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, représentent à eux seuls environ 50 % de l'encours, ce qui montre la forte concentration géographique des investissements directs en termes de pays d'origine.

PRINCIPAUX PAYS D'ORIGINE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE						
<i>(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)</i>						
Pays investisseurs	Au 31 décembre 1992		Au 31 décembre 1993		Au 31 décembre 1994	
	Montant	Répartition	Montant	Répartition	Montant	Répartition
États-Unis.....	99,5	18,0	111,6	18,3	122,1	18,4
Pays-Bas.....	119,9	21,7	115,7	19,0	108,6	16,4
Royaume-Uni.....	68,2	12,4	77,7	12,8	95,5	14,4
Allemagne.....	51,5	9,3	59,7	9,8	73,5	11,1
UEBL.....	42,6	7,7	52,6	8,6	64,5	9,7
dont : – Belgique.....	nd	nd	47,1	7,7	56,9	8,6
– Luxembourg.....	nd	nd	5,5	0,9	7,6	1,1
Italie.....	33,4	6,1	46,5	7,6	54,8	8,3
Suisse.....	50,6	9,2	57,8	9,5	53,6	8,1
Suède.....	21,1	3,8	20,2	3,3	23,6	3,6
Japon.....	18,3	3,3	17,4	2,9	15,3	2,3
Espagne.....	5,8	1,1	6,6	1,1	7,5	1,1
Autres pays.....	40,9	7,4	42,6	7,1	43,3	6,6
Total.....	551,8	100,0	608,4	100,0	662,3	100,0

nd : non disponible

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

Mise à jour le 18 mars 1996

En 1994, les États-Unis reprennent la première place des pays investisseurs, avec 18,4 % de l'encours total d'investissements directs étrangers, devançant les Pays-Bas (16,4 %) et le Royaume-Uni (14,4 %). Les sociétés américaines, toujours actives sur le marché français, sont principalement implantées dans le secteur des produits chimiques (Rhône Poulenc Rorer SA), de l'énergie (Esso SAF) et dans celui de la récupération, réparation, commerce (Dupont de Nemours France). En 1994, les investissements américains en France se sont également portés vers le secteur des services médicaux, culturels et sociaux avec l'acquisition par Walt Disney Company d'actifs Eurodisney SA, suite au protocole de restructuration de la société résidente.

Les Pays-Bas, qui arrivent en deuxième position, voient leur encours diminuer de 6,1 % par rapport à 1993. Ce mouvement s'explique principalement par la restructuration du groupe Alcatel Alstom intervenue en 1994, qui a conduit le holding financier du groupe, Alcatel NV, situé aux Pays-Bas, à céder sa filiale résidente Alcatel France à la Compagnie financière Alcatel. Du fait de cette nouvelle organisation, ce sont dorénavant les secteurs des holdings (Unilever), de la récupération, réparation, commerce (Schlumberger industries) et de l'énergie (Shell) qui sont les principaux bénéficiaires des investissements directs en provenance des Pays-Bas.

Comme en 1993, la France est restée une destination privilégiée pour les investisseurs basés au Royaume-Uni. Ce pays connaît, en effet, une progression de 22,9 % de son encours entre 1993 et 1994, résultat qui vient largement confirmer la tendance déjà enregistrée en 1993 (+ 13,9 %).

Parmi les opérations importantes de l'année 1994, il convient de citer la prise de participation de la société britannique Commercial Union Assurance Company, *via* sa filiale Commercial Union France (secteur des holdings) au capital de la Compagnie financière du groupe Victoire.

L'Allemagne (11,1 % de l'encours total) se renforce à la quatrième place et enregistre une progression de son encours de 23,1 % entre les deux recensements. Elle est particulièrement implantée dans le secteur des produits chimiques (Société française Hoechst) et dans celui de la récupération, réparation, commerce (Eurocopter SA).

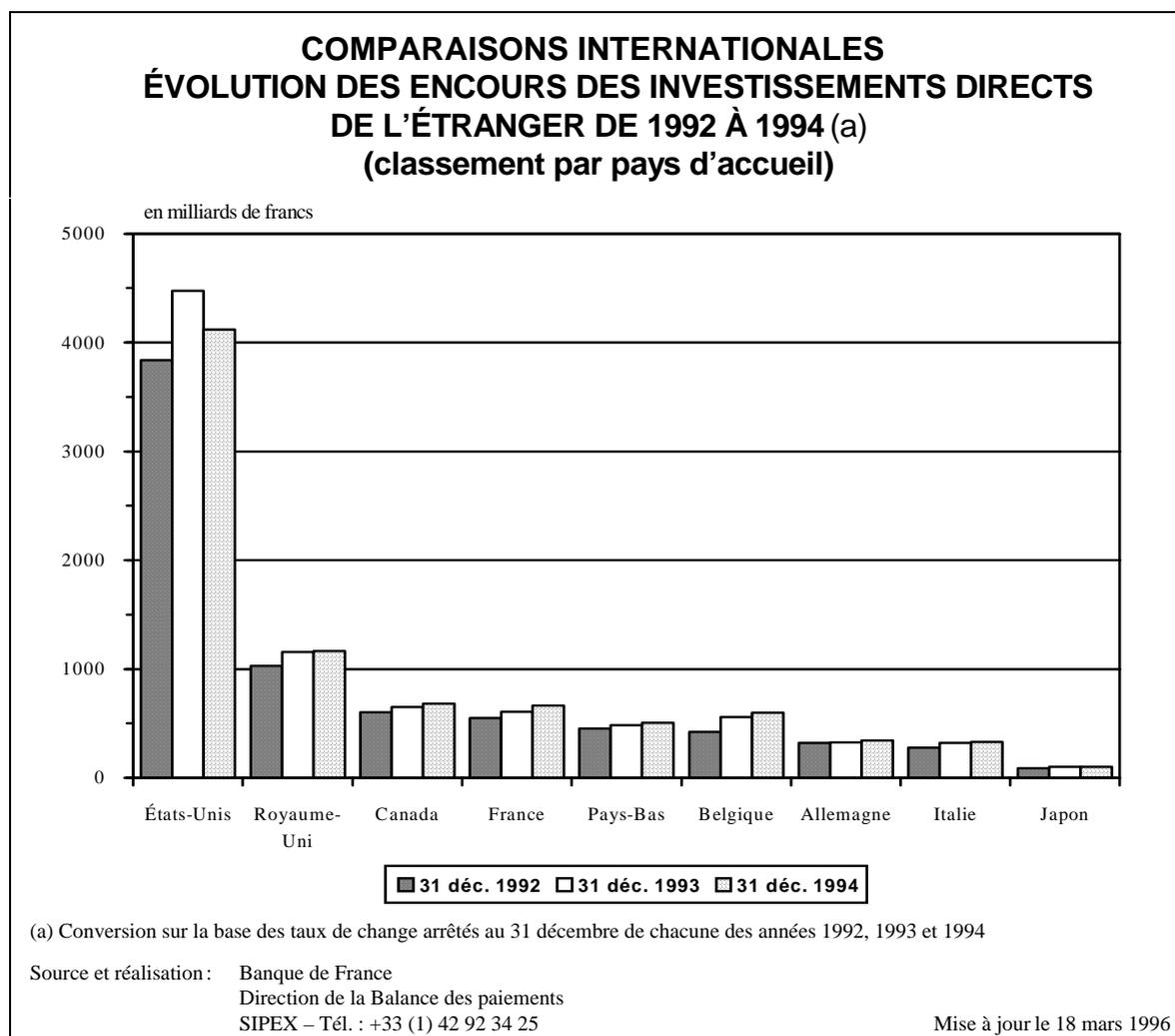
CLASSEMENT DES PRINCIPALES ENTREPRISES RÉSIDENTES « INVESTIES »		
Entreprises résidentes «investies»	Investisseurs non résidents	
Commercial Union France.....	Commercial Union Assurance Cy	(Royaume-Uni)
Société des Pétroles Shell.....	Shell Petroleum	(Pays-Bas)
Renault.....	Volvo AB	(Suède)
Eridania-Béghin-Say.....	Montedison SPA	(Italie)
European Sugars France.....	Eridania Zuccherifici Nazionali	(Italie)
Nestlé Entreprise	Nestlé SA	(Suisse)
Société internationale Italcementi France.....	Italcementi (groupe)	(Italie)
Abbey National France.....	Abbey National Building Plc	(Royaume-Uni)
BP France.....	BP Europe Ltd	(Royaume-Uni)
Someal.....	IFIL Investment Holding	(Luxembourg)
Rhône Poulenc Rorer SA.....	Rhône Poulenc Rorer Inc	(États-Unis)
Société financière Darty.....	Kingfisher Plc	(Royaume-Uni)
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25		
Mise à jour le 18 mars 1996		

PRINCIPALES ENTREPRISES AYANT FAIT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS PAR SECTEURS D'ACTIVITÉ « INVESTIS »	
Secteurs d'activité	Principales entreprises ayant fait l'objet d'investissements étrangers
Énergie (a).....	Société des Pétroles Shell, BPFrance, Esso SAF, Nersa, Eurodif
Produits chimiques.....	Rhône Poulenc Rorer SA, Ciba Geigy
Machines de bureau et matériel de précision.....	IBM France
Matériel électrique et électronique.....	Gec Alsthom, SGS Thomson Microelectronics SA
Matériel de transport.....	Renault
Alimentation, boisson, tabac.....	Eridania-Béghin-Say, European Sugars France, Coca Cola Beverages
Papier, presse, imprimerie, édition.....	Arjo Wiggins, Kaysersberg, Aussedat Rey
Récupération, réparation, commerce.....	Du Pont de Nemours France, Bellon
Crédit	Société int. Italcemati France, Abbey National France, Someal
Assurances	Abeille Assurances, Generali France, Via Assurances Vie
Services médicaux, culturels et sociaux.....	Eurodisney SA
Holdings.....	Commercial Union France, Nestlé entreprise, Société financière Darty
(a) Le secteur «énergie» regroupe les secteurs «houille, lignite, pétrole brut et gaz naturel» et «autres sources d'énergie».	
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 34 25	
Mise à jour le 18 mars 1996	

3. Comparaisons internationales

En raison des différences méthodologiques dans le recensement et l'évaluation des encours d'investissements directs, les comparaisons internationales présentées ci-après doivent être maniées avec beaucoup de précaution.

Sous cette réserve et compte tenu des informations disponibles, la France avec 662,3 milliards de francs d'investissements directs étrangers en 1994, se situe, comme on l'a vu, au quatrième rang des terres d'accueil des investissements directs dans le monde, très loin derrière les États-Unis (4 122,3 milliards), après le Royaume-Uni (1 167,1 milliards), mais à quasi égalité avec le Canada (683,1 milliards).



Dans un contexte de concurrence internationale accrue, la France confirme son attrait pour les investisseurs étrangers.

Ainsi, la France réduit sensiblement son écart avec le Canada (de 41,2 milliards de francs en 1993 à 20,8 milliards en 1994) et accentue son avance vis-à-vis de ses principaux partenaires européens, notamment l'Allemagne.

À la fin 1995 et selon des estimations encore provisoires, en tenant compte de l'évolution des flux d'investissements, la France devancerait légèrement le Canada.

Parmi les économies émergentes, la Chine, qui connaît un fort développement des investissements directs étrangers sur son territoire, se placerait en 1994 au huitième rang des pays « investis »¹.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS EN PROVENANCE DE L'ÉTRANGER (a) ET PRODUIT INTÉRIEUR BRUT COMPARAISONS INTERNATIONALES (b) (sources nationales et FMI) (c)						
<i>(encours en milliards de francs – en pourcentage)</i>						
	Au 31 décembre 1993		Au 31 décembre 1994			
	Encours	Encours/PIB	Encours	Encours/PIB	Flux commerciaux de marchandises (e) avec l'extérieur /PIB	Flux de biens et services avec l'extérieur (f) /PIB
États-Unis (d).....	4 477,4	12,5	4 122,3	11,0	9,0	11,3
Royaume-Uni.....	1 157,6	21,6	1 167,1	20,6	21,2	26,4
Canada	649,6	20,7	683,1	22,4	29,0	32,9
France	608,4	8,6	662,3	9,0	17,5	23,5
Belgique.....	559,5	46,9	597,5	47,2	56,0	71,7
Pays-Bas	484,2	27,6	507,5	27,7	44,0	55,6
Allemagne.....	367,4	3,8	385,9	3,8	19,6	24,0
Italie.....	318,1	5,7	330,6	5,9	17,5	23,3
Japon.....	99,5	0,4	102,7	0,4	7,3	9,1

(a) Pour les pays qui n'ont pas encore publié leurs positions au 31 décembre 1994, c'est-à-dire l'Italie, les Pays-Bas, le Canada et la Belgique, le montant indiqué dans la colonne 31 décembre 1994 correspond à leur position de 1993 augmentée des flux d'investissements directs enregistrés par ces pays en 1994.

(b) Les encours en contrevaletur franc sont calculés sur la base des cours de change aux dates d'arrêt. Les produits intérieurs bruts sont convertis sur la base des cours de change moyens annuels.

(c) Sources nationales pour les encours, sauf pour le Canada et l'Italie où la source est le FMI
Source FMI pour les PIB

(d) La contraction de la position des investissements directs aux États-Unis en 1994 s'explique essentiellement par la baisse du cours du dollar contre franc (5,346 francs au 31 décembre 1994, contre 5,8955 francs au 31 décembre 1993).

(e) Exportations + importations de marchandises / 2 – Source OMC

(f) Exportations + importations de biens et services / 2 – Source OMC

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

Mise à jour le 18 mars 1996

Si l'on rapporte les montants des encours d'investissements directs en provenance de l'étranger au produit intérieur brut, la France, avec un ratio de 9 %, se rattache au groupe de pays à ouverture « moyenne », mais cependant beaucoup plus significative que celle de l'Allemagne, et surtout du Japon qui demeure extrêmement peu « investi » par les capitaux étrangers. De même, le Japon reste très peu ouvert aux échanges commerciaux de marchandises et de biens et services (respectivement 7,3 % et 9,1 % de son PIB). En revanche, en termes d'ouverture avec l'extérieur, la Belgique arrive largement en tête avec 47,2 % (56,0 % si l'on rapporte le montant des importations et des exportations de marchandises au PIB et 71,7 % en le rapportant à celui des biens et services). Viennent ensuite, loin derrière, les Pays-Bas, le Canada et le Royaume-Uni, avec un ratio compris entre 21 % et 28 %.

¹ Selon le *World Investment Report* des Nations unies de 1995

ANNEXE 1

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE
de 1989 à 1994*(en milliards de francs)*

	Capital	Autres capitaux propres	Total capitaux propres	Prêts et avances	Encours total
31 décembre 1989.....	137,4	185,4	322,8	27,5	350,3
31 décembre 1990.....	169,5	234,9	404,4	39,3	443,7
31 décembre 1991 (a).....	213,3	247,5	460,8	45,8	506,6
31 décembre 1992.....	238,4	261,0	499,4	52,4	551,8
31 décembre 1993.....	277,2	292,3	569,5	38,9	608,4
31 décembre 1994.....	303,6	320,1	623,7	38,6	662,3

(a) chiffres révisés

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

Mise à jour le 18 mars 1996

POPULATION RECENSÉE

(en unités)

	Entreprises résidentes « investies »	Investisseurs non résidents
Au 31 décembre 1989.....	5 497	8 351
Au 31 décembre 1990.....	6 748	9 287
Au 31 décembre 1991.....	7 628	9 075
Au 31 décembre 1992.....	7 097	9 290
Au 31 décembre 1993.....	7 177	8 594
Au 31 décembre 1994.....	8 630	10 179

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

Mise à jour le 18 mars 1996

ANNEXE 2

**VENTILATION PAR PAYS DE PROVENANCE
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE
au 31 décembre 1994**

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

	Capitaux propres	Prêts	Total	Pourcentage
États-Unis	117,5	4,6	122,1	18,4
Pays-Bas.....	96,2	12,4	108,6	16,4
Royaume-Uni.....	92,2	3,3	95,5	14,4
Allemagne.....	74,7	(1,2)	73,5	11,1
UEBL	55,5	9,0	64,5	9,7
dont : – Belgique.....	47,9	9,0	56,9	8,6
– Luxembourg.....	7,6	–	7,6	1,1
Italie.....	54,4	0,4	54,8	8,3
Suisse.....	51,6	2,0	53,6	8,1
Suède.....	22,9	0,7	23,6	3,6
Japon	10,5	4,8	15,3	2,3
Espagne	8,0	(0,5)	7,5	1,1
Finlande.....	4,8	0,1	4,9	0,8
Canada.....	3,6	1,0	4,6	0,7
Russie.....	3,7	–	3,7	0,6
Émirats Arabes Unis.....	3,0	–	3,0	0,5
Danemark	2,2	–	2,2	0,3
Norvège.....	2,4	(0,3)	2,1	0,3
Maroc	2,1	–	2,1	0,3
Arabie saoudite.....	0,5	0,6	1,1	0,2
Portugal	0,9	–	0,9	0,1
Barbade	0,8	–	0,8	0,1
Australie.....	0,8	–	0,8	0,1
Pologne.....	0,7	–	0,7	0,1
Hong-Kong.....	0,3	0,4	0,7	0,1
Koweït.....	0,7	–	0,7	0,1
Algérie.....	0,7	–	0,7	0,1
Autres pays.....	9,3	1,3	10,6	1,6
Indéterminés.....	3,7	–	3,7	0,6
Total	623,7	38,6	662,3	100,0

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

Mise à jour le 18 mars 1996

ANNEXE 3

**RÉPARTITION PAR SECTEUR D'INVESTISSEMENTS DIRECTS
DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE
au 31 décembre 1994**

(montant en milliards de francs – répartition en pourcentage)

Secteurs investisseurs	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition par secteur
1. Agriculture.....	0,4	0,4	0,1	0,9	(0,1)
2. Énergie.....	10,0	18,1	(0,2)	27,9	(4,2)
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés.....	6,7	17,1	(0,1)	23,7	3,6
Autres sources d'énergie.....	3,3	1,0	(0,1)	4,2	0,6
3. Produits manufacturés.....	107,8	115,6	7,2	230,6	(34,8)
Métaux ferreux et non ferreux.....	–	–	–	–	–
Minéraux non métalliques.....	3,8	5,7	–	9,5	1,4
Produits chimiques.....	24,5	31,3	8,7	64,5	9,7
Fonderie et travail des métaux.....	6,0	3,9	0,2	10,1	1,5
Machines agricoles et industrielles.....	8,3	3,9	1,3	13,5	2,0
Machines de bureau, matériel de précision	3,8	5,4	(1,3)	7,9	1,2
Matériel électrique et électronique.....	11,1	9,9	0,6	21,6	3,3
Matériel de transport.....	12,0	21,4	(4,6)	28,8	4,4
Alimentation, boisson, tabac.....	18,2	18,0	0,6	36,8	5,6
Textile et habillement.....	3,1	3,2	0,3	6,6	1,0
Papier, presse, imprimerie, édition.....	10,4	7,4	0,9	18,7	2,8
Caoutchouc et matières plastiques.....	4,7	4,7	0,3	9,7	1,5
Autres produits manufacturés.....	1,9	0,8	0,2	2,9	0,4
4. Bâtiment et génie civil.....	1,0	0,4	0,1	1,5	(0,2)
5. Services marchands.....	99,1	98,3	22,3	219,7	(33,2)
Récupération, réparation, commerce.....	30,3	31,5	7,4	69,2	10,4
Restauration et hébergement.....	2,1	(0,9)	1,2	2,4	0,4
Transports intérieurs.....	0,5	(0,8)	0,9	0,6	0,1
Transports maritimes et aériens.....	0,3	(0,5)	0,1	(0,1)	–
Transports maritimes et navigation côtière	0,2	0,1	(0,1)	0,2	–
Transports aériens.....	0,1	(0,6)	0,2	(0,3)	–
Services auxiliaires des transports.....	1,3	0,7	–	2,0	0,3
Communications.....	1,2	(0,5)	0,1	0,8	0,1
Crédit.....	51,1	47,0	9,0	107,1	16,2
– dont secteur bancaire.....	37,1	31,5	1,5	70,1	10,6
Assurances.....	4,2	11,5	1,0	16,7	2,5
Autres services marchands.....	8,1	10,3	2,6	21,0	3,2
Services médicaux, culturels, sociaux.....	2,6	1,4	0,6	4,6	0,7
Autres.....	5,5	8,9	2,0	16,4	2,5
6. Services non marchands.....	0,3	0,1	1,2	1,6	(0,3)
7. Opérations immobilières.....	6,7	(2,2)	1,1	5,6	(0,9)
8. « Holdings ».....	78,3	89,4	6,8	174,5	(26,3)
Total.....	303,6	320,1	38,6	662,3	100,0

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

Mise à jour le 18 mars 1996

NOTE MÉTHODOLOGIQUE ¹

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

1. Définition d'un investissement direct en France

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

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

2. Calcul de l'encours des investissements directs

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

3. Sources d'information

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

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

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

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

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

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

ÉCONOMIE D'ENTREPRISE ET STRATÉGIE

L'observation du tissu industriel français repose notamment, à la Banque de France, sur l'approche financière de la Centrale de bilans. Elle peut être enrichie par le recours à des données qualitatives dont l'importance est primordiale pour cerner certaines mutations structurelles. L'émergence d'un cadre théorique formalisé permet de ce point de vue d'aborder l'entreprise sous l'angle du comportement stratégique. L'objet de cet article est de décrire l'élargissement du champ d'analyse qui est suscité par la complexité du fonctionnement des entreprises, d'exposer la méthode de constitution de la base de données de la Banque de France sur les stratégies d'entreprises, et, enfin, de présenter sa contribution à l'économie d'entreprise.

RÉGIS COEURDEROY
FRANÇOIS MOURIAUX
Direction des Entreprises

Service de Méthodologie d'analyse et de Documentation financière

■ L'aspect multidimensionnel de l'entreprise, traduit de manière synthétique dans ses comptes, peut être décomposé par l'approche qualitative : position concurrentielle, organisation, aspects « managériaux ». Ces dimensions sont nécessaires pour améliorer notre connaissance de mutations structurelles telles que l'émergence du phénomène de groupe, la complexité accrue de la fonction financière ou encore la diversité des modes de croissance.

■ La base de données ici présentée a vocation à fournir des informations sur ces aspects qui reflètent la stratégie des entreprises. Elle est alimentée par enquête, les données

étant recueillies directement par les représentants de la Banque de France auprès des dirigeants d'un échantillon de 4 000 PMI.

■ La contribution à l'économie d'entreprise s'exprime dans trois domaines : possibilité de développer un champ de recherche fondé sur une segmentation plus fine des populations d'entreprises et la mise en évidence de nouveaux facteurs explicatifs, mise au point de schémas d'analyse renouvelés, enrichissement des études sectorielles.

Afin de promouvoir une meilleure connaissance de l'économie réelle et de mener à bien ses études sur le système productif français, la Banque de France développe une approche fondée sur la collecte d'informations directement auprès des entreprises, et ce particulièrement depuis la création de la Centrale de bilans en 1968.

Cette approche impose une réflexion constante sur la nature des informations qui lui sont nécessaires. C'est ainsi que des données plus fines que celles publiées dans les comptes annuels sont fournies par l'échantillon des entreprises adhérentes à la Centrale de bilans. Elles ont permis de construire des séries de comptes homogènes sur une longue période et de développer des travaux avec un recul historique suffisant.

La base de données sur les stratégies d'entreprises, mise en place par la Banque de France à partir de 1993, témoigne de l'importance qui est accordée à une meilleure prise en compte des données qualitatives dans l'approche des entreprises, non seulement dans le cadre des analyses individuelles mais aussi dans celui des études statistiques.

Après avoir mis en évidence les facteurs qui conduisent à rechercher un enrichissement mutuel entre données issues du cadre comptable *stricto sensu* et données qualitatives, nous présentons la base de données sur les stratégies d'entreprises et sa contribution à l'approche des questions économiques au travers de la connaissance des entreprises.

1. Un élargissement du champ d'analyse

Les documents comptables constituent un fondement incontournable pour le diagnostic d'entreprise, pour l'analyse sectorielle, ou encore les études thématiques telles qu'elles sont développées par l'Observatoire des entreprises de la Banque de France.

L'analyse financière permet de mettre en évidence des ensembles d'entreprises selon un certain nombre de critères : trajectoires (entreprises en redressement, entreprises en déclin, entreprises en croissance), modes de croissance (interne/externe, croissance autofinancée/croissance nécessitant l'apport de capitaux externes...), positionnement dans un secteur, ou par classes de taille. Il est possible également, en s'appuyant sur un indicateur synthétique de vulnérabilité, de rattacher les entreprises à une classe de risque.

Ces développements conduisent à interroger d'autres disciplines connexes pour compléter et enrichir leurs apports. Les liens avec l'économie industrielle sont déjà anciens et largement explorés. Ceux avec la stratégie d'entreprises sont plus récents pour plusieurs raisons : d'une part, cette discipline n'a commencé à sortir de la pratique et à se constituer comme *corpus* scientifique que dans les dernières décennies (années soixante-dix). D'autre part, il existe depuis moins longtemps encore des schémas théoriques formalisés qui permettent d'ouvrir le champ de la recherche appliquée — du moins dans un cadre extra-universitaire. Enfin, les bases de données qui permettent de valider empiriquement les assertions théoriques sont généralement soit partielles, menées ponctuellement sur des thèmes *ad hoc*, soit spécifiques (visant des populations sélectionnées), soit les deux à la fois. Seule à notre connaissance la base « PIMS » (*Profit Impact on Market Share*) développée par le *Strategic Planning Institute* (Institut de planification stratégique), une organisation privée américaine, recueille des données sur les entreprises qui concernent les résultats financiers, la position concurrentielle et la nature de la production [Buzzel et Gale – 1987]. Créée en 1970, elle regroupe environ 450 compagnies pour près de 3 000 activités. Malgré certaines réserves liées à la représentativité de l'échantillon et la confidentialité de l'information, elle a permis d'importantes recherches, en particulier sur les liens entre part de marché et rentabilité [Scherer et Ross – 1990]. Elle représente également une forte incitation à développer des axes de recherche nouveaux. Une telle approche, qu'on peut dire qualitative, apparaît d'autant plus utile que l'image traditionnelle de l'entreprise (la fonction de production) est de plus en plus remise en cause.

Trois exemples de mutations affectant les entreprises industrielles peuvent témoigner de l'intérêt d'un recours aux données qualitatives : le cas des entreprises intégrées dans un groupe, la diversité croissante des modes de financement, les stratégies de croissance.

Premier exemple : les entreprises intégrées dans un groupe

Cerner le phénomène de groupe est difficile. Dans la mesure où un groupe n'est pas doté de la personnalité morale, il n'est pas possible de le recenser sur une base exhaustive. En outre, plusieurs définitions coexistent selon le point de vue adopté : groupe comptable, défini par le périmètre de consolidation, groupe économique, qui peut correspondre à un ensemble de sociétés interdépendantes au plan économique même en l'absence de liens en capital, groupe fiscal, pour ne citer que quelques acceptions.

Il est incontestable cependant qu'un certain nombre de raisons structurelles poussent les entreprises à opter pour cette forme d'organisation :

– l'accroissement de la taille critique nécessaire dans certains segments de l'industrie impose aux entreprises, à un moment de leur existence, un arbitrage entre organisation en départements ou organisation entre entités juridiques distinctes. Elles optent généralement pour cette seconde forme qui leur paraît concilier au mieux économies d'échelle et flexibilité ;

– la concentration rapide de certains secteurs jusqu'à présent peu concentrés se fait sous forme de regroupements d'entreprises, fédérées par une *holding* pouvant mobiliser les ressources financières nécessaires ;

– la préparation de leur succession conduit certains dirigeants à fragmenter le patrimoine représenté par l'entreprise en plusieurs éléments, destinés à être cédés à des bénéficiaires différents ;

– la recherche d'une meilleure valorisation de leurs actions impose pour certaines entreprises une mobilité stratégique accrue, qui suppose des capacités d'acquisition et de cession pour lesquelles la structure « groupe » semble la mieux appropriée.

Avec ce phénomène « groupe », des thèmes jusque-là peu explorés deviennent plus prégnants : le gouvernement d'entreprise, les flux d'échange intra-organisationnels ou l'économie des organisations. Dans ces conditions, l'économiste d'entreprise doit disposer de données autres que comptables, permettant d'apprécier ce phénomène, en particulier des informations sur la structure du groupe, son mode d'organisation ou la mise en place de fonctions partagées entre les différentes filiales.

Deuxième exemple : La diversité des modes de financement

La seconde moitié des années quatre-vingt a été marquée par plusieurs phénomènes, relatifs à l'organisation de la fonction financière des entreprises d'une part, aux objectifs qui lui sont assignés d'autre part.

En matière d'organisation, plusieurs facteurs ont contribué à accroître la complexité du rôle de cette fonction : l'internationalisation, phénomène nouveau pour de nombreuses entreprises « moyennes grandes » a imposé l'établissement de dispositifs et la mise en œuvre de compétences nouvelles pour gérer le risque de change. Le développement des groupes a certainement été encouragé par cette complexité accrue de la fonction financière, avec la mise en place de sociétés exclusivement vouées à la centralisation de la trésorerie, sur une base nationale et parfois internationale.

La diversité des modes de financement renvoie à des thèmes émergents comme l'économie de l'information, l'analyse des ressources internes de l'entreprise ou les stratégies d'engagement crédible. Si les données comptables sont riches d'enseignement sur la structure financière, elles ne permettent pas d'isoler les cas dans lesquels la fonction financière est centralisée. Elles ne permettent pas toujours non plus de mettre en évidence les entreprises qui se reposent sur l'efficacité de leur fonction financière

au sens large (gestion de trésorerie, conditions de financement accompagnant les propositions commerciales, possibilité d'ouvrir aisément leur capital pour faciliter l'entrée d'un nouveau partenaire...) pour soutenir leur avantage concurrentiel.

Troisième exemple : les stratégies de croissance

L'analyse financière permet de mettre en évidence une grande variété de profils de croissance, notamment en opérant la distinction entre croissance interne et externe : la croissance interne peut être mesurée avec des indicateurs tels que l'évolution du taux de valeur ajoutée ou bien le taux d'investissement (investissements incorporels et corporels rapportés à la valeur ajoutée). La croissance externe s'apprécie au travers de la variation des immobilisations financières (titres de participation) inscrites au bilan ou en observant les entrées de sociétés dans le périmètre de consolidation comptable.

Ces indicateurs touchent cependant un certain nombre de limites. Ainsi, le taux d'investissement, s'il fournit une bonne indication de l'effort d'acquisition d'actifs industriels (variation du poste « immobilisations corporelles »), traduit moins fidèlement un effort important d'investissement immatériel, notamment lorsqu'une partie de cet effort se traduit en charges qui ne sont pas immobilisées : effort de formation du personnel, campagne commerciale pour renforcer la notoriété d'une marque, certains frais de recherche et développement. Or, ces dépenses jouent un rôle très important dans la croissance des entreprises et il faut, d'une manière ou d'une autre, pouvoir les apprécier pour mettre en évidence ces ressorts de croissance.

Par ailleurs, les entreprises développent des stratégies de croissance sous d'autres formes que la croissance interne ou externe telles que définies strictement ci-dessus. Elles peuvent en effet se renforcer par une politique d'alliance sur des domaines qu'elles jugent critiques (commercialisation à l'étranger, recherche et développement, approvisionnements...). Elles peuvent aussi asseoir leur développement dans le cadre de relations contractuelles stables, telles que celles qui peuvent exister entre un donneur d'ordres et un sous-traitant, qui s'associent dès la conception du produit. De telles relations permettent à l'entreprise de mieux quantifier ses ventes à moyen terme et de bâtir en conséquence son plan de développement.

Là également, c'est le recours aux données extra-comptables qui permettra d'affiner l'analyse des modes de croissance et d'éclaircir les problématiques liées à la concurrence oligopolistique, à l'imperfection des marchés de capitaux ou aux coûts de transaction.

Ces trois exemples n'illustrent que quelques dimensions de l'analyse d'entreprise. Intégrer la dimension qualitative impose au préalable la mise au point d'un cadre de collecte susceptible d'offrir des angles d'analyse suffisamment nombreux et complémentaires pour apprécier les entreprises et, plus largement, le secteur productif, au travers de ses multiples dimensions. Il s'agit alors de collecter des données permettant :

- de cerner la position concurrentielle de l'entreprise : positionnement sur le marché, relations avec les partenaires, atouts et faiblesses par rapport à la concurrence ;
- de mettre en évidence les traits marquants de son organisation : au plan « interne » (organisation par métiers ou par marchés, polyvalence ou spécialisation de la main-d'œuvre, poids relatif des fonctions centrales — chaîne de production — et des fonctions support — commercial, ressources humaines, finances) et au plan « externe » (liens avec un groupe, existence de relations contractuelles de long terme, alliances) ;
- d'apprécier les aspects « managériaux », les modes de prise de décision et la politique de gestion des ressources humaines.

2. La base de données sur les stratégies d'entreprises

Compléter les informations standardisées figurant dans les comptes annuels des entreprises soulève des difficultés en matière de base de données car elles se présentent sous une forme hétérogène au départ. Par ailleurs, le nombre élevé d'informations qualitatives présentant un intérêt potentiel constitue en soi un handicap. D'une part, il n'est pas souhaitable, ni envisageable, d'alourdir les contraintes d'information déjà nombreuses qui pèsent sur les entreprises. D'autre part, une information trop fournie devient lourde à traiter et ne peut être correctement exploitée. Ces raisons conduisent à opérer une sélection. Celle-ci a été établie en se référant aux variables traitées dans les travaux d'analyse stratégique¹, et en validant le questionnaire dans le cadre d'une pré-enquête auprès de chefs d'entreprise, en 1992.

Lors d'un entretien entre le chef d'entreprise et un enquêteur de la Banque de France formé à l'analyse stratégique, les données sont collectées directement sur le support informatique qui déroule le questionnaire.

2.1. Les thèmes du questionnaire

Le questionnaire s'articule autour de neuf thèmes :

- A – Démarche stratégique
(collecte de l'information par l'entrepreneur, processus de prise de décision, relations de groupe, répartition des fonctions)
- B – Fiche d'identité des activités
(identification des activités, engagement à l'exportation)
- C – Turbulence de l'environnement
(turbulence technologique, sectorielle, macro-économique...)
- D – Analyse structurelle des relations entreprise – environnement
(modèle des « cinq forces » – M. Porter)
- E – Stratégie concurrentielle par produits
(objectifs, manœuvres, facteurs clé de succès, source des avantages concurrentiels...)
- F – Synergies
(pour les entreprises pluri-activités)
- G – Caractérisation du mode de production
- H – Structure et mode d'organisation
- I – Croissance externe et alliances

Chaque thème est traité au travers de questions dont la structure est codifiée (cf. annexe 1 : présentation des structures de questions). Le questionnaire est fermé. Ceci permet de transformer les réponses données par l'entreprise en valeurs numériques, alimentant une base de données, et aussi de construire des indicateurs élaborés et de mesurer des concepts stratégiques, à partir de la combinaison des valeurs prises par plusieurs questions. Néanmoins, l'enquêteur a la possibilité d'ajouter dans un bloc-notes des informations supplémentaires qui peuvent lui sembler importantes pour la connaissance individuelle de l'entreprise, comme pour l'amélioration des enquêtes futures.

¹ Le questionnaire a été établi en associant l'Université : R. Calori (ESC Lyon), K. Cool (INSEAD), M. Montebello (IAE Aix-en-Provence), G. Van Vijk (ESSEC). Ces professeurs ont accompagné et validé la phase de lancement de cette nouvelle base de données.

2.2. Les principales options méthodologiques

Afin d'assurer une homogénéité des réponses et de limiter les biais inhérents à ce type d'enquête, les options suivantes ont été retenues :

– l'enquête n'est pas réalisée par courrier. Les données sont collectées par entretien direct entre un enquêteur de la Banque de France, spécialement formé, et un dirigeant de l'entreprise. L'enquêteur est à même d'explicitier et de préciser la formulation des questions posées, afin d'assurer la fiabilité des réponses. L'interlocuteur choisi est le dirigeant de l'entreprise, afin de réduire le biais qui, pour certains thèmes, peut apparaître lorsque l'interlocuteur représente l'un ou l'autre département de l'entreprise (exemple : il est possible que le département commercial et le département finances ne poursuivent pas les mêmes objectifs, et c'est le dirigeant qui est le mieux à même d'exprimer l'objectif dominant). Bien entendu, le dirigeant a la possibilité de se faire assister par les collaborateurs de son choix et de fournir des réponses collégiales ;

– certaines questions ne sont pas posées au niveau global de l'entreprise, mais au niveau de son secteur et de ses domaines d'activité stratégique. En effet, dans le cas d'entreprises diversifiées, les variables stratégiques peuvent diverger selon le segment concerné. Dans ce cas, il est plus aisé pour le chef d'entreprise de délivrer une information élémentaire au niveau le plus fin, l'appréciation globale du comportement de la firme se faisant lors du traitement des données ;

– une contrainte a été introduite pour la détermination des domaines d'activité stratégique (notamment thème E du questionnaire) : le découpage éventuel s'effectue en fonction de la Nomenclature d'activités française (NAF), qui est la transposition en France de la NACE harmonisée en Europe. Ce choix, quelque peu réducteur et objet de débats, était indispensable pour envisager d'effectuer des comparaisons entre entreprises sur une base uniforme ;

– les questions reposant sur la perception du chef d'entreprise ont été limitées au maximum et complétées par des questions indirectes qui, combinées entre elles, sont de nature à limiter les biais. Dans la mesure du possible, les questions dites subjectives font appel à l'expertise du dirigeant sur son entreprise. Le postulat de départ est que le chef d'entreprise possède des informations uniques et irremplaçables sur sa société ;

– la périodicité de l'enquête et la taille de l'échantillon ont été choisies en tenant compte de l'étendue du champ d'investigation retenu : l'échantillon est constitué de 4 000 entreprises de l'industrie manufacturière, dont les effectifs sont compris entre 35 salariés et 2 000 salariés. Cette fourchette d'effectifs est assez large, afin de couvrir aussi bien les entreprises moyennes dans un contexte régional que les entreprises moyennes dans un contexte européen. Au sein de cette fourchette, les deux tiers des entreprises enquêtées comprennent entre 100 salariés et 500 salariés. Les entreprises sont enquêtées une fois tous les deux ans, chaque année étant consacrée à la mise à jour d'une moitié de l'échantillon. Le taux de couverture (cf. tableau en annexe 2) est de l'ordre de 20 % pour la plupart des secteurs représentés. Un des objectifs — et aussi une des difficultés — est de fidéliser la population d'enquêtés pour permettre un suivi pluriannuel ;

– l'enquête porte sur le passé récent de l'entreprise, à savoir les deux dernières années. Cette période offre une solution équilibrée pour pallier une double difficulté : la réponse purement conjoncturelle d'une part (risque lié au choix d'une période trop brève), la défaillance de la mémoire d'autre part (risque lié au choix d'une période trop longue).

3. Contribution à l'économie d'entreprise

À ce jour, la base de données qualitatives de la Banque de France regroupe trois années d'enquête (1993-1995). En juin 1996, l'enquête de début d'année aura été centralisée, ce qui permettra de posséder une observation sur deux périodes de l'industrie dans son ensemble.

Trois ensembles d'interactions entre données financières et données stratégiques permettent d'enrichir l'approche existante des entreprises.

La première interaction consiste en la possibilité d'améliorer la segmentation de populations d'entreprises différentes, et en conséquence d'interpréter avec une fiabilité accrue les comportements observés. La deuxième est illustrée par la possibilité de renouveler la démarche d'analyse individuelle d'entreprise. La troisième se traduit par la possibilité d'enrichir les analyses sectorielles.

3.1. Développer un champ de recherche économique

Comme indiqué précédemment, la base de données qualitatives de la Banque de France offre un nouveau champ d'investigation à la recherche économique. Les thèmes sont multiples et le lieu n'est pas ici d'en faire le recensement (cf. annexe 3 : présentation des travaux réalisés).

À un niveau plus général, il est possible de dégager deux grands axes de recherche sur lesquels peuvent s'articuler les travaux issus de cette base.

Affiner la segmentation des populations d'entreprises

Des travaux micro-économiques de plus en plus nombreux s'accordent pour élargir le niveau d'appréhension de l'entreprise : il faut à la fois mieux connaître sa fonction de production et considérer ses autres dimensions : principe d'organisation, environnement concurrentiel, création de richesse ...

Suivant le thème mobilisé, chacune de ces dimensions peut être sollicitée de manière différenciée. Il est donc nécessaire de préciser de manière plus fine les groupes d'entreprises qui peuvent révéler des similarités de comportement sur ces aspects qualitatifs.

Développer de nouveaux facteurs explicatifs

De la même manière, ces dimensions offrent la possibilité d'appréhender des facteurs explicatifs qui sont souvent formulés à un niveau individuel mais n'ont pu être validés statistiquement. À titre d'exemple, il a été montré qu'une entreprise exportatrice possède un certain nombre de caractéristiques organisationnelles, informationnelles et concurrentielles qui sont spécifiques. La prise en compte de ces facteurs permet d'enrichir la vision qui se limite au seul facteur de taille.

De telles études contribuent au développement de nouveaux schémas méthodologiques d'analyse des entreprises ainsi qu'à un renouvellement des études sectorielles.

3.2. Développer des schémas d'analyse nouveaux

Ayant adopté le principe d'une collecte des renseignements à la source, grâce à sa tradition de contacts directs avec les entreprises, la Banque de France propose aux entreprises adhérant à sa démarche une contrepartie, sous forme d'un retour d'information. Ce retour offre une valeur ajoutée aux entreprises sélectionnées dans l'échantillon à deux titres : d'une part, un schéma d'analyse et des indicateurs originaux sont mis au point, offrant à l'entreprise une grille de lecture spécifique pour sa propre situation ; d'autre part, grâce à la constitution de « référentiels » sectoriels à partir de la base de données, une comparaison avec un ensemble d'entreprises du même secteur (niveau classe d'activité de la nomenclature NAF) est possible. Bien entendu, le « référentiel » est mis à disposition en respectant les règles du secret statistique.

C'est à ces principes qu'obéit le Dossier individuel d'entreprise, qui est remis depuis 1978 aux entreprises adhérentes à la Centrale de bilans en contrepartie de leur participation. Le Dossier individuel de positionnement stratégique a été mis au point au bénéfice de celles qui participent à la base de données sur les stratégies des PMI.

Le tableau de l'annexe 4 présente la structure du document et décrit les informations qui sont présentées au chef d'entreprise, sous forme d'un tableau de bord du secteur.

Plusieurs points doivent être soulignés : ce document ne comporte pas d'indicateurs permettant de mettre en évidence des stratégies risquées ou des stratégies gagnantes. En effet, seule une connaissance approfondie de l'entreprise dans le cadre d'une démarche de diagnostic interne permet d'atteindre cet objectif. Le document en question permet avant tout de sensibiliser un échantillon de PMI à la démarche d'analyse stratégique et de mettre à leur disposition des informations brutes et qui ne font pas l'objet de recensements systématiques par ailleurs.

De par sa structure, ce document est évolutif. Il sera possible de l'enrichir de nouveaux concepts qui auront été mis au point dans le cadre des travaux menés actuellement ; il sera aussi adapté en fonction des réactions des chefs d'entreprise qui, de manière empirique et éventuellement avec l'aide de leurs collaborateurs, de leur expert-comptable ou de leur conseil en stratégie, chercheront à utiliser ce document pour mieux identifier les leviers de leur performance financière.

3.3. Enrichir les études sectorielles

Dans les analyses sectorielles approfondies menées par la direction des Entreprises, l'exploitation des données de la base sur les stratégies d'entreprises apporte une contribution dans trois domaines, que nous détaillons ci-dessous.

3.3.1. Mise en évidence des spécificités d'un secteur donné par rapport à l'industrie dans son ensemble

En s'appuyant sur des données financières, il est déjà possible de dresser un profil sectoriel couvrant des aspects variés :

- dynamisme du secteur : taux de croissance du chiffre d'affaires, de la valeur ajoutée, des effectifs, taux d'investissement ;
- caractérisation de la structure de production : répartition des entreprises par taille, intensité capitalistique, rotation du capital ;
- nature du cycle d'exploitation : comparaison des délais de rotation des postes stocks, clients, fournisseurs ;
- besoins de financement : taux d'autofinancement ;
- attractivité, appréciée par la capacité bénéficiaire globale.

Toutefois, même si plusieurs secteurs apparaissent comparables au vu de ces facteurs, la prise en compte de variables qualitatives peut révéler des différences importantes, de nature à influencer la description d'ensemble. C'est ainsi que, pris globalement, un secteur peut être composé d'entreprises étroitement interdépendantes dans le cadre d'un système de filière industrielle, ou, en revanche, d'entreprises autonomes. De même, le type de clientèle ou le mode de distribution peut contribuer à structurer fortement un secteur d'activité.

3.3.2. Évaluation économique des choix stratégiques

Cette recherche peut être menée selon deux procédures : la première consiste à séparer les entreprises en fonction d'un indicateur de capacité bénéficiaire, et de rechercher les éléments explicatifs des écarts de performance. La seconde — dont nous présentons un exemple dans le tableau 1 ci-après — consiste à regrouper les entreprises selon des stratégies caractéristiques et en mesurer l'impact sur divers indicateurs financiers. Dans l'exemple présenté, on associe aux indicateurs financiers quelques indicateurs stratégiques élaborés, permettant d'éclairer l'origine des différences de performance.

Tableau 1

INDUSTRIE DES BIENS D'ÉQUIPEMENT PROFESSIONNELS données financières au 31 décembre 1994 – données stratégiques – premier trimestre 1995 (a)			
	Généralistes	Moyenne sectorielle	Focalisées (b)
Force nouveaux entrants.....	3,34	3,16	3,17
Rivalité interne.....	3,33	3,24	3,08
Force fournisseurs.....	2,82	2,75	2,72
Intensité concurrentielle.....	3,16	3,10	3,04
Taux de valeur ajoutée (en pourcentage.....)	38,80	41,50	42,00
Rentabilité brute du capital d'exploitation (en pourcentage.....)	13,43	13,20	16,41
Taux de marge brute d'exploitatioi (en pourcentage).....	5,63	5,73	7,52

(a) Sauf mention contraire, les valeurs des indicateurs se situent sur une échelle de 1 (faible) à 5 (fort).
(b) La focalisation consiste à répondre à l'ensemble des besoins d'une clientèle ciblée dans une activité donnée.

Ce tableau montre que les stratégies de focalisation se traduisent par de meilleures performances financières. Ceci peut s'expliquer par l'impact favorable obtenu sur la pression des nouveaux entrants, le degré de rivalité interne et la pression des fournisseurs. Pour cette dernière dimension, l'effet peut s'expliquer comme suit : une stratégie de focalisation aboutit à mieux maîtriser la répercussion des fournitures dans le produit final, l'entreprise fondant davantage sa compétitivité sur ses compétences internes — forte adaptation de l'offre à la clientèle ciblée — que sur sa fonction « achats ».

Source et réalisation : Banque de France (enquête 1995 sur les stratégies des PME)
Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : +33 (1) 42 92 36 98 Mise à jour le 3 janvier 1996

3.3.3. Mise en évidence de tendances permettant d'alimenter une réflexion prospective

L'analyse financière permet d'opérer une répartition, au sein d'un secteur, entre les entreprises risquées, les entreprises saines, celles qui se trouvent dans une position intermédiaire. L'analyse des structures financières, des capacités de remboursement et d'indicateurs de solvabilité permettent en outre de porter une appréciation sur la capacité de résistance à des aléas conjoncturels.

Le recours à la base de données sur les stratégies d'entreprises permet d'enrichir l'analyse dans trois domaines. Tout d'abord, pour ce qui concerne les besoins de financement globaux d'un secteur, il est possible de prendre en compte les paramètres qui imposent éventuellement un effort d'investissement soutenu : turbulence technologique, rôle de l'effet-taille sur les prix de revient — qui peut pousser les entreprises à augmenter la taille de leurs unités de production —, proportion d'entreprises se situant sur un marché en émergence ou en croissance forte.

Ensuite, la connaissance des objectifs poursuivis par l'ensemble des entreprises peut permettre de déceler des phénomènes de « congruence » : si toutes les entreprises poursuivent de manière simultanée, dans le cadre de stratégies de volume, un objectif de gain de part de marché à court terme, dans un contexte de marché en phase de maturité, il est raisonnable d'anticiper un risque de guerre des prix et de détérioration des marges.

Enfin, l'analyse de l'évolution des cinq forces structurelles (clients, fournisseurs, produits de substitution, rivalité interne, arrivée de nouveaux entrants) est riche d'enseignements pour déceler l'évolution du potentiel de profit d'un secteur.

Dans le tableau 2 ci-après, reprenant des résultats obtenus en 1994, on décèle deux enjeux auxquels l'industrie des équipementiers automobiles se trouve confrontée à un horizon de moyen terme : processus de sélection à l'initiative des donneurs d'ordre, arrivée de nouveaux acteurs dans le secteur.

Tableau 2

INDUSTRIE DES « MATÉRIELS DE TRANSPORT TERRESTRE » (hors constructeurs automobiles <i>stricto sensu</i>) données premier trimestre 1994	
« Force structurelle »	Intensité (a)
Clients.....	4,06
Nouveaux entrants dans le secteur.....	3,54
Fournisseurs.....	2,92
Rivalité entre entreprises du secteur.....	2,81
Produits de substitution.....	nombre insuffisant de données significatives
(a) Échelle de 1 (faible) à 5 (élevée)	
Source et réalisation : Banque de France (enquête 1995 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : +33 (1) 42 92 36 98	
Mise à jour le 3 janvier 1996	

L'intérêt d'un apport combiné de l'analyse financière et de l'analyse stratégique pour enrichir l'analyse individuelle d'entreprise a déjà fait l'objet de démonstrations approfondies [Cohen – 1994 ; Atamer et Calori – 1993]. Nous avons illustré dans cet article l'intérêt de l'apport d'une base de données stratégiques pour une étude globale du système productif dans son ensemble ou de grands secteurs d'activité. Les difficultés d'ordre méthodologique, notamment le problème du biais de réponse dans la collecte des données, ou les contraintes spécifiques au travail statistique sur des données qualitatives, peuvent être maîtrisées. Dès lors, l'enjeu est d'identifier des axes de recherche imposant de combiner savoir-faire en analyse financière et approche stratégique. Ceux-ci ne manquent pas. On trouvera en annexe 3 la liste des travaux déjà publiés ou largement engagés fondés sur cette approche. D'autres recherches feront l'objet de présentations dans de prochaines livraisons du supplément « Études » du *Bulletin de la Banque de France*.

ANNEXE 1

STRUCTURES DE QUESTIONS EMPLOYÉES DANS LE QUESTIONNAIRE

1. Questions dichotomiques

« Au cours des deux années précédentes, avez-vous conclu des alliances avec d'autres entreprises ? »

oui non

2. Questions-listes

L'entreprise avec laquelle vous avez conclu une alliance est :

de l'amont	
de l'aval	
concurrente	
impliquée dans la même activité mais non directement concurrente	
impliquée dans une activité non concurrente	

3. Échelle d'intensité

« Le niveau d'information de vos principaux clients sur vos produits est : »

FAIBLE ASSEZ FAIBLE MOYEN ASSEZ ÉLEVÉ ÉLEVÉ

4. Échelle d'adhésion

« La stratégie de votre entreprise est définie sur le court terme (1 an) et vous préférez vous adapter en fonction des événements : »

pas du tout d'accord tout à fait d'accord

 1 2 3 4 5

5. Table analytique

« Pour chacun des grands modes de production suivants, indiquer combien de produits de votre catalogue sont concernés » :

	aucun	quelques références	beaucoup	la quasi-totalité
« sur mesure »				
standardisation assez faible				
standardisation assez forte				
forte standardisation				

6. Table de classification

« Sur ces différents facteurs, comment évaluez-vous votre position par rapport à votre meilleur concurrent ? »

(échelle 1 faible, 2 assez faible, 3 similaire, 4 assez forte, 5 forte)

Prix	
Qualité	
Performance technique, innovation	
Image de marque, réputation	
Délais, souplesse	
Services associés	
Proximité géographique	
Autre	

ANNEXE 2

**TAUX DE COUVERTURE DE LA BASE DE DONNÉES
(enquêtes 1994 et 1995)**

Secteur	Nombre d'entreprises	Effectif	Taux de couverture (en pourcentage)
Biens de consommation.....	1 352	205 276	20,28
Industries agricoles et alimentaires.....	550	109 929	24,70
Matériels de transport terrestre (hors constructeurs automobiles).....	144	47 904	12,81
Biens intermédiaires.....	1 274	217 858	26,71
Biens d'équipement professionnels.....	720	12 449	27,68
Source : Banque de France (enquête 1995 sur les stratégies des PME) Réalisation : Banque de France Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : +33 (1) 42 92 36 98			
			Mise à jour le 3 janvier 1996

Le taux de couverture est calculé en rapportant l'effectif cumulé des entreprises de l'échantillon et l'effectif cumulé du recensement des entreprises soumises au régime des bénéficiaires industriels et commerciaux, établi par l'INSEE.

BIBLIOGRAPHIE ET LISTE DES TRAVAUX PUBLIÉS À PARTIR DE LA BASE DE DONNÉES SUR LES STRATÉGIES D'ENTREPRISES

Études sectorielles

- Rapport de synthèse sur le secteur des biens intermédiaires (1993)
 Rapport de synthèse sur le secteur des biens d'équipement professionnels (1993)
 Rapport de synthèse sur le secteur des matériels de transport terrestre (1994)
 Rapport de synthèse sur le secteur de l'industrie agro-alimentaire (1994)
 Rapport de synthèse sur le secteur des biens de consommation (1994)
 Stratégie de niche, emploi, exportation : le secteur des biens d'équipement professionnels (1995)
 La situation du système productif : l'industrie textile (mai 1995)

Recherches thématiques

- La trésorerie des entreprises dans un jeu d'engagement crédible – Coeurderoy R., Koulayom H. –
 Présentation aux journées internationales de l'Association française de finances – 20 juin 1996
- Contribution des données qualitatives à l'analyse du risque – Granboulan G., Mouriaux F. –
 Présentation au 3^e congrès international de protection des créanciers (Kreditschutzverband) –
 29 novembre 1995
- Analyse exploratoire des déterminants à l'exportation des PMI françaises – Coeurderoy R. –
 Projet de recherche présenté au Congrès de la Strategic Management Society – octobre 1995
- La sous-traitance peut-elle être profitable ? Un test empirique sur les sous-traitants du transport
 terrestre – Actes du colloque de l'Association internationale de management stratégique – Castelain,
 Coeurderoy R., Mouriaux F. – mai 1995
- Compétitivité et rentabilité des entreprises industrielles – Paraque B. – Banque de France,
 Observatoire des Entreprises – 1995
- Combinaisons de ressources et avantages concurrentiels – Arrègle J.-L., Véry Ph. – Actes du
 colloque de l'Association internationale de management stratégique – 2 mai 1995
- Some determinants of strategy styles in French small and medium-sized businesses – Arrègle J.-L.,
 Calori R., Véry Ph. – Projet de recherche présenté au congrès de la Strategic Management Society –
 Jouy en Josas – 20-23 septembre 1994

Sources méthodologiques

- Diagnostic et décisions stratégiques – Atamer T., Calori R. – Dunod, Paris – 1993
- Analyse financière – Cohen E. – Economica, Paris – 1994
- Choix stratégiques et concurrence : technique d'analyse des secteurs et de la concurrence dans
 l'industrie – Porter M. – Economica, Paris – 1982
- The PIMS principles, linking strategy to performance – The Free Press, New York – 1987
- L'avantage concurrentiel – Porter M. – Intereditions, Paris – 1986
- Industrial market structure and economic performance – Scherrer & Ross – Houghton Mifflin,
 Boston – 1990

LE DOSSIER INDIVIDUEL DE POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Structure générale

Thème du feuillet	Objectif
Cadre de l'enquête	<ul style="list-style-type: none"> – description du secteur d'activité (NAF) dans lequel l'entreprise est classée – indication sur le nombre d'entreprises figurant dans l'échantillon-référentiel retenu tout au long du DIPS <p>Cette page permet à l'entreprise d'identifier le type d'échantillon auquel elle peut comparer.</p>
Profil sectoriel	<p>Les quatre dimensions retenues pour dresser le profil sectoriel ont été sélectionnées à la fois pour compléter le « portrait » de l'échantillon-référentiel, mais aussi parce qu'il s'agit de données rarement centralisées dans d'autres bases de données</p> <ul style="list-style-type: none"> – répartition des entreprises de l'échantillon par taille – diversification produits (base nomenclature NAP) – ancienneté de présence sur le marché – appartenance à un groupe (oui/non) et type de groupe selon plusieurs critères : logique dominante (intégration, diversification, conglomérat), organisation géographique.
Sources de turbulence	<p>Quatre sources de turbulence sont retenues :</p> <ul style="list-style-type: none"> – turbulence technologique, – turbulence socio-politique, – turbulence économique et financière, – action des concurrents dans le secteur. <p>Elles sont mesurées par des indicateurs, qui sont constitués à partir de la combinaison de plusieurs questions.</p>
Pression concurrentielle	<p>Les cinq forces concurrentielles sont également mesurées à partir d'indicateurs élaborés</p> <ul style="list-style-type: none"> – pression des fournisseurs, – pression des clients, – pression des produits de substitution, – pression des rivaux actuels, – pression des nouveaux concurrents. <p>Combinées, ces cinq forces déterminent l'intensité concurrentielle, inversement proportionnelle au potentiel de profit de l'entreprise. Afin de pouvoir transformer ce potentiel en performance financière, l'entreprise doit assurer une mise en œuvre adéquate de sa stratégie et, pour ce faire, de disposer de ressources internes adaptées. Cela dépend de son profil stratégique de départ, de l'adéquation de ses avantages concurrentiels aux facteurs-clés de succès dans son secteur, enfin de sa capacité à maintenir sa compétitivité dans le temps.</p>
Profil stratégique	<p>Quatre informations permettant une comparaison entre l'entreprise et son secteur ont été sélectionnées. La façon dont ces dimensions entrent en jeu affecte en particulier l'impact des forces de pression concurrentielle présentées dans le feuillet précédent :</p> <ul style="list-style-type: none"> – engagement à l'exportation des entreprises de l'échantillon, – paramètres des coûts de revient (effet-taille, volume d'activité, utilisation de technologies spécifiques, accès privilégié à une fourniture, productivité de la main-d'œuvre). Un diagramme sectoriel met en évidence les leviers d'action sur les coûts de revient dont disposent les entreprises du secteur, – « stratégie dominante » (de différenciation/de volume) dans le secteur, – dispersion/concentration de la clientèle potentielle.

LE DOSSIER INDIVIDUEL DE POSITIONNEMENT STRATÉGIQUE

Structure générale – (suite)

Thème du feuillet	Objectif
Facteurs-clés de succès	Les facteurs-clés de succès correspondent aux attentes des clients, ou encore aux critères indispensables pour réussir dans le secteur. La présentation sur un diagramme des facteurs-clés de succès les plus communément identifiés permet en particulier à l'entreprise de nourrir une réflexion sur sa propre perception des attentes des clients.
Avantages concurrentiels	Symétriquement, un diagramme présente les points forts principaux des entreprises de l'échantillon-référentiel. Ils devraient, en principe, être en adéquation avec les facteurs-clés de succès identifiés.
Supports de compétitivité	Les avantages concurrentiels reposent sur un ensemble de fonctions de l'entreprise, liées à la chaîne de production (logistique, production...) et aux activités support (gestion des ressources humaines, développement technologique, finances...). Ce feuillet complète l'information de l'entreprise sur les fonctions «critiques» dans son échantillon-référentiel.
Objectifs et manœuvres	La présentation des objectifs (exemple : gagner des parts de marché, améliorer la rentabilité...) et des manœuvres associées (exemple : baisser les prix, développer de nouveaux produits...) par les entreprises de son secteur permet à l'entreprise d'enrichir sa réflexion dans deux domaines : cohérence de sa stratégie (adéquation des moyens aux objectifs) et interaction entre sa stratégie et celle des entreprises auxquelles elle est comparée.
Croissance externe, alliances	Ce dernier thème complète le profil stratégique du secteur proposé dans le document et permet à l'entreprise de disposer d'éléments originaux pour une réflexion prospective.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS AU PREMIER TRIMESTRE 1996

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter environ 200 milliards de francs au premier trimestre, contre 130 milliards le trimestre précédent.

CLAUDE MEILLER

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle Valeurs mobilières*

■ L'activité sur les marchés primaires obligataires est restée soutenue tout au long du premier trimestre 1996.

■ 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 premier trimestre 1996 ont progressé de 93 milliards de francs à 157 milliards.

■ Nette des amortissements, la collecte globale est passée de 36 milliards de francs à 71 milliards.

■ 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 mars 1996.

■ Les émissions d'actions se sont élevées à 73 milliards de francs au premier trimestre 1996.

1. Le marché primaire obligataire ¹

1.1. Les principaux flux d'émissions

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt et par un ralentissement de la croissance observé tant en France qu'en Allemagne, la reprise des émissions, amorcée fin novembre et interrompue par la « traditionnelle trêve des confiseurs », s'est largement confirmée au cours du premier trimestre 1996, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc. Les premiers mois de l'année ont également enregistré le lancement de plusieurs grands emprunts convertibles. Par ailleurs, la préparation du 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, dont 25 milliards sur les marchés obligataires du franc — a mobilisé fortement les équipes de syndication des principaux intermédiaires financiers.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
Ventilation par secteur émetteur								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
4 ^e trim. 1995	1 ^{er} trim. 1996	1 ^{er} trim. 1995	Année 1995		4 ^e trim. 1995	1 ^{er} trim. 1996	1 ^{er} trim. 1995	Année 1995
ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)								
56,7	79,4	65,0	263,9	État	54,2	45,9	62,5	212,8
24,3	27,0	19,4	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 12,4	- 12,2	0,2	- 30,1
3,2	18,6	10,4	36,5	Sociétés non financières	- 9,2	8,4	3,5	5,2
1,0	0,2	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 1,4	- 1,0	- 0,8	- 4,5
85,1	125,1	94,8	376,5	Ensemble des résidents	31,2	41,1	65,5	183,3
80,6	118,9	92,9	365,2	dont émissions intérieures des résidents	33,8	49,2	67,2	200,1
4,5	6,2	1,9	11,2	dont émissions internationales des résidents	- 2,6	- 8,1	- 1,8	- 16,8
7,5	31,6	24,2	43,5	Non-résidents	5,0	29,6	18,1	21,0
92,6	156,8	119,0	420,0	TOTAL	36,3	70,8	83,5	204,4
80,6	118,9	92,9	371,3	dont émissions intérieures	33,8	49,2	65,7	203,3
12,0	37,9	26,1	48,7	dont émissions internationales	2,5	21,5	17,8	1,1

(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 28 mai 1996

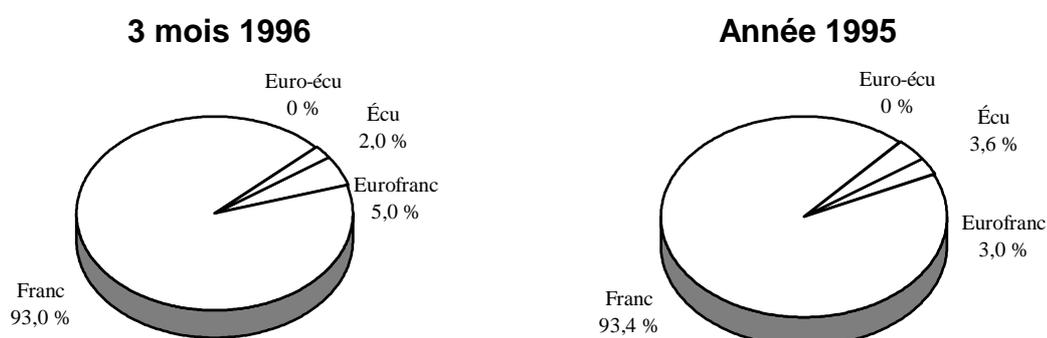
Globalement, les *émissions brutes réglées au cours du premier trimestre* se sont élevées à 157 milliards de francs (93 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (74 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 1,6 % l'a été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. *Nette des amortissements*, la collecte globale s'est élevée à 71 milliards de francs, en hausse de 35 milliards sur celle du trimestre précédent.

¹ 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).

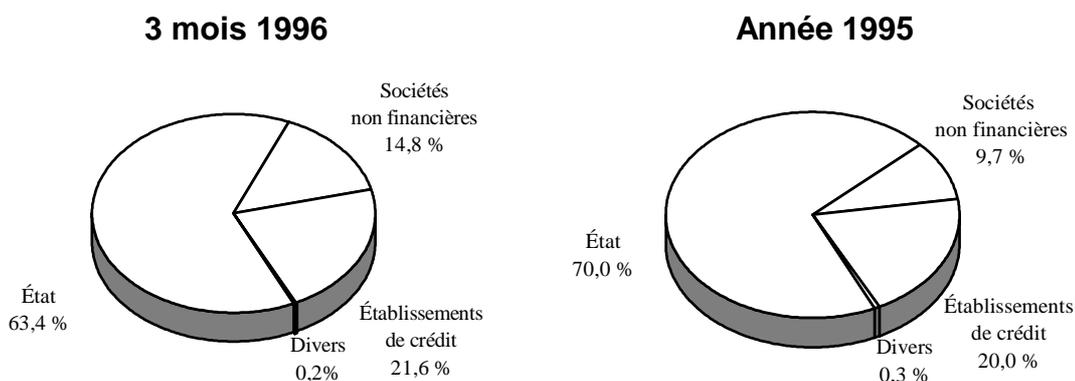
1.2. L'activité des émetteurs résidents

Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute totale a progressé de 85 milliards de francs à 125 milliards d'un trimestre à l'autre. Nette des amortissements, elle a atteint 41 milliards de francs au premier trimestre 1996 (31 milliards le trimestre précédent). Globalement, les résidents n'ont guère sollicité le compartiment de l'eurofranc avec 5 % du montant de leurs emprunts début 1996, après 3 % pour l'ensemble de l'année 1995¹. La proportion des émissions libellées en écus apparaît légèrement en retrait d'une période à l'autre.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE



ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR



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

Mise à jour le 29 mai 1996

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 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.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)

Ventilation par marché

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
4 ^e trim. 1995	1 ^{er} trim. 1996	1 ^{er} trim. 1995	Année 1995		4 ^e trim. 1995	1 ^{er} trim. 1996	1 ^{er} trim. 1995	Année 1995
MARCHÉ INTÉRIEUR								
56,7	79,4	65,0	263,9	État	54,2	45,9	62,5	212,8
19,8	20,7	19,3	68,2	Établissements de crédit et assimilés	- 11,0	- 4,4	3,8	- 10,8
3,2	18,6	8,6	32,1	Sociétés non financières	- 8,0	8,7	1,7	2,6
1,0	0,2	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 1,4	- 1,0	- 0,8	- 4,5
80,6	118,9	92,9	365,2	Ensemble des résidents	33,8	49,2	67,2	200,1
-	-	-	6,0	Non-résidents	- 0,1	-	- 1,5	3,2
80,6	118,9	92,9	371,3	TOTAL	33,8	49,2	65,7	203,3
1,5	2,5	2,9	13,7	dont émissions en écus (b)	1,5	2,5	2,9	13,7
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
4,5	6,2	0,1	6,9	Établissements de crédit et assimilés	- 1,4	- 7,8	- 3,5	- 19,3
-	-	1,8	4,3	Sociétés non financières	- 1,3	- 0,3	1,8	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
4,5	6,2	1,9	11,2	Ensemble des résidents	- 2,6	- 8,1	- 1,8	- 16,8
7,5	31,6	24,2	37,4	Non-résidents	5,1	29,6	19,5	17,8
12,0	37,9	26,1	48,7	TOTAL	2,5	21,5	17,8	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 le 28 mai 1996								

D'un trimestre à l'autre, les émissions brutes de l'État ont progressé de 57 milliards de francs à 79 milliards.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur trois lignes d'OAT, respectivement à 10 ans (57,3 milliards de francs sur la ligne 7,25 % avril 2006 créée en octobre 1995¹), à 12 ans (4 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008) et à 15 ans (11,4 milliards sur une nouvelle ligne 6,50 % octobre 2011). Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une baisse significative en janvier et février avant de remonter en mars (6,60 %), affichant néanmoins une diminution de 28 points de base par rapport à l'adjudication du mois de décembre 1995.

Le complément provient du règlement des adjudications d'OAT en écus² réalisées les 8 février et 14 mars 1996 qui ont porté sur la ligne 7,50 % avril 2005 (créée en juillet 1995). Le montant nominal émis s'est élevé à 383 millions d'écus, soit environ 2,5 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 6,87 %, puis 7,34 % lors de chacune des adjudications, contre 7,50 % en novembre 1995.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 4,1 milliards de francs.

² En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1996, 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.

Les remboursements d'emprunts effectués au premier trimestre 1996 ayant atteint 33 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 46 milliards (contre 63 milliards le trimestre précédent) et demeure nettement prépondérante sur le marché intérieur avec près de 93 % des émissions nettes des résidents.

La collecte brute des *autres émetteurs résidents*, réalisée entièrement en francs, a progressé de 17 milliards de francs d'un trimestre à l'autre pour s'établir à 46 milliards environ, dont 6 milliards émis sur le compartiment international.

Les *établissements de crédit* ont recueilli 27 milliards de francs (soit près de 60 % de ces fonds). Les *banques* ont levé 6 milliards de francs (11 milliards le trimestre précédent), les *sociétés financières* ont recueilli 2 milliards de francs (4 milliards le trimestre précédent) et les *institutions financières spécialisées* plus de 17 milliards de francs (8 milliards auparavant), dont 5 milliards sur le marché international. Les *caisses d'épargne* ont émis 2 milliards de francs au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit a de nouveau enregistré un déficit de 12 milliards de francs.

Les *sociétés non financières* ont fortement accru, d'un trimestre à l'autre, leur appel au marché (18 milliards de francs, contre 3 milliards le trimestre précédent). Les *grandes entreprises nationales* ont collecté un peu plus de 8 milliards de francs en totalité sur le marché intérieur. Les *autres sociétés non financières* ont levé 11 milliards de francs, dont 7 milliards sous forme d'emprunts convertibles. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un excédent de 8 milliards de francs, après un déficit de 9 milliards au quatrième trimestre 1995.

1.3. Les principaux événements intervenus au cours du premier trimestre 1996

Le Trésor a annoncé, fin mars, sa décision de créer une ligne d'OAT indexée sur un nouvel indice de rendement des emprunts d'État, plus représentatif que le TME du marché des taux d'intérêt français à long terme et mieux adapté aux usages financiers internationaux. Le Comité de normalisation obligataire (CNO) a transmis le 9 avril à la Société des bourses françaises un communiqué relatif aux caractéristiques du nouvel indice TEC10. Aux termes de ce communiqué, l'indice quotidien TEC10, taux de l'échéance constante 10 ans, se définit comme le taux de rendement actuariel d'une valeur du Trésor fictive dont la durée de vie serait égale à 10 années. Ce taux moyen est obtenu par interpolation linéaire entre les taux de rendement actuariels annuels des deux OAT qui encadrent au plus proche la maturité 10 ans théorique¹.

Ainsi, cet indice TEC10 dont la méthode de calcul est calquée sur celle du Pibor, cote des emprunts à échéance constante, à l'instar des références CMT (*Constant Materiality Treasuries*) aux États-Unis, où un marché important de placements privés et de *swaps* utilisant une référence de maturité constante s'est développé. Selon la note d'information diffusée par le Trésor, l'adoption de la nouvelle référence TEC10, présente par rapport à l'ancien TME des avantages indéniables (lisibilité immédiate de la référence pour l'investisseur, possibilité de comparaison avec des investissements à taux fixe de même maturité, valorisation très précise et couverture améliorée pour les teneurs de marché). Ce type de référence devrait ainsi pouvoir se généraliser, comme en Allemagne et aux États-Unis, à d'autres maturités (TEC2, TEC5...) et donner un nouvel essor à l'émission de titres à taux variable en France.

¹ Les deux OAT retenues doivent satisfaire aux critères suivants :

- elles sont à taux fixe, *in fine* et à intérêts annuels ;
- elles ont une date d'échéance le 25 des mois de janvier, avril, juillet ou octobre ;
- leur encours réglé est supérieur à 20 milliards de francs.

Chaque indice TEC10 du jour est calculé à partir des cours de SVT-CVT relevés à 10 heures sur des pages spécifiques de cotation du TEC10. Ces cours du marché secondaire sont à valeur en date de règlement/livraison théorique (actuellement J + 3 ouvrés). Après élimination des quatre cotations extrêmes vers le haut et des quatre extrêmes vers le bas, la moyenne des cours de chaque OAT est convertie en taux actuariel annuel selon les normes CNO, l'interpolation linéaire entre les taux des deux OAT retenues est ensuite effectuée.

L'indice de taux TEC10 fait l'objet d'un arrondi commercial à la deuxième décimale.

1.4. Les encours à fin mars 1996

DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)

(en valeur nominale – en milliards de francs)

	Fin 1989	Fin 1993	Fin 1994	Décembre 1995	Mars 1996
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	2 324	3 215	3 411	3 603	3 646
– par les non-résidents	24	30	33	37	37
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	12	85	97	114	116
– par les non-résidents	1	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	17	292	337	326	317
– par les non-résidents	19	189	261	283	313
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	13	53	53	48	48
– par les non-résidents	10	12	8	4	4
TOTAL	2 420	3 877	4 202	4 415	4 482
dont dette émise par les résidents	2 365	3 645	3 898	4 089	4 127
dont dette émise par les non-résidents.....	55	233	304	325	355

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris
 Contrevalleur 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

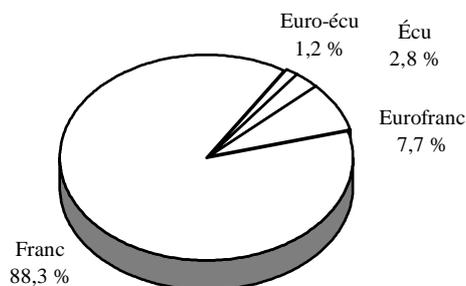
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 23

Mise à jour le 28 mai 1996

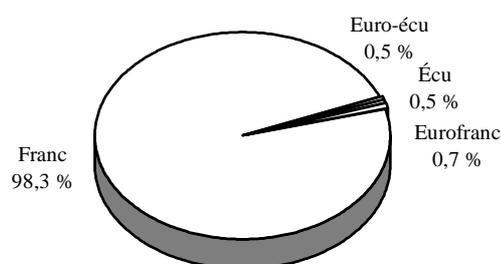
Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait environ 4 100 milliards de francs à fin mars 1996, contre un peu moins de 2 400 milliards à fin décembre 1989. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de 1 % à presque 9 %) ainsi que l'accroissement relatif de la dette libellée en écus qui représentait 4 % de l'encours global à fin mars 1996, contre 1 % en 1989.

DETTE OBLIGATAIRE DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Mars 1996



Fin 1989



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 28 mai 1996

2. Le marché des actions ¹

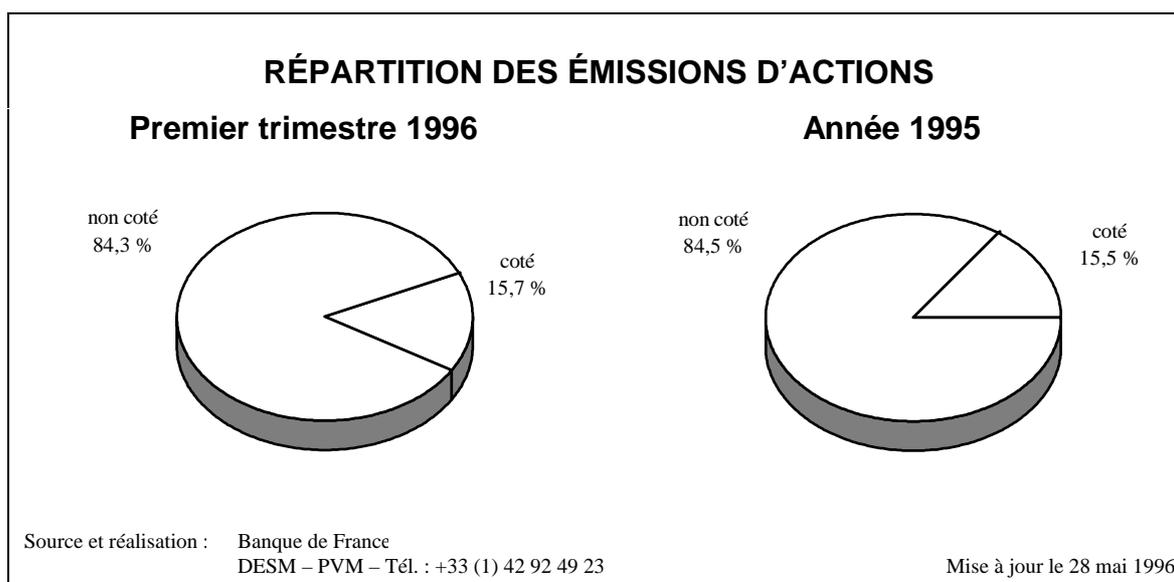
Au terme du premier trimestre 1996, les émissions d'actions réglées en numéraire ont atteint 73 milliards de francs, contre 46 milliards seulement au quatrième trimestre 1995 ². Les émissions de titres cotés ont progressé de 4 milliards de francs à 11 milliards d'un trimestre à l'autre. Elles ont représenté 15 % du montant total des émissions d'actions, proportion identique à celle observée sur l'ensemble de l'année 1995.

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	3 ^e trim. 1995	4 ^e trim. 1995	1 ^{er} trim. 1996	1 ^{er} trim. 1995	Année 1995
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT).....	–	–	–	–	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS.....	5,2	1,2	0,6	3,0	14,1
dont : Banques.....	3,2	0,9	0,5	2,6	9,1
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES...	73,1	43,4	68,6	67,3	213,1
– GEN (y compris PTT).....	15,8	–	–	7,6	23,4
– autres sociétés.....	57,3	43,4	68,6	59,7	189,6
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,9	1,2	3,4	2,2	4,8
NON-RÉSIDENTS.....	–	–	–	–	–
TOTAL ÉMIS (a)	79,3	45,8	72,5	72,6	232,1
dont émissions de titres cotés (b).....	22,5	3,9	11,4	6,2	35,9
dont émissions avec appel public à l' épargne (c).....	22,5	2,7	9,5	10,8	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

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

Mise à jour le 29 mai 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 au moins aux statistiques d'un mois donné.