

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 34

OCTOBRE 1996

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité reste forte aux États-Unis et au Japon, quoique le rythme de croissance de ces économies décélère par rapport au premier semestre 1996. En Europe, les perspectives d'expansion ont été revues à la hausse en Allemagne et au Royaume-Uni, alors que le ralentissement se confirme en Italie et en Espagne. La hausse des prix à la consommation est restée faible dans l'ensemble des pays. La détente des taux d'intérêt a largement prévalu, à court terme comme à long terme.

L'évolution des principales devises en septembre

Dans un contexte économique positif, le dollar a progressé de 1,9 % contre franc et de 3,0 % contre deutschemark, en raison des déclarations favorables des différentes autorités monétaires à l'approche du G 7, et il a également fait preuve de fermeté vis-à-vis du yen, avec la quasi-disparition des anticipations d'un resserrement de la politique monétaire japonaise. Le deutschemark a reculé vis-à-vis des devises du mécanisme de change européen, en liaison avec l'optimisme des opérateurs concernant le processus d'Union monétaire ; sa dépréciation a été la plus nette face aux devises telles que la lire, la couronne suédoise et la livre sterling. L'écu a fortement progressé, grâce aux avancées de la construction monétaire européenne. La livre sterling s'est appréciée contre franc, à la faveur de la bonne tenue du dollar, de la hausse du prix du pétrole et de l'écart de rendement avec les taux allemands ; il en a été de même pour la lire, qui a tiré profit des spéculations sur son retour dans le MCE et d'un regain d'optimisme sur l'éventualité pour l'Italie de respecter les critères de Maastricht en matière de déficit budgétaire. Le franc s'est apprécié contre deutschemark, sous l'effet du bon accueil réservé au sommet franco-allemand, de la présentation devant le Parlement d'un budget dont le déficit n'excède pas 3 % du PIB et de la publication de statistiques économiques plus favorables.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en septembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle s'est redressée dans l'ensemble. L'activité a progressé fortement dans l'automobile, plus modérément dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels, et s'est stabilisée dans les industries agro-alimentaires et les biens de consommation.

La demande globale s'est renforcée, grâce surtout au dynamisme des ventes à la grande exportation. Sur le marché domestique, le courant d'ordres demeure peu soutenu, qu'il émane de la demande interindustrielle, affectée par la faiblesse de l'investissement, ou de la demande finale.

Les carnets de commandes, inférieurs à la normale, se sont dégarnis dans tous les secteurs, à l'exception de celui des biens intermédiaires où ils demeurent toutefois insuffisants. Les stocks sont encore jugés supérieurs à la normale, sauf dans l'automobile où ils sont désormais inférieurs au niveau désiré.

Au cours des prochains mois, on ne s'attend pas à une progression importante de l'activité. Des progrès devraient être enregistrés dans les biens d'équipement et les industries agro-alimentaires, alors qu'un recul sensible interviendrait dans l'automobile.

À l'exception de quelques produits, les cours des matières premières sont orientés à la baisse. Les prix des produits finis se sont, dans l'ensemble, maintenus, en dépit de l'intensité de la concurrence.

En matière d'investissement, les dépenses demeurent limitées ; elles sont essentiellement le fait des grandes entreprises et concernent avant tout l'amélioration de la productivité.

L'activité commerciale, qui avait vivement progressé en août, a fléchi en septembre, malgré une croissance exceptionnelle des ventes d'automobiles.

Au troisième trimestre, l'activité dans le bâtiment-travaux publics (en données brutes) s'est stabilisée par rapport au trimestre précédent, mais reste inférieure à celle du trimestre correspondant de 1995.

Les effectifs n'ont guère varié dans l'industrie, à l'exception des secteurs de l'automobile et des biens de consommation, où ils se sont réduits ; ils se sont contractés dans le bâtiment, mais sont restés inchangés dans le commerce et les services marchands.

La balance des paiements en juillet

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial*, avec 11,1 milliards de francs, égale pratiquement la performance du mois de mai (11,3 milliards) et se situe nettement au-dessus de la moyenne des six derniers mois (8,9 milliards). Le solde positif cumulé des sept premiers mois de l'année s'élève à 64,4 milliards de francs, montant supérieur à celui atteint au cours de la période correspondante de 1995 (57,6 milliards), et celui des douze derniers mois glissants atteint 106,5 milliards, contre 100,5 milliards pour la période correspondante arrêtée à juillet 1995.

Le *compte de transactions courantes* est excédentaire de 8,5 milliards de francs en données brutes, chiffre très largement supérieur à celui réalisé en juin (3,2 milliards), mais s'inscrit tout juste à l'équilibre en données cvs, après un solde positif de 8,2 milliards le mois précédent. Sur les sept premiers mois de l'année 1996, l'excédent, en données brutes, est très proche de celui qui a été enregistré durant la période correspondante de l'année précédente (58,6 milliards de francs, au lieu de 60,6 milliards).

Le *compte financier* s'est soldé par des sorties de 12,5 milliards de francs, en données brutes. Les *investissements directs* ont dégagé un excédent de 7,3 milliards de francs, du fait de la réduction des sorties liées aux investissements français à l'étranger et du doublement du solde positif des investissements étrangers en France (10,9 milliards, après 5,1 milliards en juin). Les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine d'entrées nettes de 2,8 milliards de francs, tandis que les *autres investissements* se soldaient par des sorties nettes de 22,5 milliards. Les *avoirs de réserve* n'ont pratiquement pas varié.

Les marchés de capitaux en septembre

Les marchés de taux français ont suivi une évolution très favorable.

Les rendements courts se sont très sensiblement détendus, sous l'effet d'une nette amélioration de la tenue du franc au sein du Système monétaire européen dans un contexte de fermeté du dollar sur les marchés de change. Ces mouvements corrélés des taux courts et du taux de change du franc sont à mettre au compte, dans une large mesure, du renforcement de la confiance dans le respect du calendrier du traité de Maastricht. Les résultats du sommet franco-allemand de Kempen et du conseil Ecofin de Dublin, ainsi que la présentation du projet de budget français, ont, en effet, contribué à renforcer, aux yeux des opérateurs, la crédibilité du processus d'Union monétaire, en conformité avec le calendrier défini lors du sommet de Madrid. Compte tenu de ces éléments favorables, le 19 septembre, à l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, le taux d'appel d'offres de la Banque de France a été fixé à 3,25 %, contre 3,35 % précédemment. Enfin, une baisse de 20 points de base du taux de base bancaire a été annoncée le 20 septembre, conduisant à ramener celui-ci à 6,55 %.

Les rendements obligataires ont également enregistré un important repli. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans est ainsi passé de 6,42 %, le 30 août, à 6,05 %, le 30 septembre. Si cette évolution a été favorisée par la sensible détente des rendements longs américains, qui est intervenue à partir du 24 septembre à la suite du maintien inchangé du taux des fonds fédéraux, elle témoigne également de la crédibilité du processus d'Union monétaire.

L'encours global des titres de créances négociables s'est contracté de 4,7 milliards de francs, pour s'établir à 1 391,7 milliards, cette régression étant essentiellement due à la sensible diminution de l'encours des billets de trésorerie (- 5,1 milliards) et à celle des bons des institutions et des sociétés financières (- 2,4 milliards). L'encours des certificats de dépôt est resté stable, à 678 milliards de francs, et celui des bons à moyen terme négociables a progressé de 3,6 milliards. Les taux de rendement à l'émission se sont détendus pour tous les titres et presque toutes les échéances, la baisse étant cependant plus accentuée pour les durées supérieures à deux ans.

La détente des taux d'intérêt à court terme et plus encore à long terme a permis aux contrats Pibor et notionnel du Matif d'atteindre leurs plus hauts niveaux de l'année. Dans ce contexte, la reprise de l'activité sur le marché primaire obligataire du franc, observée fin août au terme de la traditionnelle pause estivale, s'est confirmée, avec notamment le retour de nombreux émetteurs non résidents et le placement satisfaisant d'un nouvel emprunt obligataire émis par la Cades (12 milliards de francs).

La Bourse de Paris a été très favorablement orientée tout au long du mois, le CAC 40 franchissant le seuil des 2 100 points lors des derniers jours.

Les agrégats monétaires

Le dynamisme des agrégats M1 et M2 s'est confirmé.

En effet, les *moyens de paiement (M1)* se sont redressés en août (+ 1,6 %, après - 2,5 % en juillet), leur progression annuelle demeurant soutenue (6,1 %).

En ce qui concerne les placements à taux réglementés, le recul enregistré sur les livrets A (- 0,3 % en août) a été plus que compensé par la progression des livrets d'épargne populaire (+ 1,5 %) et des livrets soumis à l'impôt (+ 0,2 %). Ainsi l'agrégat M2 - M1 a de nouveau augmenté d'un mois à l'autre (0,2 %, après 0,7 % en juillet), son taux de croissance annuel atteignant 9,7 %. L'agrégat M2 a crû, pour sa part, de 1,0 % en août et de 7,8 % sur un an, ce qui dénote une vive progression des placements les plus liquides des agents économiques.

L'agrégat M3, tout en ayant augmenté de 0,6 % en août (contre - 0,2 % en juillet), continue d'enregistrer une perturbation, sa croissance sur douze mois s'établissant à 0,3 %. Cette perturbation est due à une forte réallocation des placements, notamment vers les produits d'épargne contractuelle, liée à la désaffectation vis-à-vis des produits monétaires rémunérés à taux de marché dans le contexte d'une baisse très rapide et substantielle des taux d'intérêt à court terme. En particulier, la détention de titres de créances négociables émis par des établissements de crédit a diminué (- 2,0 %), les titres d'OPCVM monétaires étant à peu près stables (+ 0,1 %). En conséquence, l'agrégat M3 - M2 n'a pas progressé en août et s'inscrit en forte baisse sur douze mois (- 8,9 %).

Par ailleurs, l'agrégat P1, qui comprend pour l'essentiel les placements en plans d'épargne-logement, en plans d'épargne populaire, en titres d'OPCVM garantis et en bons de capitalisation, continue à connaître une forte progression (1,3 % en août et 18,4 % sur un an).

Au total, l'ensemble des placements liquides M3 + P1 enregistre une croissance significative (0,7 % en août et 4,3 % sur un an).

L'endettement intérieur total a progressé de 3,3 % en rythme annuel à fin juillet, malgré le recul des crédits distribués par les établissements de crédit (- 0,6 %). En effet, la progression annuelle des financements obtenus par les agents non financiers sur les marchés internes est demeurée vive (11,8 %).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

La réduction d'impôts

5 septembre Le Premier ministre présente un programme quinquennal d'allègements fiscaux qui vise à diminuer l'impôt sur le revenu de FRF 75 milliards, soit le quart du produit actuel de cet impôt. En 1997, la baisse sera de FRF 25 milliards. Parallèlement, Alain Juppé annonce une refonte des prélèvements sociaux, qui se traduira dès 1997 par une diminution de 1,3 point de la cotisation maladie sur les revenus du travail, compensée par une hausse de 1 point de la CSG, dont l'assiette sera élargie à la quasi-totalité des produits de l'épargne.

La protection sociale

10 septembre La Caisse nationale d'assurance maladie arrête un plan d'économies de FRF 4,2 milliards, concernant essentiellement les professions de santé.

23 septembre La Commission des comptes de la Sécurité sociale prévoit un déficit de FRF 51,5 milliards en 1996 et de 47,2 milliards en 1997.

Les finances publiques

16 septembre Fin juillet, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 273,6 milliards, contre 282,1 milliards un an plus tôt.

18 septembre Le Conseil des ministres adopte le projet de loi de finances pour 1997 : les dépenses sont stabilisées à FRF 1 552,9 milliards, les recettes augmentent très légèrement (+ 0,6 %), à 1 269,2 milliards, et le déficit ressort à 283,7 milliards (soit 2,9 % du PIB), en retrait de 4 milliards sur celui de 1996. Compte tenu des réductions d'impôts et de l'alourdissement de certaines taxes, l'allègement net de la pression fiscale sur les ménages sera d'environ FRF 10 milliards, le taux de prélèvements obligatoires revenant à 44,7 % du PIB, contre 44,9 % cette année. La dette publique devrait s'élever, à la fin de 1997, à FRF 3 799 milliards, soit 58 % du PIB, contre 56 % cette année.

30 septembre Selon l'INSEE, le besoin de financement des administrations publiques a atteint FRF 403,8 milliards en 1995, contre 441,2 milliards en 1994. Selon la définition des critères de Maastricht, le déficit public a représenté 4,8 % du PIB l'an dernier, contre 5,6 % l'année précédente.

Les privatisations

16 septembre Deux candidats se sont portés acquéreurs de Thomson SA : Alcatel-Alsthom et Lagardère Groupe.

La fonction publique

25 septembre Le Conseil des ministres adopte un projet de loi qui vise notamment à résorber l'emploi précaire dans la fonction publique et prévoit la possibilité de départs en préretraite à 58 ans.

La lutte contre l'exclusion

30 septembre Le gouvernement présente un plan de lutte contre l'exclusion qui vise à restaurer les droits fondamentaux des personnes les plus démunies, en transformant notamment les minima sociaux en salaires, grâce à un redéploiement des aides à l'emploi et aux chômeurs en fin de droits.

La Banque de France et la politique monétaire

19 septembre La Banque de France abaisse son taux d'appel d'offres, de 3,35 % à 3,25 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Le PIB au deuxième trimestre

4 septembre Selon l'INSEE, le PIB a reculé de 0,4 % au deuxième trimestre, après avoir progressé de 1,1 % (chiffre révisé) au cours des trois mois précédents.

Les créations d'entreprises

13 septembre Le nombre de créations d'entreprises a diminué de 3,4 % en juillet et de 4,5 % en août, totalisant respectivement 22 350 et 21 330 au cours de ces deux mois, selon les données cvs de l'INSEE.

Les immatriculations d'automobiles

2 septembre Stimulées par l'arrivée à expiration, le 30 septembre, de la prime gouvernementale, les immatriculations ont progressé de 29,4 % en août en glissement annuel.

Les mises en chantier de logements

24 septembre Le nombre de logements neufs mis en chantier s'est élevé à 184 000 au cours des huit premiers mois de l'année, en recul de 5,1 % par rapport à la période correspondante de 1995.

La consommation des ménages

26 septembre Selon l'INSEE, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 3,0 % en août, après une baisse de 0,6 % en juillet et une hausse de 2,1 % (chiffre révisé) en juin. Les bons résultats du mois d'août sont principalement imputables aux achats d'automobiles.

L'emploi

10 septembre Au deuxième trimestre, comme au premier, l'emploi salarié dans les secteurs privé et semi-public a quasiment stagné (+ 6 100), selon les données de l'INSEE et de l'Unedic. Entre juin 1995 et juin 1996, il n'a progressé que de 0,1 %, soit 15 300 créations nettes selon l'Unedic et 19 800 selon l'INSEE.

27 septembre En août, le nombre des demandeurs d'emploi a atteint 3 085 100 personnes (données cvs), soit 39 500 de plus qu'en juillet (+ 1,3 %) et 156 000 de plus qu'en août 1995 (+ 5,3 %). Le taux de chômage s'est élevé à 12,6 % de la population active, contre 12,5 % en juillet et 11,6 % un an auparavant.

Les salaires

24 septembre Au deuxième trimestre, le taux de salaire horaire a progressé de 1 %, selon le ministère du Travail. Son pouvoir d'achat a gagné 1,1 point au cours de cette période et 0,4 point sur un an.

Les prix

25 septembre Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont baissé de 0,3 % en août, leur hausse sur un an revenant à 1,6 %.

Les comptes extérieurs

13 septembre En juin, la balance des transactions courantes a enregistré un solde positif de FRF 3,2 milliards en données brutes. L'excédent cumulé du premier semestre a atteint ainsi FRF 50 milliards, en recul de 8 milliards par rapport aux six premiers mois de 1995.

27 septembre En juillet, la balance commerciale a dégagé un excédent (cvs) de FRF 11,1 milliards, contre 9,78 milliards en juin. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde positif cumulé s'élève à FRF 64,44 milliards, contre 57,62 milliards pour la période correspondante de 1995.

2.2. Étranger

- 2 septembre** MM. Kohl et Chirac rappellent leur volonté de respecter les critères de Maastricht et la date prévue d'entrée en Union monétaire.
- En Italie, M. Dini, ministre des Finances, annonce un retour de la lire dans le mécanisme de change européen fin 1996 ou début 1997.
- En Suisse, la Banque nationale évoque un possible lien du franc suisse avec l'euro.
- 3 septembre** Aux États-Unis, l'indice des directeurs d'achat ressort à 52,6 en août.
- 4 septembre** En Allemagne, progression de 0,6 % de la production industrielle en juillet.
- 6 septembre** Aux États-Unis, chiffres de l'emploi plus forts que prévus en août (création de 250 000 emplois non agricoles, baisse du taux de chômage à 5,1 %).
- 9 septembre** Au Japon, l'agence de planification économique estime qu'une parité JPY 110-115 pour USD 1 serait certes un bon niveau pour les exportateurs japonais, mais renchérirait le prix des matières premières importées.
- Au Royaume-Uni, hausse des prix à la production de 0,3 % en août, soit + 2,2 % en rythme annuel.
- 10 septembre** Aux États-Unis, M^{me} Yellen, du Système de réserve fédérale, déclare que le pays est désormais confronté à un danger inflationniste.
- En Suède, la Banque centrale réduit le taux de ses prises en pension, de 5,25 % (depuis le 27 août) à 5,15 %.
- 11 septembre** Aux États-Unis, le Livre beige indique qu'il ne semble pas y avoir de pressions significatives sur les prix mais plutôt des tensions sur les salaires.
- Au Royaume-Uni, le nombre des demandeurs d'emploi diminue de 15 600 en août, à 2,11 millions, soit un taux de chômage de 7,5 %, contre 7,6 % en juillet.
- 12 septembre** En Allemagne, M. Kuehbacher, président de la Landesbank de Berlin et Brandebourg, estime que les taux allemands, y compris le taux d'escompte, peuvent encore être réduits si les conditions économiques le permettent.
- États-Unis, les prix à la production progressent de 0,3 % en août, mais diminuent de 0,1 % hors alimentation et énergie.
- Au Royaume-Uni, hausse des prix de détail de 0,5 % au mois d'août, soit + 2,1 % en rythme annuel.
- En Suède, baisse de 0,4 % des prix à la consommation en août, soit + 0,3 % en rythme annuel.
- 13 septembre** Aux États-Unis, hausse de 0,2 % des ventes de détail et de 0,1 % des prix à la consommation au mois d'août.
- Au Japon, baisse de 0,7 % du PIB au deuxième trimestre, après une croissance de 2,9 % au premier trimestre.

- 16 septembre** En Allemagne, approbation par le Bundestag du plan d'austérité proposé par le gouvernement.
En Finlande, M. Lipponen, Premier ministre, indique que le mark finlandais est prêt pour l'entrée en UEM.
- 17 septembre** Sommet économique franco-allemand à Kempten.
- 18 septembre** Aux États-Unis, le déficit commercial progresse de 42,6 % en juillet, à USD 11,68 milliards (après 8,19 milliards en juin), le déficit bilatéral avec le Japon augmentant de 32,9 %, à USD 4,31 milliards.
En Finlande, la Banque centrale abaisse, avec effet immédiat, son taux des appels d'offres, de 3,25 % (depuis le 23 août) à 3,10 %.
- 19 septembre** En Allemagne, la Banque fédérale maintient ses taux directeurs inchangés et reconduit son taux des prises en pension à 3 % pour les trois prochains appels d'offres. Le taux de croissance de M3 en août (chiffre annualisé) ressort à 8,7 % et l'indice IFO à 94,4.
En Finlande, le mark finlandais passe au-dessous de FIM 3 pour DEM 1, après le discours de M. Kanerva, président du Conseil de la Banque centrale, favorable à un rattachement au SME.
- 20 septembre** En Suède, le projet de budget pour 1997 anticipe un déficit limité à 2,6 % du PIB (contre 4 % en 1996).
- 21 et 22 septembre** Lors du Conseil de Dublin, les ministres européens se mettent d'accord sur un pacte de stabilité en matière budgétaire et sur les modalités d'un système monétaire régulant les relations entre l'euro et les devises des pays qui ne participeront pas à la monnaie unique dès 1999.
- 24 septembre** En Allemagne, baisse des prix de 0,1 % en Rhénanie du Nord-Westphalie et de 0,2 % en Bade Wurtemberg en septembre. Le Chancelier Kohl indique que les critères et la date prévue pour l'entrée en Union monétaire seront respectés.
Aux États-Unis, lors de la réunion du Comité fédéral d'*Open Market*, le Système de réserve fédérale décide de ne pas modifier le niveau des taux, en raison de l'absence de signes clairs d'une accélération de l'évolution des prix. L'indice de confiance des consommateurs ressort à 111,8 en septembre.
En Suède, la Banque centrale réduit de 0,10 point le taux de ses prises en pension, ramené de 5,15 % (depuis le 10 septembre) à 5,05 %.
- 25 septembre** En Allemagne, baisse de 0,1 % de l'inflation en septembre dans la partie occidentale du pays (+ 1,4 % chiffre annualisé).
En Suède, la Banque centrale indique sa volonté de mettre en place une politique d'achats et de ventes régulières de devises.
- 26 septembre** Aux États-Unis, les commandes de biens durables reculent de 3,1 % en août.
En Italie, la lire se traite à son meilleur niveau depuis août 1994 (à ITL 993 pour DEM 1).
Au Royaume-Uni, le déficit commercial ressort à GBP 1,23 milliard en août.

- 27 septembre** En Espagne, le projet de budget pour 1997 prévoit un déficit limité à 3 % du PIB.
- Aux États-Unis, le PIB américain ressort en progression de 4,7 % pour le deuxième trimestre (chiffre définitif).
- En Italie, M. Prodi, Premier ministre, indique que la lire est à présent légèrement surévaluée. Le projet de budget pour 1997 prévoit une diminution des dépenses de 62 500 milliards de liras.
- En Suisse, la Banque nationale abaisse le taux d'escompte, de 1,5 % à 1,0 %, le ramenant au niveau le plus bas atteint entre le 27 février 1978 et le 5 novembre 1979.
- 30 septembre** Aux États-Unis, les revenus des ménages progressent de 0,5 % et les dépenses des ménages de 0,6 %, en août.
- Au Japon, recul de la production industrielle de 1,9 % en août.
- 2 octobre** En Suède, la Banque centrale abaisse son taux officiel d'escompte, de 4,5 % (depuis juillet 1996) à 3,5 %. Il s'agit d'un taux de référence, mais qui n'est pas utilisé par la Banque centrale lors de ses interventions.
- 3 octobre** En Espagne, la Banque centrale abaisse son taux d'intervention, de 7,25 % (depuis le 4 juin) à 6,75 %. Cette baisse est la sixième depuis le début de l'année, date à laquelle le taux directeur s'élevait à 9,0 %.
- 8 octobre** En Suède, la Banque centrale abaisse de 0,10 point son taux des prises en pension, ramené de 5,05 % (depuis le 24 septembre) à 4,95 %. Cette baisse est la vingt-et-unième depuis le début de l'année, le repli atteignant près de 400 points de base depuis lors. Le taux des dépôts reste fixé à 4,75 % et celui des avances à 6,25 % (depuis le 15 août).
- 9 octobre** En Finlande, la Banque centrale abaisse à 3,0 % son taux des appels d'offres, fixé à 3,10 % depuis le 18 septembre. Depuis octobre 1995, ce taux a été réduit de 300 points de base.
- 14 octobre** Le mark finlandais adhère au mécanisme de change européen au cours central de FIM 5,80661 par rapport à XEU 1. Par rapport au franc français, le cours est de FRF 1,10324 pour FIM 1.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité reste forte aux États-Unis et au Japon, quoique le rythme de croissance de ces économies décélère par rapport au premier semestre 1996. En Europe, les perspectives d'expansion ont été revues à la hausse en Allemagne et au Royaume-Uni, alors que le ralentissement se confirme en Italie et en Espagne. La hausse des prix à la consommation est restée faible dans l'ensemble des pays. La détente des taux d'intérêt a largement prévalu, tant à court terme qu'à long terme.

Aux **États-Unis**, la croissance reste soutenue, quoique plus modérée qu'au deuxième trimestre (4,7 % l'an de progression du PIB, après 2,0 % au premier). Après une quasi-stabilité en juillet, les revenus et les dépenses de consommation des ménages ont progressé, en volume, de 0,5 % en août, tandis que le taux d'épargne revenait de 5,3 % à 5,2 %. Les ventes au détail ont augmenté de 0,7 % en septembre, mais après trois mois de baisse ou de croissance très modérée. Au total, elles ont pratiquement stagné au troisième trimestre (+ 0,1 % par rapport au trimestre précédent). La conjoncture dans le secteur immobilier est plus contrastée : les mises en chantier de logements ont augmenté de 4,5 % en août, après trois mois de repli, mais les permis de construire se sont inscrits en baisse de 4,4 % ; les ventes de maisons neuves se sont accrues de 4,7 % en août, après 8,3 % en juillet, mais la hausse globale de l'indicateur recouvre de très fortes disparités régionales. Le secteur manufacturier demeure bien orienté : la production industrielle (hors bâtiment) a progressé mensuellement de 0,5 % en août, après 0,1 % en juillet et 1,6 % sur l'ensemble du deuxième trimestre. Les commandes à l'industrie ont cependant fléchi de 1,9 % en août, après une hausse de 1,7 % en juillet.

L'emploi a diminué, en septembre, de 40 000 postes, après sept mois consécutifs d'expansion. Le taux de chômage a légèrement progressé, à 5,2 %, contre 5,1 % en août. Le déficit commercial, en termes de balance des paiements, a atteint en juillet 11,68 milliards de dollars, contre 8,19 milliards en juin ; sur les sept premiers mois de l'année, le déficit cumulé est de 63,95 milliards de dollars, contre 71,40 milliards sur la même période de 1995 (- 10 %).

Au **Japon**, l'activité reste bien orientée mais la reprise conserve un caractère très graduel. Le PIB s'est d'ailleurs contracté de 0,7 % au deuxième trimestre, ce qui peut toutefois s'analyser comme un effet de correction, après le fort accroissement au premier trimestre. La contribution de la demande intérieure à la croissance a été négative au cours du deuxième trimestre : la consommation privée a reculé de 1,3 % par rapport au trimestre précédent (après une progression de

2,4 %), freinée par les conditions atmosphériques de fin de printemps et l'état du marché de l'emploi. Les dépenses de l'État ont chuté de 1,3 % (après une hausse de 3,3 %) et l'investissement public a stagné ; en effet, la majorité des plans publics d'investissement prévus par le dernier programme de dépenses de septembre 1995 ont été engagés au premier trimestre. L'investissement logement des ménages a augmenté de 3,7 % (après 8,4 %), alors que l'investissement des entreprises est resté bien orienté, en hausse de 1,6 % (après 1,0 % au premier trimestre), dans le cadre d'une anticipation d'amélioration des bénéfices des entreprises. Aidées par l'effet décalé de la dépréciation du yen, les exportations sont en hausse de 1,0 % (après - 1,8 %), alors que le flux des importations a continué sa progression, avec + 2,6 % (après 0,9 %) : la contribution de l'extérieur à la croissance est restée négative de 0,2 %, après - 0,3 % au premier trimestre. Au total, le PIB a progressé de 3,1 % en termes réels au premier semestre 1996 par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Le caractère plus modéré de l'activité se confirme au début du second semestre. En août, les dépenses réelles de consommation des ménages ont enregistré un recul de 4,4 % sur un an et la production industrielle n'a augmenté que de 2,2 % sur un an, après une hausse de 6,0 % en juillet, du fait de la poursuite de l'ajustement des stocks. Le secteur du logement conserve cependant son dynamisme, les mises en chantier progressant de 14,3 % sur un an en août, grâce au très bas niveau des taux et à l'anticipation de la hausse de la TVA prévue au printemps 1997. Enfin, pour le deuxième mois consécutif, le taux de chômage a baissé, de 3,4 % en juillet à 3,3 % en août, après un taux record de 3,5 % au début de l'été. Cependant, la baisse du ratio offres sur demandes d'emploi, de 0,72 à 0,71, témoigne de la poursuite des programmes de restructuration interne des entreprises.

L'excédent courant (données brutes) s'est contracté de 28,9 % sur un an en août. Sur les huit premiers mois, son repli atteint 33,5 % par rapport à la période janvier-août 1995.

En **Allemagne**, le redressement de l'activité enregistré au deuxième trimestre 1996 (le PIB s'est accru de 1,5 % sur le trimestre et de 1,2 % sur un an) semble se prolonger d'après les indicateurs conjoncturels les plus récents. La production industrielle (bâtiment inclus) s'est accrue de 0,8 % en août, après 1,1 % en juillet, ce qui a porté la progression en glissement annuel à fin août à 2,0 %, après dix mois de recul continu. L'indice IFO mesurant le climat de confiance des entrepreneurs ouest-allemands est orienté à la hausse depuis le début de 1996 après s'être replié durant toute l'année 1995. Pour le troisième mois consécutif, les commandes à l'industrie ont progressé en août (+ 0,6 % par rapport à juillet), grâce à la vigueur des ordres émanant de l'étranger. Toutefois, le taux de chômage est passé en septembre à 10,4 % de la population active, contre 10,3 % au cours des quatre mois précédents. L'augmentation de l'excédent commercial en juillet (10,9 milliards de deutschemarks, soit + 82 % sur un an) a permis de ramener le déficit courant à 4,4 milliards (contre 5,5 milliards en juillet 1995). Sur les sept premiers mois, les échanges commerciaux ont dégagé un solde positif en progression de 11,9 % sur un an ; le déficit courant s'est cependant élargi de 38,8 % sur la même période.

Au **Royaume-Uni**, le rythme de l'expansion a été revu à la hausse : le PIB a progressé de 0,5 % au deuxième trimestre, après 0,6 % au premier, soit un glissement annuel de 2,2 %, après 2,0 %. Les composantes du PIB ne sont pas disponibles, mais selon les premières indications, la consommation des ménages aurait été la composante la plus dynamique de la croissance. Les ventes au détail se sont sensiblement redressées au mois d'août, progressant de 1,0 %, après une diminution de 0,5 % en juillet, soit un glissement annuel de 4,4 %, le plus élevé depuis mars 1989, après 2,4 %. Mais la production industrielle a diminué de 0,4 % en août, son glissement sur un an revenant à 0 %, contre 0,8 % en juillet. Le taux de chômage a poursuivi toutefois sa décline, à 7,5 % de la population active en août, après 7,6 % en juillet. La balance des paiements courants a

affiché un excédent au deuxième trimestre, au lieu d'un déficit au premier ; ainsi, au premier semestre, le déficit atteint 0,3 milliard de livres sterling, contre 0,6 milliard un an plus tôt.

En **Italie**, le ralentissement de l'activité se poursuit. La production industrielle a diminué de 2,8 % en juillet, après une progression de 2,9 % en juin. Sur un an, elle a accusé un recul de 3,1 %, après une croissance de 0,6 % en juin. Selon l'enquête trimestrielle sur l'emploi, le taux de chômage a cependant décliné, à 11,7 % de la population active en juillet, après 12,3 % en avril, retrouvant ainsi le niveau de juillet 1995. Après cinq mois de progression, l'indice de confiance des consommateurs a sensiblement fléchi en septembre, largement sous l'effet de l'annonce d'un budget particulièrement restrictif pour 1997, comportant notamment de nouvelles hausses d'impôts.

En **Espagne**, le PIB a progressé de 0,5 % au deuxième trimestre, après 0,7 % au premier, soit un glissement annuel de 1,9 %, après 2,0 %. L'atonie de l'économie se confirme, principalement sous l'effet d'une moins bonne tenue de la demande intérieure liée à un net ralentissement de la FBCF (+ 1,6 % en glissement annuel, après + 3,1 % au premier trimestre 1996 et 5,3 % au quatrième trimestre 1995). Cependant, la reprise modérée de la consommation privée se poursuit (+ 1,9 % en glissement annuel, après 1,7 %). Les exportations de biens et services ont progressé de 9,1 % en glissement annuel, après 8,7 %, tandis que la faiblesse de la demande interne a ramené, à 8,2 %, après 8,4 %, le taux de croissance des importations. Le déficit commercial s'est réduit de 6,1 % sur les sept premiers mois de 1996 par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

En septembre, le glissement annuel des **prix à la consommation** est resté stable en Allemagne (1,4 %), en Italie (3,4 %) et au Royaume-Uni pour l'indice global (2,1 %), alors que l'indice hors taux hypothécaires a augmenté de 2,9 %, après 2,8 % en août. Une légère accélération a également eu lieu (2,0 %, après 1,9 %) en Belgique et aux Pays-Bas. Le glissement annuel a au contraire diminué en Espagne (3,6 %, après 3,8 % en août). Dans les pays pour lesquels seul le résultat d'août est actuellement disponible, la hausse des prix a décéléré aux États-Unis (de 3,0 % en juillet à 2,9 %) et au Japon (de 0,4 % à 0,2 %).

Les **taux d'intérêt** à court terme, en moyenne mensuelle, se sont détendus dans l'ensemble des pays au cours du mois de septembre, sauf aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les taux de long terme se sont également repliés dans tous les pays, sauf aux États-Unis. Ils sont restés pratiquement stables au Royaume-Uni.

3.2. L'évolution des principales devises

Dans un contexte économique positif, le dollar a progressé de 1,9 % contre franc et de 3,0 % contre deutschemark, en raison des déclarations favorables des différentes autorités monétaires à l'approche du G 7. Il a également fait preuve de fermeté vis-à-vis du yen, du fait de la quasi-disparition des anticipations d'un resserrement de la politique monétaire japonaise. Le franc français s'est apprécié contre deutschemark.

Le **dollar** a, dans un premier temps, été soutenu contre deutschemark, en raison des anticipations d'une hausse de 25 points de base du taux cible des fonds fédéraux, après la publication de plusieurs statistiques confirmant la vigueur de la croissance aux États-Unis (création de 250 000 emplois non agricoles et taux de chômage de 5,1 % en août, progression de 4,5 % des permis de construire et indice de confiance des consommateurs particulièrement élevé à 111,8 en septembre). M^{me} Yellen, du Système de réserve fédérale, a par ailleurs déclaré que les États-Unis sont désormais confrontés à un danger inflationniste. Enfin les injections répétées de liquidités par la Banque nationale suisse, ont contribué, en affaiblissant le franc suisse, à soutenir la devise américaine. Le maintien de ce taux cible à 5,25 %, après la réunion du Comité fédéral de l'*Open-market* du 24 septembre, n'a cependant entraîné qu'un repli momentané de la devise américaine. Le dollar a en effet bénéficié en fin de période, des inquiétudes sur la santé de M. Eltsine, de l'annonce d'une baisse du taux d'escompte en Suisse et du recul généralisé du deutschemark, en raison de l'optimisme des opérateurs concernant l'Union monétaire européenne. Enfin, MM. Tietmeyer, Rubin et Arthuis ont rappelé qu'ils étaient favorables à un dollar fort lors du G 7 de Washington.

Contre **yen**, le dollar a également fait preuve de fermeté, en liaison avec la réduction de 81 % de l'excédent commercial japonais entre le début du mois d'août 1995 (365 milliards de yens) et le début du mois d'août 1996 (69 milliards de yens). De plus, plusieurs éléments ont conduit à limiter les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire japonaise : le PIB japonais s'est contracté de 0,7 % au deuxième trimestre (contre une hausse de 3,0 % au premier trimestre) et la production industrielle s'est inscrite en repli de 1,9 % en août. Les autorités japonaises ont d'ailleurs indiqué qu'elles n'envisageaient pas de modifier leur politique monétaire. Enfin, la dernière partie du mois de septembre a été caractérisée par des mouvements de capitaux vers les marchés d'actifs américains, à l'occasion de la nouvelle période semestrielle financière japonaise.

Le **franc français** s'est replié de 1,9 % contre dollar, à la suite des déclarations, favorables à la monnaie américaine, des autorités monétaires à l'occasion du G 7 qui s'est tenu à Washington fin septembre. Il s'est, à l'inverse, apprécié contre le deutschemark, vis-à-vis duquel son taux de change est passé de 3,42 à 3,38.

Cette évolution favorable a fait suite au bon accueil réservé au sommet franco-allemand de Kempen et à la suite de la présentation du budget devant le Parlement (le gouvernement a annoncé un déficit de 238,7 milliards de francs pour 1997, soit 3 % du PIB). En toute fin de période, le franc a également été soutenu par l'optimisme des opérateurs sur l'Union monétaire, après la réunion informelle du Conseil Ecofin de Dublin, et par la publication de statistiques positives : l'excédent des paiements courants s'est établi à 8,2 milliards de francs en juin, l'inflation (chiffre définitif) est ressortie en baisse de 0,3 % en août (soit + 1,6 % en variation annuelle) et la

consommation des ménages a progressé de 3,0 % en août. L'annonce par la commission des comptes de la Sécurité sociale d'un déficit prévisionnel de 51,6 milliards de francs en 1996 et de 47,1 milliards en 1997, et la publication des chiffres du chômage (+ 39 500 demandeurs d'emploi en août, soit un taux de chômage de 12,6 %) n'ont eu qu'un impact temporaire sur notre devise. Le Conseil de la politique monétaire a abaissé le taux des appels d'offres, de 3,35 % à 3,25 % et le taux au jour le jour s'est inscrit en baisse de 1/16 %, à 3 7/16 %.

Le **deutschemark** a reculé vis-à-vis des devises du mécanisme de change européen, en liaison avec l'optimisme des opérateurs concernant l'Union monétaire. Sa dépréciation a été plus nette face à d'autres devises telles que la lire, la couronne suédoise et la livre sterling.

Le deutschemark a reculé vis-à-vis de la plupart des devises européennes en raison, dans un premier temps, des propos de MM. Welteke et Kuebacher indiquant que les taux allemands pourraient encore baisser si les conditions économiques le permettaient. Le rapport mensuel de la Banque fédérale d'Allemagne a indiqué que la croissance de M3, qui est ressortie à 8,7 % en août (en croissance annualisée), devrait encore se ralentir d'ici la fin de l'année. En fin de période, la devise allemande a également été affectée par des déclarations favorables à l'Union monétaire après le sommet franco-allemand de Kempten et par le bon accueil réservé aux décisions du sommet interministériel de Dublin ; les pays européens se sont en effet mis d'accord à cette occasion sur un pacte de stabilité en matière budgétaire et sur les modalités d'un système monétaire régulant les relations entre l'euro et les devises de l'Union qui ne participeront pas à la monnaie unique. Le Chancelier Kohl a, de plus, indiqué que les critères et la date prévus pour l'entrée en Union monétaire seront respectés. Enfin, l'annonce d'une diminution des prix de 0,1 % en septembre de l'inflation en Allemagne dans la partie occidentale a contribué à renforcer les anticipations d'un éventuel abaissement des taux directeurs et a donc pesé sur la devise allemande.

L'**écu** a fortement progressé grâce aux avancées de la construction monétaire européenne. L'écu a ainsi atteint son meilleur niveau contre deutschemark depuis octobre 1994 (à 1,9125), tandis que la décote entre l'écu officiel et l'écu privé baissait jusqu'à 0,35 % (son meilleur niveau depuis janvier 1995).

Le **franc suisse** a enregistré une évolution heurtée. Il s'est, dans un premier temps, raffermi, après les déclarations d'un membre du directoire de la Banque centrale, M. Gehrig, indiquant qu'une dépréciation importante du franc suisse sur le long terme constituerait un « risque désastreux » pour la stabilité des prix en Suisse. Par la suite, en revanche, les apports réguliers de liquidité par la Banque nationale suisse et la baisse du taux d'escompte (de 1,5 % à 1,0 %) ont contribué à un affaiblissement de la devise helvétique, même si le président de la Banque nationale a indiqué que les possibilités de baisse de taux étaient désormais limitées.

La **livre sterling** s'est appréciée contre franc français, grâce à la bonne tenue du dollar et à la hausse du prix du pétrole. De plus, la devise britannique fait actuellement l'objet de recommandations d'achats de la part des maisons d'investissement, en raison de l'écart de rendement avec les taux allemands ; cet écart pourrait d'ailleurs encore s'élargir puisque la publication récente de données économiques favorables laisse penser aux opérateurs que le prochain mouvement de taux de la Banque d'Angleterre sera à la hausse. En effet, la production a

augmenté de 0,5 % en juillet (soit + 0,3 % en rythme annuel) et le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 15 600 en août, soit un taux de chômage de 7,5 % (contre 7,6 % en juillet).

La **lire** a progressé contre franc français, tirant profit de l'effritement général du deutschemark et des spéculations d'un retour de la devise italienne dans le MCE. La faible progression de l'inflation au mois d'août (+ 0,1 %, soit + 3,4 % en rythme annuel, ce qui constitue le plus faible taux d'inflation depuis 1969) a également contribué à la bonne tenue de la devise italienne. La fermeté de la lire a été particulièrement nette en fin de période, en raison du regain d'optimisme des opérateurs sur l'éventualité, pour l'Italie, de respecter le critère de Maastricht en matière de déficit budgétaire. Le projet de budget pour 1997 prévoit, en effet, une réduction du déficit de 62 500 milliards de lires (soit environ 208 milliards de francs), grâce entre autres à un impôt supplémentaire exceptionnel de 13 000 milliards de lires. La lire s'est ainsi traitée jusqu'à 996 pour 1 deutschemark, soit son meilleur niveau depuis août 1994, à la faveur notamment, d'importants achats de titres italiens par des fonds d'investissement.

La **couronne suédoise** a progressé sur la période, soutenue par la bonne tenue du marché obligataire suédois. La baisse de 0,4 % des prix à la consommation en août (soit + 0,3 % en rythme annuel) a, en effet, suscité des anticipations de nouvelles baisses des taux. De plus, la présentation du budget 1997, qui prévoit un déficit limité à 2,6 % du PIB (contre 4,0 % en 1996), a également contribué à la bonne tenue de la devise suédoise. En fin de période, cependant, quelques dégagements en faveur du deutschemark ont pu être observés, après l'annonce par la Banque centrale de Suède de sa décision de mettre en place une politique d'achats et de ventes régulières de devises ; cette annonce a en effet été interprétée comme le signe que le potentiel d'appréciation de la devise suédoise est désormais limité. La Banque centrale a abaissé le taux de ses appels d'offres à deux reprises (de 5,25 % à 5,15 % et de 5,15 % à 5,05 %).

Le **mark finlandais** a bien réagi aux propos du Premier ministre, indiquant que la monnaie était mûre pour l'entrée en UEM. La Banque de Finlande a abaissé le taux de ses appels d'offres, de 3,25 % à 3,10 %.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		30 août 1996	30 septembre 1996	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,074	5,1715	1,92
Écu privé.....	1 XEU	6,445	6,459	0,22
Allemagne.....	100 DEM	342,19	338,45	- 1,09
Belgique.....	100 BEF	16,614	16,441	- 1,04
Pays-Bas	100 NLG	305,21	301,74	- 1,14
Danemark.....	100 DKK	88,51	88,13	- 0,43
Espagne.....	100 ESP	4,048	4,023	- 0,61
Portugal.....	100 PTE	3,335	3,325	- 0,30
Irlande.....	1 IEP	8,207	8,2715	0,79
Royaume-Uni.....	1 GBP	7,8965	8,0785	2,30
Italie	1000 ITL	3,3515	3,388	1,09
Grèce.....	100 GRD	2,138	2,1435	0,23
Suède	100 SEK	76,53	77,96	1,87
Finlande	100 FIM	112,91	113,02	0,10
Autriche	100 ATS	48,63	48,111	- 1,07
Norvège	100 NOK	79,01	79,41	0,51
Suisse	100 CHF	421,89	411,16	- 2,54
Japon.....	100 JPY	4,6641	4,6332	- 0,66

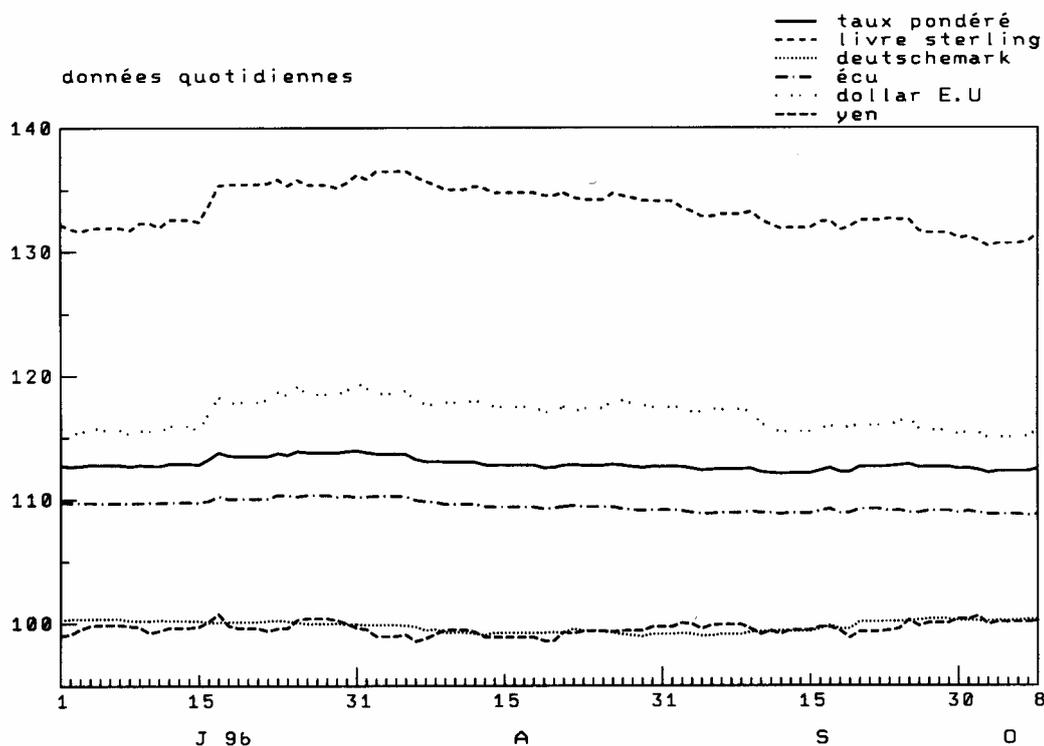
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	30 août 1996	30 septembre 1996	30 août 1996	30 septembre 1996
Dollar	5,34	5,375	5,51	5,50
Livre sterling	5,75	5,875	5,75	5,812
Deutschemark	3,06	3,03	3,09	3,07
Franc suisse	2,062	1,375	2,125	1,375
Franc français	3,71	3,47	3,95	3,46

Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31
 Mise à jour le 30 septembre 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.

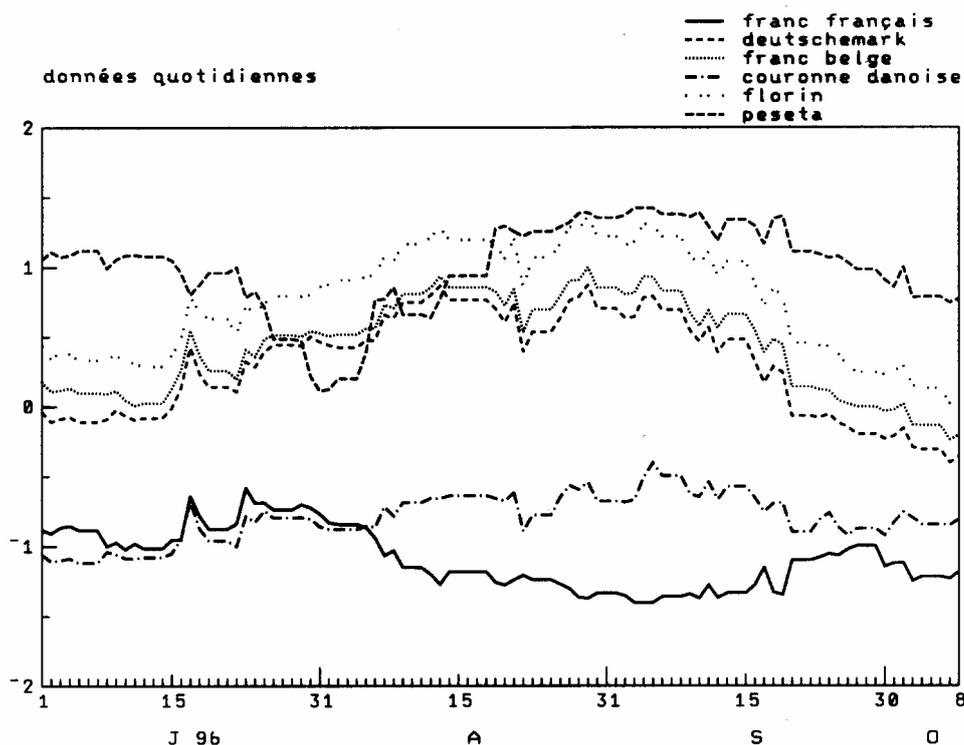
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 8 octobre 1996

Depuis la fin du mois d'août, le franc français est resté stable par rapport à l'écu, mais il s'est sensiblement raffermi vis-à-vis du deutschemark. Le dollar et la livre sterling ont continué de se redresser. De son côté, le yen a peu varié d'une fin de période à l'autre.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

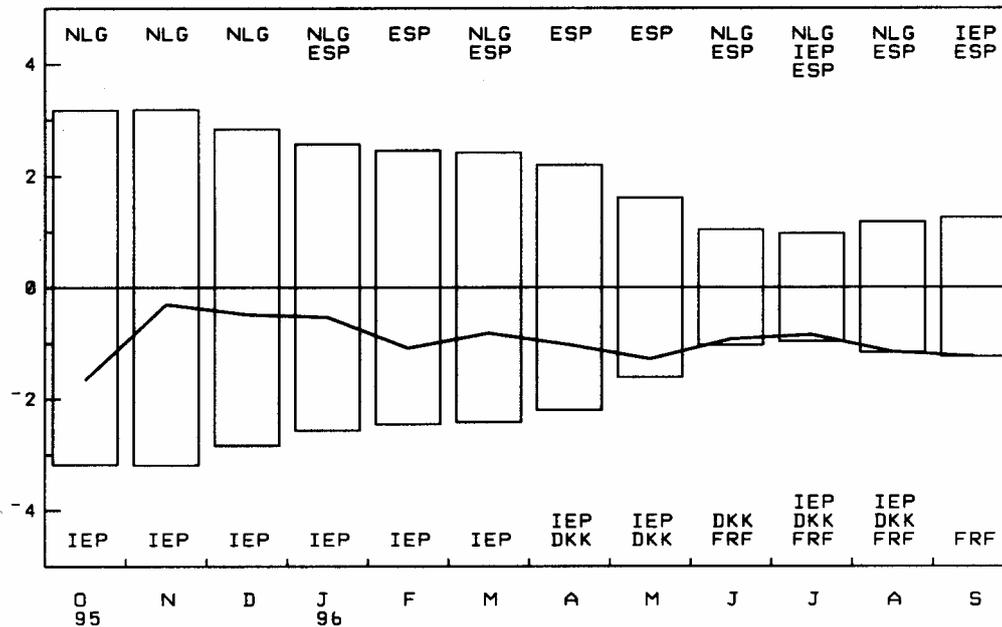
Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 8 octobre 1996

Durant la période sous revue, la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a eu tendance à se rapprocher de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. La peseta a, quant à elle, maintenu sa position en tête des monnaies participant au mécanisme de change européen.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



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

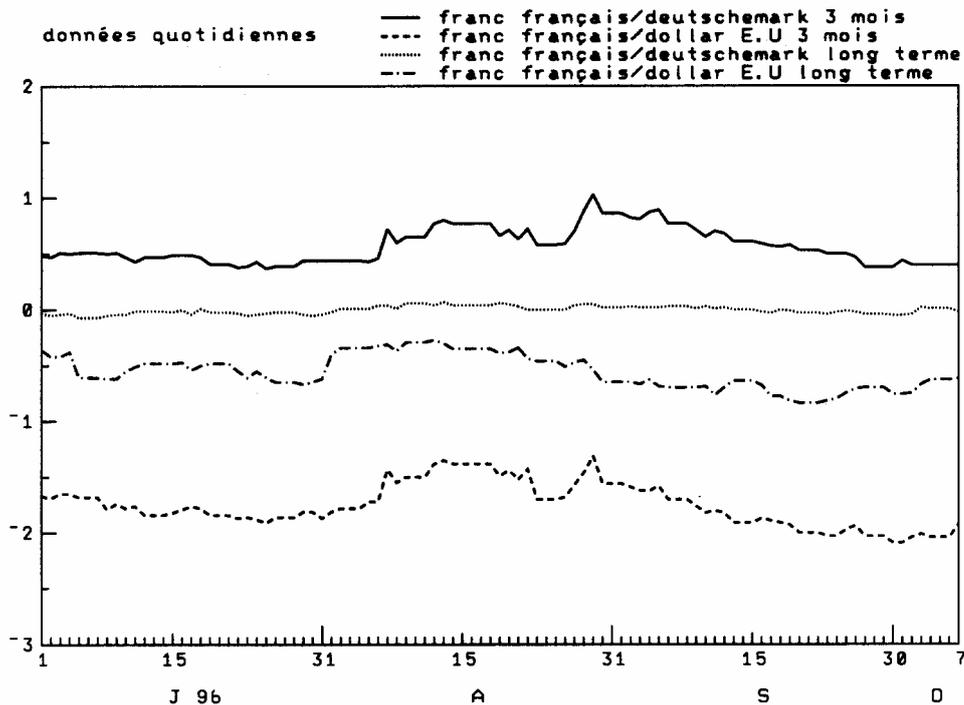
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

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

Mise à jour le 8 octobre 1996

À l'intérieur de la bande communautaire, la peseta et le florin, qui ont enregistré les écarts positifs moyens les plus importants, ont été durant le mois de septembre en opposition avec le franc français. Globalement, l'écart entre les extrêmes a peu augmenté.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



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

Mise à jour le 8 octobre 1996

Depuis la fin du mois d'août, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est sensiblement réduit, sous l'effet de la baisse des taux français. De même, l'écart négatif entre les taux à court terme français et américains s'est quelque peu creusé.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands est resté quasiment nul, les taux ayant diminué dans les mêmes proportions dans les deux pays. De son côté, l'écart de taux entre la France et les États-Unis a peu varié entre fin août et début octobre, la baisse des taux américains, faible en début de période, s'étant accentuée après la mi-septembre.

3.3. Le marché de l'or

Le cours de l'or a continué de refluer et clôture à 379 dollars l'once, soit son plus bas niveau depuis septembre 1995. Le métal fin a cependant été soutenu par la résurgence de tensions entre les États-Unis et l'Irak et par la décision du Comité fédéral d'*Open market* (FOMC) de laisser les taux directeurs américains inchangés. Néanmoins, des vagues successives de vente des fonds d'investissement, relayées par de nouvelles ventes à terme des producteurs, ont pesé sur le prix du métal fin. Le repli du cours s'est effectué dans le contexte des réunions organisées par le Fonds monétaire international (FMI) sur l'opportunité de ventes d'une partie de son stock.

COURS DE L'OR			
	Au 30 août 1996	Au 30 septembre 1996	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	62 700,00	62 800,00	0,16
Lingot (le kg).....	63 400,00	63 400,00	0,00
<i>Pièces</i>			
Napoléon	363,00	361,00	- 0,55
Vreneli	363,00	360,00	- 0,83
Union latine	364,00	362,00	- 0,55
Souverain.....	470,00	463,00	- 1,49
20 dollars	120,25	118,25	- 1,66
Peso mexicain.....	2 370,00	2 335,00	- 1,48
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	386,45	379,00	- 1,93
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35			
			Mise à jour le 30 septembre 1996

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en septembre 1996

Les indicateurs

En septembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont progressé de 0,4 %, après une baisse de 0,3 % en août. Sur un an, le glissement s'établit à 1,6 %, comme le mois précédent.

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a diminué de 0,4 %, en volume (au prix de l'année 1980), au deuxième trimestre 1996, après une progression de 1,1 % au premier trimestre. À la fin du deuxième trimestre, l'acquis de croissance est de 0,6 %.

L'activité dans le BTP s'est stabilisée au troisième trimestre, par rapport au trimestre précédent, mais reste inférieure à celle du troisième trimestre 1995. Sur les huit premiers mois de l'année, le nombre de logements commencés est en recul de 5,1 % par rapport à la période correspondante de 1995.

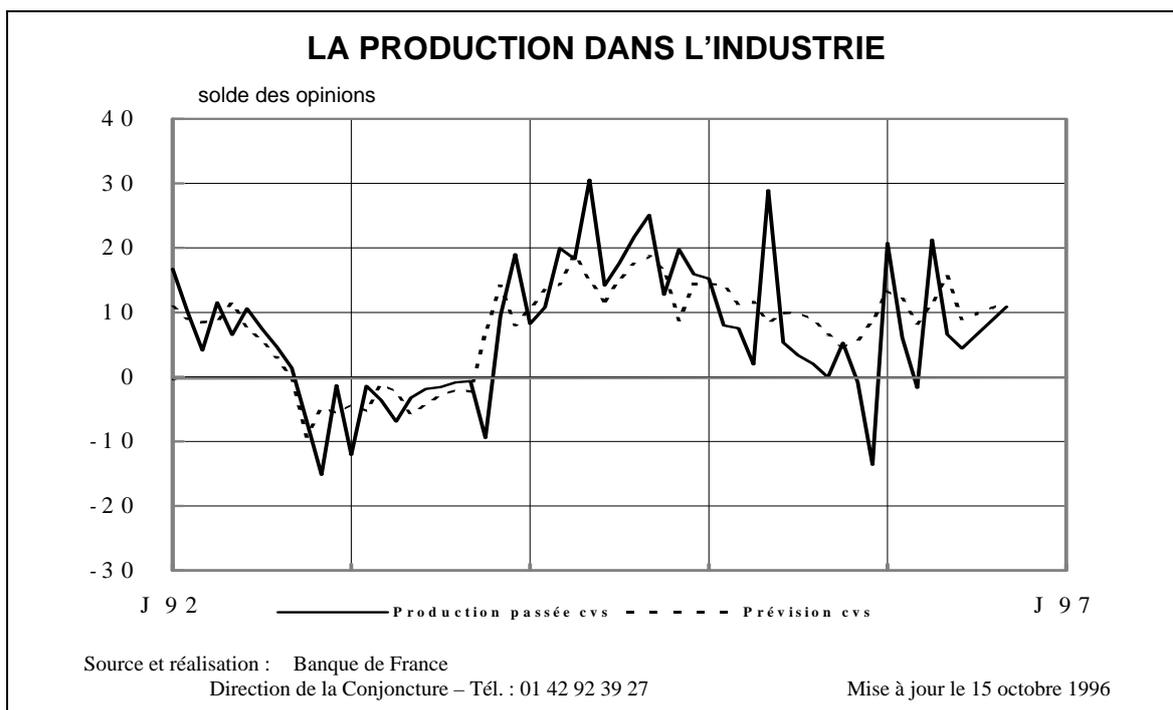
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles est resté inchangé au cours du deuxième trimestre 1996, pour le troisième trimestre consécutif, et s'établit à 13 354 800 emplois.

En août, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a augmenté de 1,3 % et atteint 3 085 100 personnes. En glissement annuel, il progresse de 5,3 %.

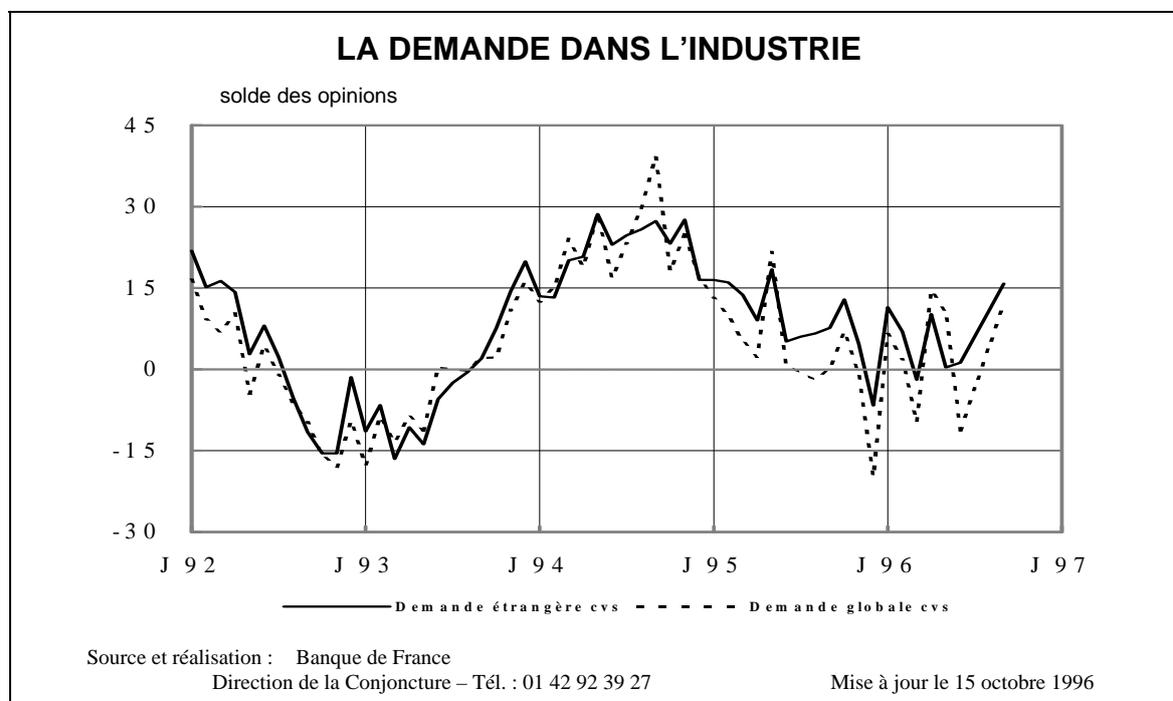
Le taux de chômage, au sens du BIT, s'élève à 12,6 % de la population active en août, contre 12,5 % en juillet. Sur un an, le taux de chômage progresse de 1 point.

En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* s'est redressée dans l'ensemble. L'activité a progressé fortement dans l'automobile, plus modérément dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels, et s'est stabilisée dans les industries agro-alimentaires et les biens de consommation.

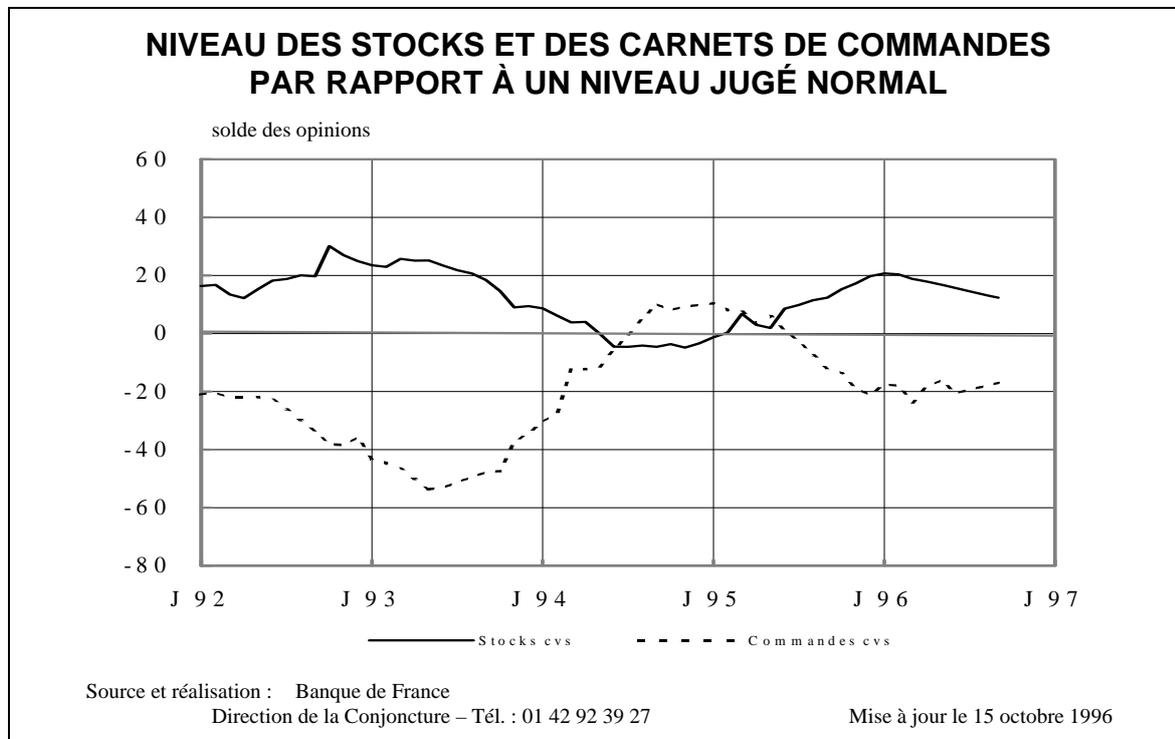
Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France



En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* s'est redressée dans l'ensemble. L'activité a progressé fortement dans l'automobile, plus modérément dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels ; elle s'est stabilisée dans les industries agro-alimentaires et les biens de consommation.



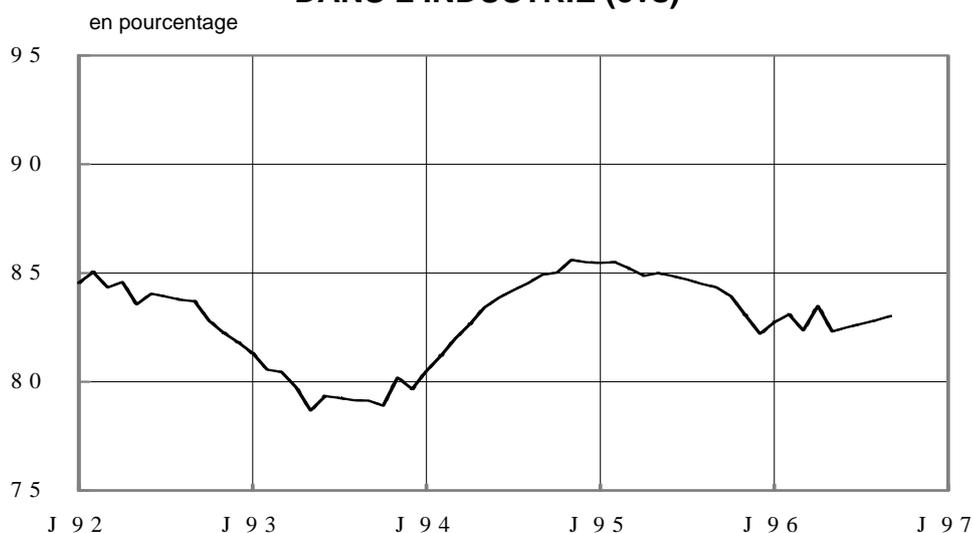
La *demande globale* s'est renforcée, grâce surtout au dynamisme des ventes sur les marchés lointains. La faiblesse de la conjoncture européenne a conduit les chefs d'entreprise à intensifier leurs actions commerciales en direction de la grande exportation : des parts de marché ont été gagnées aux États-Unis, en liaison avec l'appréciation du dollar, en Asie et en Amérique latine. Sur le marché interne, le courant d'ordres demeure peu soutenu, qu'il émane de la demande interindustrielle, affectée par la faiblesse de l'investissement, ou de la demande finale.



Les *carnets de commandes*, inférieurs à la normale, se sont dégarnis dans tous les secteurs à l'exception des biens intermédiaires où ils demeurent toutefois insuffisants. Les *stocks* sont encore jugés supérieurs à la normale, sauf dans l'automobile où ils sont désormais inférieurs au niveau désiré.

Au cours des prochains mois, on ne s'attend pas à une progression importante de l'activité. Des progrès devraient être enregistrés dans les biens d'équipement et les industries agro-alimentaires, alors qu'un recul sensible interviendrait dans l'automobile.

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



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

Mise à jour le 15 octobre 1996

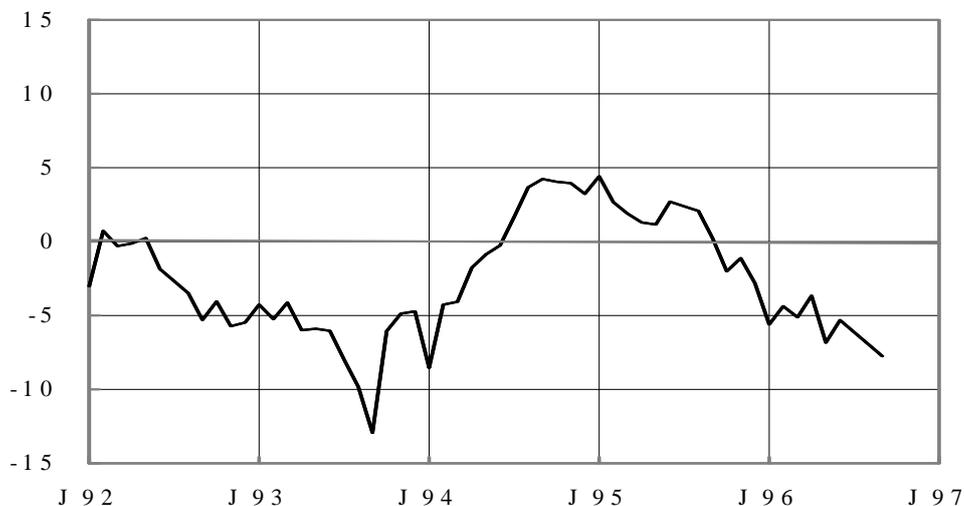
Le taux d'utilisation des capacités de production a légèrement augmenté.

À l'exception de quelques produits (notamment le pétrole et la pâte à papier), les cours des matières premières sont orientés à la baisse. Les *prix* des produits finis se sont, dans l'ensemble, maintenus en dépit de l'intensité de la concurrence ; des reculs continuent cependant d'être observés dans l'automobile et dans diverses branches des biens intermédiaires.

En matière d'*investissement*, les dépenses demeurent limitées ; elles sont essentiellement le fait des grandes entreprises et concernent avant tout l'amélioration de la productivité. Les projets pour l'année 1997 ne sont pas encore arrêtés.

LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)

solde des opinions



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

Mise à jour le 15 octobre 1996

L'*activité commerciale*, qui avait vivement progressé en août, a fléchi en septembre, malgré une croissance exceptionnelle des ventes d'automobiles.

Au troisième trimestre, l'*activité du BTP* (en données brutes) s'est stabilisée par rapport au trimestre précédent, mais reste inférieure à celle du trimestre correspondant de 1995.

Les *effectifs* n'ont guère varié dans l'industrie, à l'exception des secteurs de l'automobile et des biens de consommation où ils se sont réduits ; ils se sont contractés dans le bâtiment mais sont restés inchangés dans le commerce et les services marchands. Après la période estivale, favorable à l'embauche de personnels saisonniers, de nombreux contrats à durée déterminée n'ont pas été renouvelés à l'échéance. Le chômage partiel s'est accru et les plans sociaux se sont faits plus nombreux. Soucieuses d'augmenter la flexibilité de la main-d'œuvre, certaines entreprises recourent largement aux travailleurs intérimaires.

4.2. La balance des paiements en juillet 1996

En juillet 1996, les opérations du compte de transactions courantes ont dégagé un excédent de 8,5 milliards de francs, en données brutes, très largement supérieur à celui réalisé en juin (3,2 milliards). En données cvs, en revanche, l'excédent s'inscrit en net repli par rapport au mois précédent, un solde tout juste équilibré succédant à un excédent de 8,2 milliards de francs. Au total, sur les sept premiers mois de l'année, l'excédent en données brutes du compte de transactions courantes est très proche de celui qui a été enregistré durant la période correspondante de l'année précédente (58,6 milliards de francs, au lieu de 60,6 milliards).

Sur une base brute, l'excédent des biens a légèrement progressé en juillet (7,8 milliards de francs, au lieu de 6,8 milliards en juin et 5,9 milliards en juillet 1995), et les opérations liées aux voyages ont engendré un excédent en hausse sensible, grâce à une progression des recettes de 5,2 milliards de francs, plus ample que celle des dépenses (+ 3 milliards). Les revenus, notamment ceux d'investissement, se sont redressés d'un mois à l'autre, leur déficit se réduisant de 4,9 milliards de francs à 1,8 milliard.

Le compte financier se solde, en juillet, par des sorties de 12,5 milliards de francs, imputables aux « autres investissements », notamment du secteur bancaire. À l'origine de sorties les mois précédents, du fait de la vigueur des investissements des entreprises françaises à l'étranger, les investissements directs nets se traduisent, ce mois-ci, par des entrées relativement importantes, de 7,3 milliards de francs. Des entrées sont enregistrées également pour les investissements de portefeuille, qui dégagent en juillet le premier solde mensuel positif de 1996 (2,8 milliards de francs). Si les résidents ont poursuivi, à un rythme moindre que les mois précédents, leurs achats de titres étrangers (-15,6 milliards de francs), les non-résidents, pour le deuxième mois consécutif, ont investi sur le marché français (18,4 milliards), en privilégiant notamment des obligations autres que celles du Trésor (45 milliards), les valeurs du Trésor continuant à être soumises à un flux vendeur, de 27,9 milliards.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
Méthodologie au 1^{er} janvier 1996 (a)								
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	7 mois	7 mois
	1995 (b)	1996 (c)	1996 (d)	1996 (d)	1996 (d)	1996 (d)	1995 (b)	1996 (d)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	81 416	5 868	4 465	8 602	3 188	8 548	60 596	58 522
<i>Biens</i>	55 786	12 448	5 154	6 945	6 777	7 809	36 040	46 569
<i>Services</i>	71 932	7 985	6 540	3 805	7 835	9 960	45 358	40 573
<i>Autres biens et services</i>	17 909	585	400	400	500	600	10 701	3 985
<i>Total « biens et services »</i>	145 627	21 018	12 094	11 150	15 112	18 369	92 099	91 127
<i>Revenus</i>	-23 791	-10 192	-3 374	2 821	-4 932	-1 778	-17 826	-20 194
<i>Transferts courants</i>	-40 420	-4 958	-4 255	-5 369	-6 992	-8 043	-13 677	-12 411
COMPTE DE CAPITAL	-895	-38	-83	-111	-76	-34	-399	-405
COMPTE FINANCIER	-104 122	-23 438	-15 626	-16 322	-190	-12 487	-69 203	-96 216
<i>Investissements directs</i>	24 276	-5 950	1 016	-8 881	-9 604	7 264	12 342	-14 183
– français à l'étranger	-93 913	-16 734	-5 890	-15 448	-14 742	-3 624	-44 310	-73 399
– étrangers en France	118 189	10 784	6 906	6 567	5 138	10 888	56 652	59 216
<i>Investissements de portefeuille</i>	-10 591	-93 715	-2 133	-61 658	-20 321	2 778	24 750	-283 750
– avoirs	-74 916	-50 429	-971	-48 318	-31 497	-15 631	-37 227	-213 425
– engagements	64 325	-43 286	-1 162	-13 340	11 176	18 409	61 977	-70 325
<i>Autres investissements</i>	-114 159	76 281	-14 341	54 209	29 727	-22 510	-103 719	202 064
– avoirs	-212 181	40 739	28 739	79 139	-23 340	-74 789	-212 192	11 932
– engagements	98 022	35 542	-43 080	-24 930	53 067	52 279	108 473	190 132
<i>Avoirs de réserve</i>	-3 648	-54	-168	8	8	-19	-2 576	-347
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	23 601	17 608	11 244	7 831	-2 922	3 973	9 006	38 099

(a) Cf. présentation des changements méthodologiques dans *Bulletin de la Banque de France* n° 28 (avril 1996)
 (b) Chiffres définitifs (c) Chiffres semi-définitifs (d) Chiffres provisoires
 Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 8 octobre 1996

4.2.1. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes, en données cvs, revient de 8,2 milliards de francs en juin à + 0,1 milliard. Cette évolution, intervenue malgré les bons résultats enregistrés sur les échanges de services, est liée pour l'essentiel à la réduction du solde des biens, et à la résorption du déficit des revenus. En cumul sur les sept premiers mois (données cvs), l'excédent des transactions courantes (+ 58,6 milliards de francs) dépasse très légèrement le cumul de 1995 (+ 58,2 milliards).

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE					
Compte de transactions courantes et compte de capital					
Méthodologie au 1^{er} janvier 1996					
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>					
	Année	Juin	Juillet	Cumul	Cumul
	1995	1996	1996	7 mois	7 mois
	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	81 416	3 188	8 548	60 596	58 522
Biens	55 786	6 777	7 809	36 040	46 569
<i>Marchandises générales</i>	<i>47 427</i>	<i>5 993</i>	<i>7 049</i>	<i>30 512</i>	<i>41 009</i>
Services	71 932	7 835	9 960	45 358	40 573
<i>Transports</i>	<i>-8 020</i>	<i>-361</i>	<i>-426</i>	<i>-5 400</i>	<i>-4 341</i>
– Transports maritimes	-5 456	-438	-271	-3 285	-3 001
– Transports aériens	-2 564	77	-155	-2 115	-1 340
– Autres	4 101	207	533	2 895	2 359
<i>Voyages</i>	<i>55 894</i>	<i>6 510</i>	<i>8 899</i>	<i>36 883</i>	<i>34 215</i>
<i>Services techniques</i>	<i>7 253</i>	<i>1 274</i>	<i>-334</i>	<i>294</i>	<i>3 801</i>
<i>Autres services</i>	<i>-3 824</i>	<i>188</i>	<i>-372</i>	<i>-1 770</i>	<i>-3 098</i>
Autres biens et services	17 909	500	600	10 701	3 985
Total « Biens et services »	145 627	15 112	18 369	92 099	91 127
Revenus	-23 791	-4 932	-1 778	-17 826	-20 194
Transferts courants	-40 420	-6 992	-8 043	-13 677	-12 411
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	<i>-39 586</i>	<i>-6 809</i>	<i>-6 420</i>	<i>-10 834</i>	<i>-9 339</i>
COMPTE DE CAPITAL	-895	-76	-34	-399	-405
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	<i>-435</i>	<i>132</i>	<i>-31</i>	<i>-75</i>	<i>-22</i>
<i>(données cvs-cjo – en millions de francs)</i>					
	Année	Juin	Juillet	Cumul	Cumul
	1995	1996	1996	7 mois	7 mois
	(a)	(b)	(b)	(a)	(b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	79 681	8 175	98	58 224	58 568
Biens	55 841	7 359	2 783	34 455	43 675
<i>Marchandises générales</i>	<i>47 227</i>	<i>6 343</i>	<i>1 883</i>	<i>28 553</i>	<i>37 837</i>
Services	71 660	5 501	7 563	43 728	39 007
<i>Transports maritimes</i>	<i>-5 418</i>	<i>-378</i>	<i>-499</i>	<i>-3 037</i>	<i>-2 754</i>
<i>Transports aériens</i>	<i>-2 417</i>	<i>-164</i>	<i>-550</i>	<i>-1 101</i>	<i>-329</i>
<i>Voyages</i>	<i>56 031</i>	<i>4 089</i>	<i>5 096</i>	<i>34 315</i>	<i>31 363</i>
Autres biens et services	18 011	476	516	11 154	4 220
Revenus	-25 018	-6 884	-2 649	-6 692	-6 730
Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)	-41 537	-6 410	-5 052	-17 500	-19 132
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires					
Source et réalisation : Banque de France					
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85					
Mise à jour le 8 octobre 1996					

4.2.1.1. Les principales évolutions du commerce extérieur de marchandises en juillet 1996 (source Douanes)

Évolution globale (en données FAB-FAB cvs)

Avec 11,1 milliards de francs, l'excédent commercial de juillet égale pratiquement la performance du mois de mai (11,3 milliards), et se situe nettement au-dessus de la moyenne des six derniers mois (8,9 milliards). Le mois de juillet est marqué par une reprise des exportations (120,3 milliards de francs, après 118,4 milliards en juin, soit + 1,6 %) plus forte que celle des importations (109,2 milliards, après 108,6 milliards en juin, soit + 0,5 %) ; dans les deux cas, toutefois, les échanges demeurent à un niveau inférieur à celui qui avait été atteint en mai (respectivement 123,2 milliards de francs et 111,9 milliards).

L'excédent cumulé sur les sept premiers mois s'élève à 64,4 milliards de francs, niveau supérieur à celui atteint sur la période correspondante de 1995 (57,6 milliards) ; sur les douze derniers mois, il atteint 106,5 milliards, contre 100,5 milliards au cours de la période correspondante arrêtée à juillet 1995.

Orientation géographique : retour à un niveau élevé de l'excédent sur l'Union européenne, partiellement compensé par un déficit accru sur le reste de l'OCDE (en données CAF-FAB cvs)

Les faits les plus marquants sont les suivants.

– Retour à un excédent élevé vis-à-vis de l'*Union européenne*, à + 4,4 milliards de francs par comparaison avec le solde du mois de juin (+ 2,7 milliards), du fait de la progression des exportations (+ 2,6 %) et d'une stagnation des importations (+ 0,3 %). Cette évolution place l'excédent au-dessus de la moyenne des douze derniers mois (+ 2,7 milliards de francs).

Le solde bilatéral avec l'*Allemagne* s'améliore : les exportations françaises s'accroissent de 2,8 %, ce qui se traduit, compte tenu de la stabilité des importations, par une augmentation de l'excédent, à 1 milliard de francs (contre 0,6 milliard en juin). Se confirme ainsi le très net redressement du solde des échanges avec ce pays, positif de 4 milliards de francs sur les sept premiers mois de 1996, contre un déficit de 3,6 milliards l'année précédente.

Le solde vis-à-vis de l'*UEBL* se retourne à + 0,9 milliard de francs (contre – 0,1 milliard en juin), sous l'effet d'exportations exceptionnelles de produits intermédiaires sidérurgiques.

La poussée des exportations de 5,4 %, alors que les importations croissent plus modestement à + 0,3 %, explique que le solde des échanges avec l'*Italie* rejoint l'équilibre, après avoir été en déficit depuis le début de l'année. Les effets de l'appréciation de la lire semblent ainsi commencer à se manifester ; toutefois, le déficit des échanges avec ce pays s'est creusé, au cours des sept premiers mois de 1996, par rapport à l'année précédente (– 4,9 milliards de francs, contre – 1,1 milliard sur la période correspondante de 1995).

L'excédent vis-à-vis du *Royaume-Uni* se maintient, comme en juin, à 2,5 milliards de francs. En revanche, celui des échanges avec l'*Espagne* recule à 0,8 milliard de francs (1,1 milliard en juin).

– Augmentation du déficit avec les *autres pays de l'OCDE* (3 milliards de francs, contre 1,4 milliard) pour le deuxième mois consécutif, en raison d'une nette contraction des exportations (– 7,1 %) et d'une augmentation des importations (+ 1,7 %). Le déficit à l'égard de la zone dépasse largement, en juillet, la moyenne enregistrée pour les douze derniers mois (– 2,3 milliards de francs).

Les exportations vers les *États-Unis* reculent de 14,6 %, alors que les importations s'accroissent légèrement (+ 1,1 %), ce qui se traduit par un doublement du déficit, à 2,1 milliards de francs en juillet, contre 0,9 milliard en juin. Le déficit envers le *Japon* s'accroît, à 1,4 milliard de francs, contre 1 milliard en juin.

– Léger retournement du solde des échanges avec les *pays d'Asie à économies en développement rapide*, une nouvelle contraction des exportations (– 1,8 %) et un accroissement de 2,5 % des importations ayant engendré un déficit de 0,2 milliard de francs, après un excédent de 0,1 milliard le mois précédent. Les échanges avec ces pays demeurent moins bien orientés qu'en 1995, un déficit de 2,3 milliards de francs étant enregistré sur sept mois, au lieu d'un excédent de 7,5 milliards sur la même période de 1995.

– Net accroissement de l'excédent sur l'*Afrique*, à 1,4 milliard de francs, contre + 1,1 milliard en juin, dans un volume d'échanges soutenu ; les exportations progressent de + 3,7 % et les importations se contractent de 3,2 %. Le solde reste toutefois en dessous de la moyenne des douze derniers mois (+ 2 milliards de francs).

– Amélioration du solde avec les *pays de l'Est*, à + 0,2 milliard de francs (contre un déficit de 0,4 milliard en juin). L'amélioration est principalement due au ralentissement des achats de matières premières énergétiques, essentiellement sous forme de gaz naturel.

– Apparition d'un excédent des échanges avec les *pays du Moyen-Orient*, à 0,5 milliard de francs, vis-à-vis desquels le solde avait été à l'équilibre les trois derniers mois. La reprise des exportations (+ 26 %) serait due à des échanges de matériel militaire.

Évolution par produits :
maintien à un niveau élevé des échanges de biens d'équipement professionnelset accroissement du solde agro-alimentaire (en données CAF-FAB cvs)

Les évolutions suivantes peuvent être retenues.

– Reflux de l'excédent des *biens d'équipement professionnels* à un niveau toutefois encore élevé (5 milliards de francs, après 6,5 milliards en juin), en dépit de moindres livraisons d'Airbus (5 appareils pour 1,7 milliard, contre 11 unités pour 4,5 milliards en juin) ; l'excédent demeure toutefois au-dessus de la moyenne des douze derniers mois (4 milliards de francs).

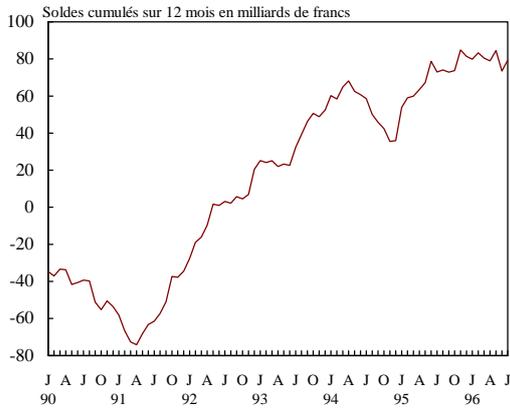
– Stabilité du solde des *produits énergétiques* à – 5,7 milliards de francs (– 5,8 milliards en juin), dans un contexte de contraction plus marquée des exportations (– 13,0 %) que des importations (– 6,3 %).

– Léger repli de l'excédent de l'ensemble des *échanges automobiles* (y compris les pièces détachées) à 1,7 milliard de francs, après 1,9 milliard en juin, avec une évolution différente de ses composantes. En effet, le poste de l'*équipement automobile des ménages* enregistre un déficit de 0,5 milliard de francs, après un équilibre en juin, sous l'effet d'une augmentation des importations de 4,1 %, liée à l'approche de la fin des mesures gouvernementales de soutien de la demande automobile. Le solde est ainsi passé en dessous de sa moyenne des douze derniers mois (0,3 milliard de francs).

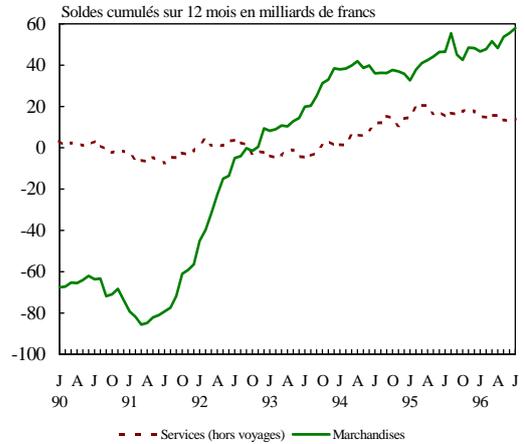
En revanche, les échanges de *pièces détachées et de véhicules utilitaires* dégagent un excédent de 2,2 milliards de francs, contre + 1,9 milliard en juin, essentiellement sous l'effet d'une contraction des importations de 7,3 %. L'excédent se situe ainsi au niveau de la moyenne enregistrée sur les douze derniers mois (+ 2,1 milliards de francs).

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

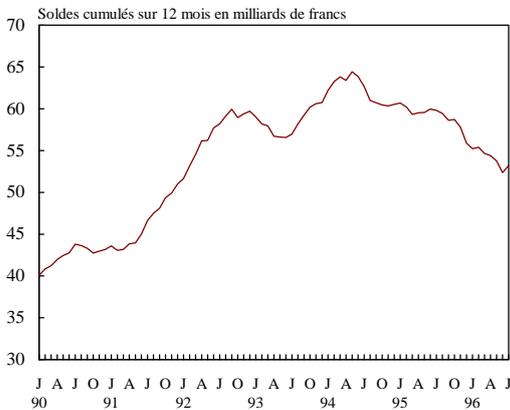
Transactions courantes



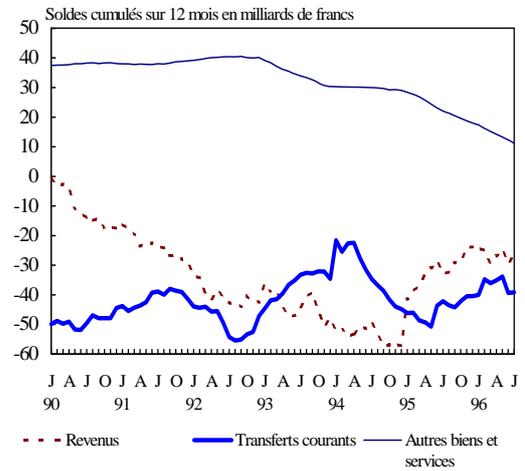
Marchandises et services (hors voyages)



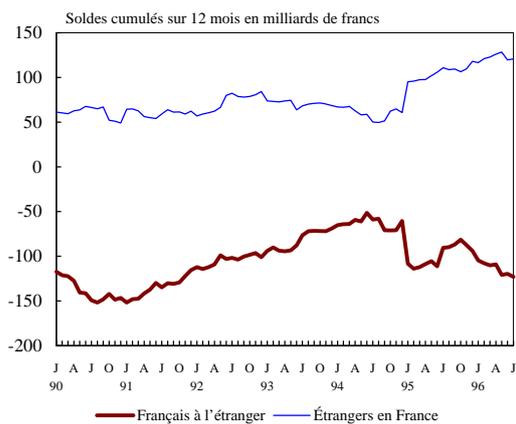
Voyages



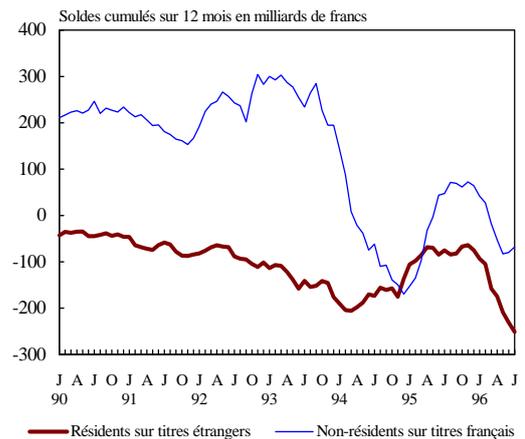
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



Changement de méthodologie au 1^{er} janvier 1996

(a) Un signe négatif = augmentation d'avoirs

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 8 octobre 1996

– Forte progression de l'excédent *agro-alimentaire* (4,6 milliards de francs, contre 3,3 milliards) qui s'établit au-dessus de ses niveaux moyens des six derniers mois et douze derniers mois (respectivement 4,3 milliards et 4,4 milliards), sous l'effet d'une hausse des exportations de 3,9 % et d'un recul des importations de 4,0 % ; ces évolutions concernent à la fois les produits bruts et les produits élaborés. Les excédents respectifs de ces deux catégories s'accroissent, d'une part, de 1,1 milliard de francs à 1,5 milliard et, d'autre part, de 2,3 milliards à 3,1 milliards.

– Amélioration sensible du solde des échanges des *biens intermédiaires*, à 1,5 milliard de francs, en particulier du fait de livraisons vers l'UEBL, les moyennes des trois derniers mois et douze derniers mois s'établissant, respectivement, à + 0,5 milliard de francs et à – 0,7 milliard.

– Stabilisation du solde des *biens de consommation*, à – 0,1 milliard de francs, dans des volumes d'échanges également en stagnation d'un mois à l'autre. Ce résultat correspond à la moyenne des six derniers mois (– 0,1 milliard de francs).

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

Ce poste, qui regroupe à présent les lignes *marchandises générales*¹, *avitaillement* et *travail à façon*, et *réparations*, est, en données cvs, excédentaire de 2,8 milliards de francs en juillet (après un solde de + 7,4 milliards en juin).

Le cumul des sept premiers mois de l'année 1996 ressort ainsi à + 43,7 milliards de francs, soit en nette progression par rapport au résultat de la période correspondante de 1995 (+ 34,5 milliards).

Les services (en données cvs)

L'excédent des services progresse en juillet (7,6 milliards de francs, contre 5,5 milliards en juin), essentiellement sous l'effet de la forte amélioration du résultat des voyages (+ 5,1 milliards, après + 4,1 milliards en juin) et des services de construction (+ 1,7 milliard, contre + 0,4 milliard). Toutefois, le résultat en cumul sur les sept premiers mois de l'année s'inscrit en retrait par rapport à la période correspondante de 1995 (+ 39 milliards de francs, au lieu d'un excédent de 43,7 milliards).

Ce retrait concerne en premier lieu les *voyages*, qui reviennent de 34,3 milliards de francs à 31,4 milliards. Il marque un accroissement des dépenses des Français à l'étranger (+ 9,1 %), alors que les recettes se stabilisent à un niveau voisin de 1995 (+ 1,0 %).

Le retrait de l'excédent du *négoce* (6 milliards de francs, contre 10,6 milliards sur la même période correspondante de 1995) s'explique par une diminution des échanges intra-groupes dans le domaine automobile et le non-renouvellement, cette année, de livraisons de matériel ferroviaire qui avaient contribué à accroître le solde de l'année 1995.

La tendance, observée depuis la fin de l'année 1995, à l'effritement du solde des *services d'assurances* se poursuit au mois de juillet. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde revient de + 1,3 milliard de francs à – 0,8 milliard. La renégociation à la baisse des primes sur le marché mondial de la réassurance, principale composante de la ligne, entamée à la fin de 1995, se poursuit en 1996 et se traduit par la stagnation des recettes, alors que les décaissements au titre des indemnisations ont été très forts en début d'année.

L'affaiblissement des recettes des *redevances et droits de licences* explique le recul du solde à – 2,7 milliards de francs, au lieu de – 1,2 milliard sur les sept premiers mois de 1995. Ce mouvement concerne les licences et droits d'auteur comme les redevances sur brevets.

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.

En revanche, le solde des échanges au titre des *services techniques*, qui regroupent en particulier les règlements relatifs à des frais de recherche et à la facturation de prestations d'assistance technique ¹, enregistre une très nette amélioration (+ 5,3 milliards de francs, contre + 1,8 milliard).

Le solde des *transports* enregistre un léger excédent à 0,1 milliard de francs en juillet, contre – 0,2 milliard en juin. Cela porte le cumul des sept premiers mois à – 2 milliards de francs, contre – 2,5 milliards sur la période correspondante de 1995. Cette amélioration relative intervient, toutefois, dans un contexte de réduction des flux : – 2,7 % pour les recettes, et – 3,4 % pour les dépenses, d'une période à l'autre, concentrée en particulier sur les recettes du transport ferroviaire (autres transports – 5,5 %) et les dépenses des transports maritimes (– 6,9 %).

Les autres biens et services (en données cvs)

Le solde excédentaire de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondantes et les crédits commerciaux, s'établit à + 0,6 milliard de francs au mois de juillet.

Les revenus (en données cvs)

L'allègement du déficit (2,7 milliards de francs, après 6,9 milliards en juin) provient, pour l'essentiel, des encaissements enregistrés au titre des revenus des autres investissements (+ 4,7 milliards, après + 0,9 milliard en juin), en raison de dividendes perçus par les résidents.

Ceci porte le cumul des sept premiers mois de 1996 à – 6,7 milliards de francs, soit le même résultat que celui de la période correspondante de 1995. Toutefois, en l'absence du coupon couru (– 6,7 milliards de francs en 1996, contre – 2 milliards en 1995), le cumul de la période montre une réduction du solde déficitaire des revenus des investissements d'une année à l'autre.

Les transferts courants (en données cvs)

En juillet 1996, le déficit des transferts courants est revenu de 6,4 milliards de francs à 5 milliards.

Sur les sept premiers mois de l'année, le déficit des transferts courants s'établit en léger accroissement par rapport au résultat de la période correspondante de 1995, avec 19,1 milliards de francs, contre 17,5 milliards en 1995.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

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

¹ Ils enregistrent également les relations financières entre la France et les organisations internationales spécialisées dans le domaine scientifique, notamment l'Agence spatiale européenne.

4.2.3. Le compte financier

Le compte financier a fait apparaître des sorties à hauteur de 12,5 milliards de francs en juillet 1996, en raison des flux nets négatifs enregistrés sur les autres investissements. Les avoirs de réserve sont, quant à eux, demeurés quasiment stables. Depuis le début de l'année 1996, les sorties ont atteint 96,2 milliards de francs, contre 69,2 milliards sur la période correspondante de 1995.

Investissements directs

Les *opérations d'investissements directs* (y compris, depuis janvier 1996, les prêts et emprunts à court terme entre affiliés) ont dégagé un excédent de 7,3 milliards de francs en juillet 1996. Ce résultat s'explique, d'une part, par la réduction des sorties liées aux investissements français à l'étranger (consécutives, notamment, à d'importants remboursements d'avances à court terme entre affiliés), et d'autre part, par le doublement du solde positif des investissements étrangers en France (10,9 milliards de francs en juillet 1996, après 5,1 milliards en juin). Ces entrées concernent surtout des octrois de prêts à court terme et des flux de trésorerie en faveur des entreprises affiliées résidentes.

Depuis le début de l'année, sous l'influence d'un plus grand dynamisme des opérations des entreprises françaises à l'étranger, le solde net des investissements directs est déficitaire de 14,2 milliards de francs, alors qu'il était excédentaire de 12,3 milliards sur les sept premiers mois de 1995.

Investissements de portefeuille

En juillet 1996, les *investissements de portefeuille* (incluant les instruments du marché monétaire depuis janvier 1996) ont été à l'origine d'entrées nettes pour 2,8 milliards de francs.

Les résidents ont poursuivi leurs acquisitions de titres étrangers, mais dans des proportions moindres que les mois précédents (- 15,6 milliards de francs en juillet, contre - 31,5 milliards en juin). Ces achats nets ont concerné exclusivement les obligations (- 21,3 milliards de francs). Toutes les autres catégories de titres ont fait l'objet de cessions nettes, pour des montants relativement faibles (1,6 milliard de francs pour les actions et 1,3 milliard pour les instruments du marché monétaire).

Les non-résidents ont acheté pour 18,4 milliards de francs de titres français en juillet 1996. Ils se sont, en effet, portés acquéreurs nets d'obligations et assimilés (23,9 milliards de francs au total), sous l'effet d'achats de parts de fonds communs de créances suite à l'opération de titrisation de créances d'une grande banque française. En revanche, des ventes d'OAT, pour un montant de 21,1 milliards de francs, ont eu lieu. Des cessions d'actions (- 2,7 milliards de francs) et d'instruments du marché monétaire (- 3,4 milliards) ont également été enregistrées.

Depuis le début de l'année, les sorties au titre des investissements de portefeuille ont atteint 283,8 milliards de francs.

Autres investissements

Contrairement au mois de juin, les flux financiers relatifs aux *autres investissements* font apparaître des sorties nettes pour 22,5 milliards de francs.

Elles s'expliquent par une réduction des avoirs de 74,8 milliards de francs, supérieure à la progression des engagements d'un montant de 52,3 milliards.

Les *opérations du secteur bancaire* ont été à l'origine de sorties pour 15,3 milliards de francs, en raison, notamment, des opérations à court terme en devises.

Les *opérations du secteur des administrations publiques* font apparaître des flux nets négatifs de 3 milliards de francs.

Les *flux financiers des autres secteurs* ont été quasiment équilibrés.

Depuis le début de l'année, les autres investissements ont dégagé des entrées nettes pour 202,1 milliards de francs.

Avoirs de réserve

Les *avoirs de réserve* n'ont pratiquement pas varié en juillet et ont très faiblement augmenté depuis le début de l'année.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

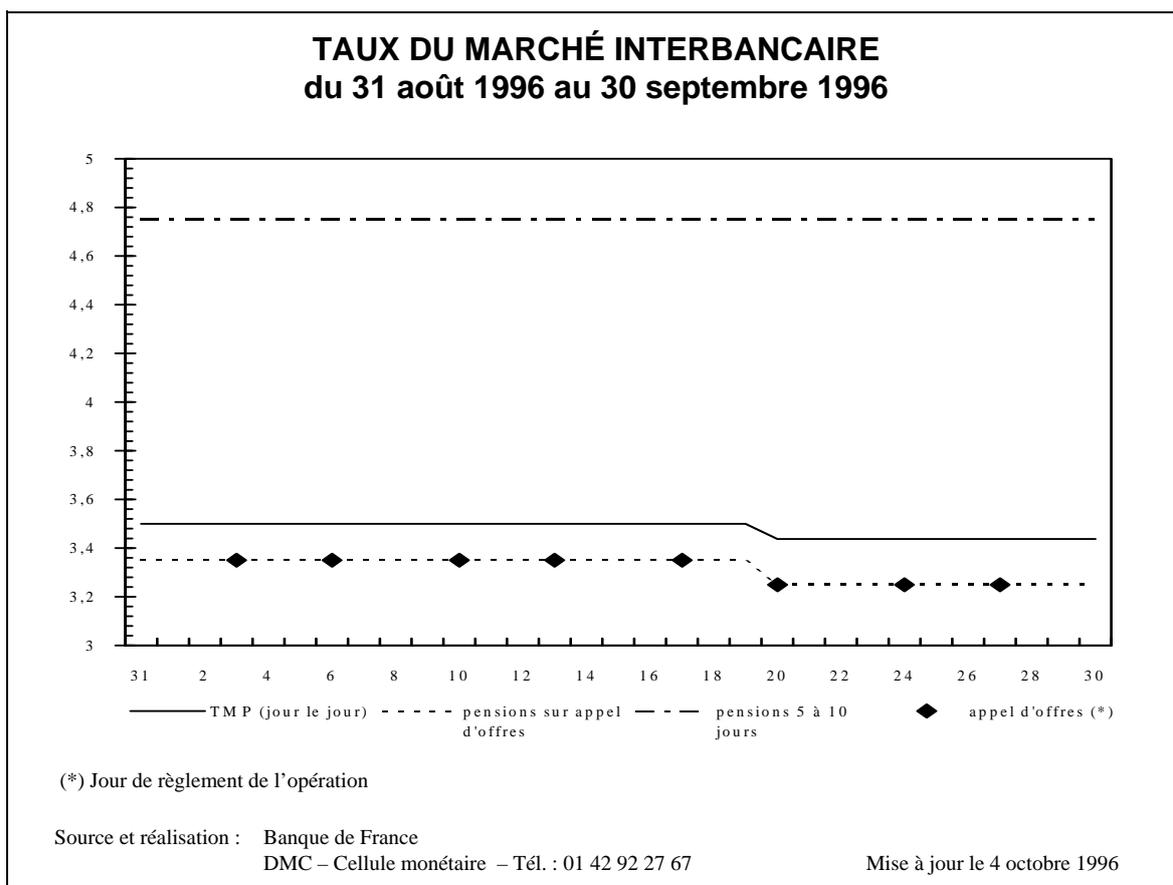
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois de septembre, les marchés de taux français ont suivi une évolution très favorable.

Les rendements courts se sont très sensiblement détendus sous l'effet d'une nette amélioration de la tenue du franc au sein du Système monétaire européen dans un contexte de fermeté du dollar sur les marchés de change. Ces mouvements corrélés des taux courts et du taux de change du franc sont à mettre au compte, dans une large mesure, du renforcement de la confiance dans le respect du calendrier du traité de Maastricht. Les résultats du sommet franco-allemand de Kempen et du conseil Ecofin de Dublin ainsi que la présentation du projet de budget français, ont, en effet, contribué à renforcer aux yeux des opérateurs la crédibilité de la conduite du processus d'Union monétaire en conformité avec le calendrier défini lors du sommet de Madrid. Le 19 septembre, à l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, le taux des appels d'offres de la Banque de France a été fixé à 3,25 %, contre 3,35 % précédemment. Enfin, une baisse de 20 points de base du taux de base bancaire a été annoncée le 20 septembre, conduisant à ramener celui-ci à 6,55 %.

Les rendements obligataires ont également enregistré un important repli. Le taux de l'emprunt phare à 10 ans est ainsi passé de 6,42 %, le 30 août, à 6,05 %, le 30 septembre. Si cette évolution a été favorisée par la sensible détente des rendements longs américains qui est intervenue à partir du 24 septembre, à la suite du maintien inchangé du taux des fonds fédéraux, elle témoigne également de la crédibilité du processus d'Union monétaire.

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



La Banque de France a poursuivi sa politique d'assouplissement monétaire engagée depuis bientôt un an. C'est ainsi que, à l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 19 septembre, le taux des appels d'offres a été abaissé de 3,35 % à 3,25 %.

Par ailleurs, le loyer de l'argent au jour le jour s'est replié d'1/16 de point le 20 septembre pour s'établir dans une fourchette de 3 3/8 % - 3 1/2 %, contre 3 7/16 % - 3 9/16 % précédemment.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 août-15 septembre se sont élevées à 20,4 milliards de francs (dont 14,3 milliards sous forme de billets), pour une moyenne requise de 20 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Août 1996	Septembre 1996	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-257,5	-251,1	6,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-7,3	-6,4	0,9
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	121,2	122,8	1,6
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	5,6	10,1	4,5
DIVERS	10,0	8,3	-1,7
TOTAL	-128,0	-116,3	11,7
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d’offres	92,9	81,4	-11,5
– Autres pensions	13,8	13,8	0,0
– Bons du Trésor achetés ferme	23,3	22,3	-1,0
– Opérations d’escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-2,0	-1,0	1,0
TOTAL	128,0	116,3	-11,7

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

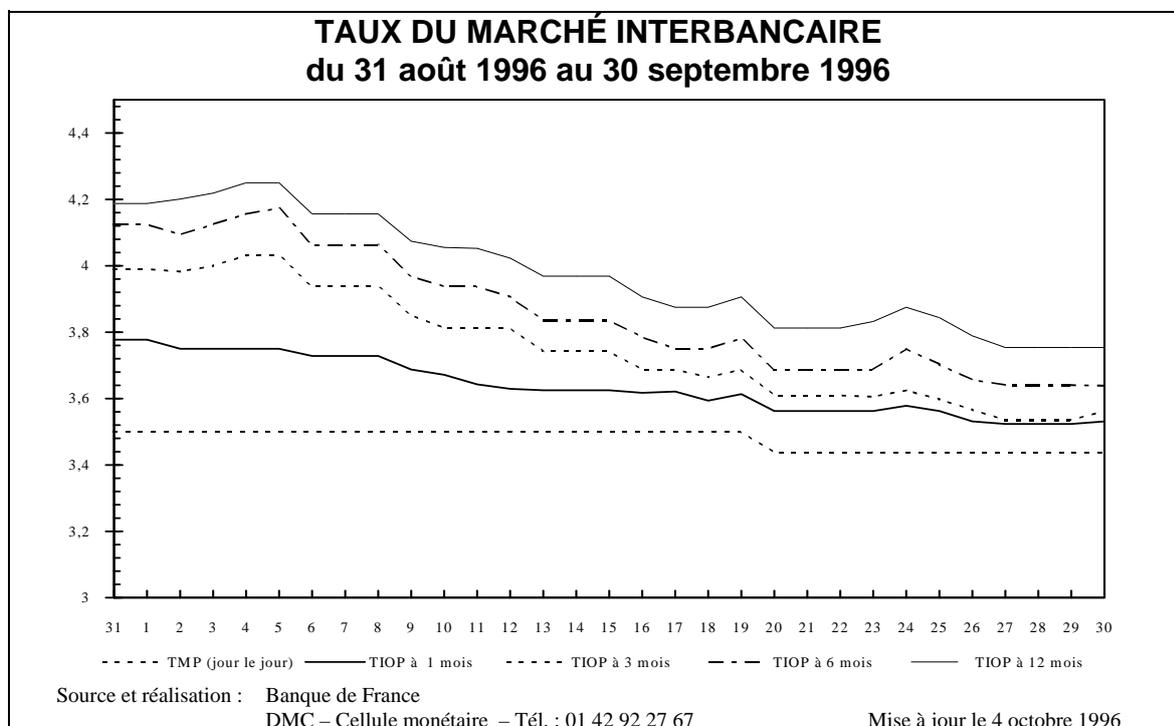
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 octobre 1996

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



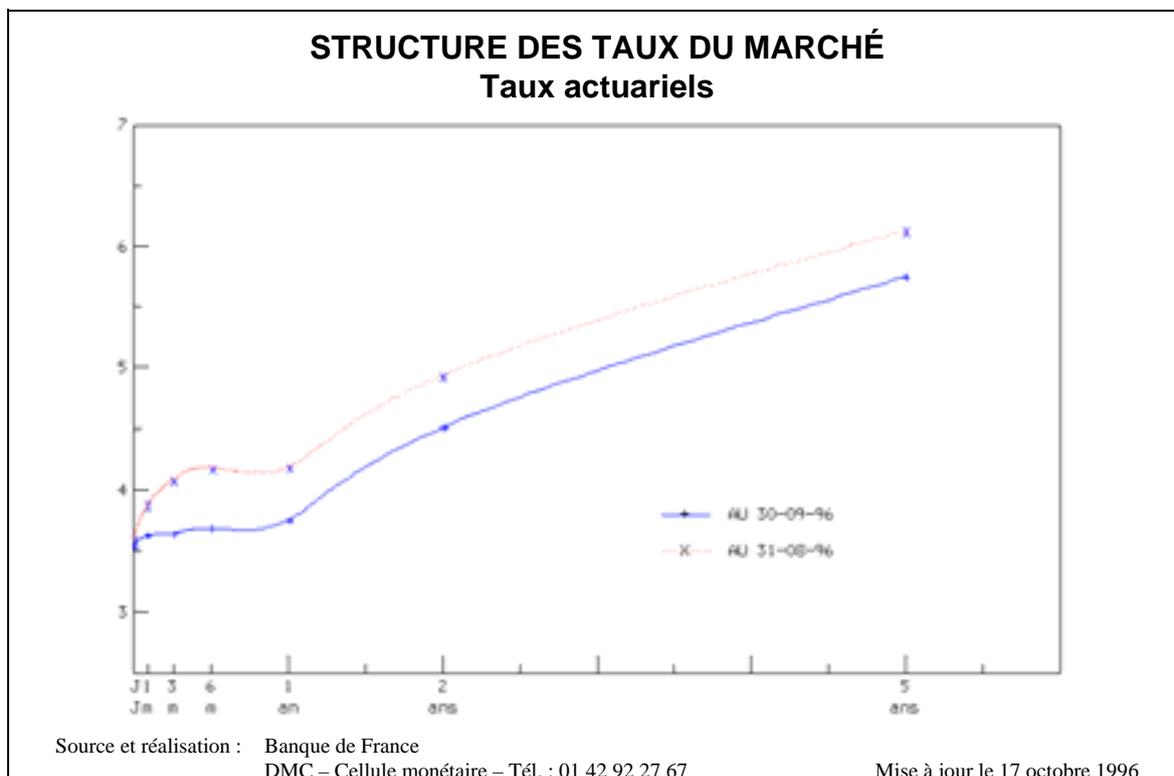
Les rendements à court terme se sont inscrits en net repli, en liaison avec le raffermissement du franc sur les marchés de change. Cette évolution favorable s'est opérée sous l'influence principalement de deux facteurs :

– la bonne tenue du dollar contre yen et deutschemark. Celle-ci s'est maintenue tout au long du mois, en dépit de l'absence de relèvement des taux directeurs du Système de réserve fédérale ;

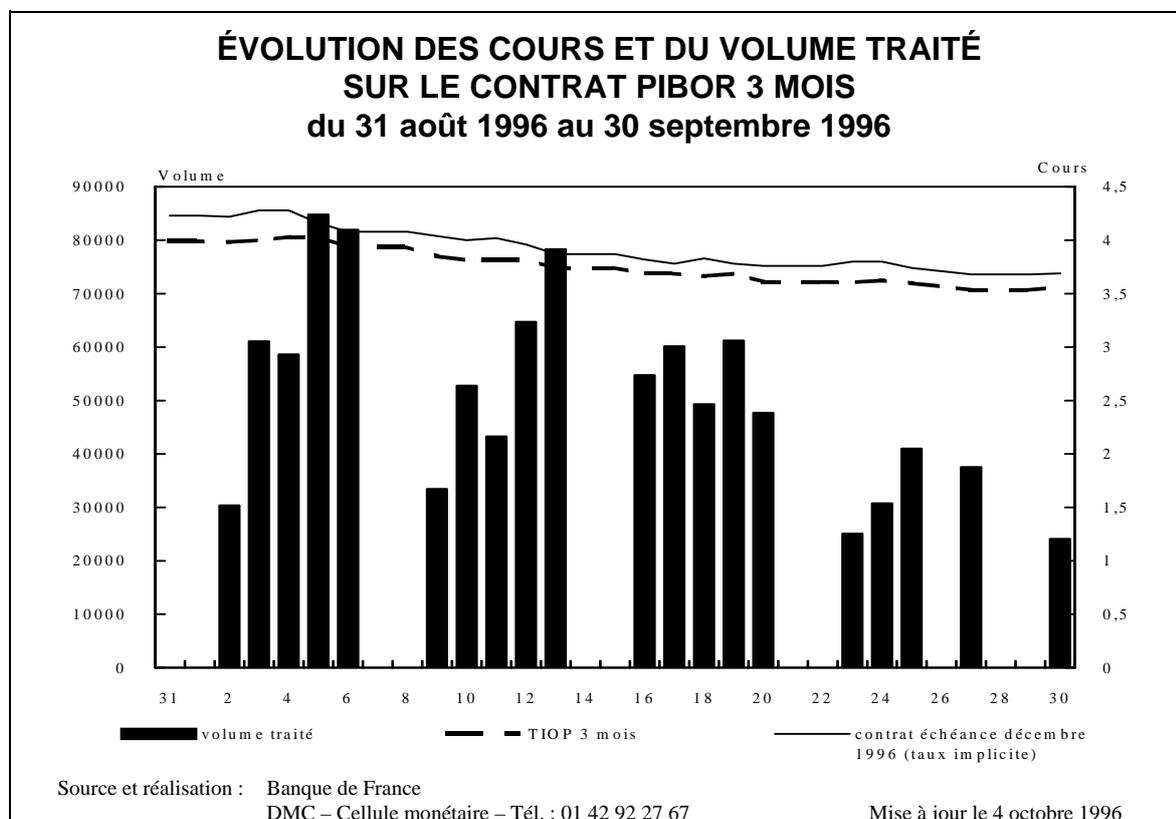
– l'atténuation des incertitudes concernant le respect du calendrier de passage à la monnaie unique. Cette analyse a été confortée par la tenue du sommet franco-allemand de Kempten, à l'occasion duquel les ministres des Finances des deux pays ont réitéré l'engagement de leur gouvernement de respecter l'objectif d'un ratio déficit public-PIB de 3 % et par la présentation, le 18 septembre, du projet de budget français. Enfin, la crédibilité du processus de mise en place de la monnaie unique a été renforcée par les accords, qui se sont dégagés lors du sommet Ecofin de Dublin, sur la question du pacte de stabilité budgétaire appelé à être instauré dans la zone euro et le futur mécanisme de change qui reliera les pays ayant adopté la monnaie unique en 1999 et les pays à dérogation.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 août 1996	30 septembre 1996	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,7773	3,5313	-0,2460
TIOP à 3 mois.....	3,9902	3,5625	-0,4277
TIOP à 6 mois.....	4,1250	3,6387	-0,4863
TIOP à 1 an.....	4,1875	3,7539	-0,4336
Taux à 2 ans.....	4,9300	4,5100	-0,4200
Taux à 5 ans.....	6,1300	5,7400	-0,3900

Le mouvement de détente des taux est allé de pair avec un sensible aplatissement de la courbe des rendements interbancaires sur le segment des échéances comprises entre trois mois et six mois. La déformation de la courbe qui était apparue au cours du mois précédent a ainsi été largement résorbée.



Sur le Matif, les taux implicites des contrats Pibor 3 mois ont suivi une évolution assez analogue à celle enregistrée au comptant. Néanmoins, la détente a été décroissante en fonction de l'éloignement de l'échéance des contrats. La prime des taux futurs sur les taux au comptant s'établissait au 30 septembre à 14 points de base sur l'échéance décembre et à 44 points de base sur l'échéance septembre 1997.



5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois, le Trésor a procédé à l'adjudication de 104,6 milliards de bons à taux fixe en francs (84,2 milliards de BTF et 20,4 milliards de BTAN) et 357 millions de BTAN en écus.

L'encours total de bons en francs s'élevait, le 30 septembre, à 1 147,3 milliards, soit un montant légèrement inférieur à celui observé à la fin du mois précédent (1 149,9 milliards). S'agissant des bons en écus, leur encours a quelque peu progressé, passant de 8,7 milliards, le 31 août, à 9,1 milliards, le 30 septembre.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (e)		Taux ou prix extrêmes appliqués		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)		(e)		
2 sept. 1996	BTF	13 sem.	41 500	15 001	0	3,79	3,81	3,91	4,10
2 sept. 1996	BTF	52 sem.	15 500	5 005	0	4,07	4,09	4,14	4,26
9 sept. 1996	BTF	13 sem.	45 350	12 407	1 398	3,66	3,68	3,77	3,96
9 sept. 1996	BTF	26 sem.	12 500	3 371	366	3,82	3,84	3,93	4,06
12 sept. 1996	BTAN ÉCUS	5 ans	1 010	357	72	100,24	100,20	4,89	5,96
16 sept. 1996	BTF	13 sem.	53 529	13 623	1 645	3,49	3,51	3,60	3,79
16 sept. 1996	BTF	50 sem.	20 412	5 681	692	3,76	3,78	3,83	3,91
19 sept. 1996	BTAN 4,5 %	2 ans	31 850	10 679	1 299	100,54	100,52	4,22	4,62
19 sept. 1996	BTAN 4,5 %	5 ans	23 043	9 663	1 701	100,80	100,78	5,32	5,85
23 sept. 1996	BTF	13 sem.	49 854	12 376	1 421	3,43	3,45	3,53	3,71
23 sept. 1996	BTF	28 sem.	13 700	5 505	498	3,59	3,60	3,68	3,77
30 sept. 1996	BTF	13 sem.	35 730	8 165	242	3,30	3,31	3,40	3,66
30 sept. 1996	BTF	48 sem.	15 550	3 099	93	3,62	3,64	3,69	3,75

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

Mise à jour le 4 octobre 1996

Entre les dernières adjudications d'août et de septembre, les taux à l'émission sur les BTF 13 semaines se sont détendus de 32 points de base. Cette diminution était de 27 points de base sur les BTF 28 semaines.

S'agissant des BTAN 5 ans, les taux à l'émission ont reculé de 31 points de base entre l'adjudication du 14 août et celle du 19 septembre.

Marché secondaire

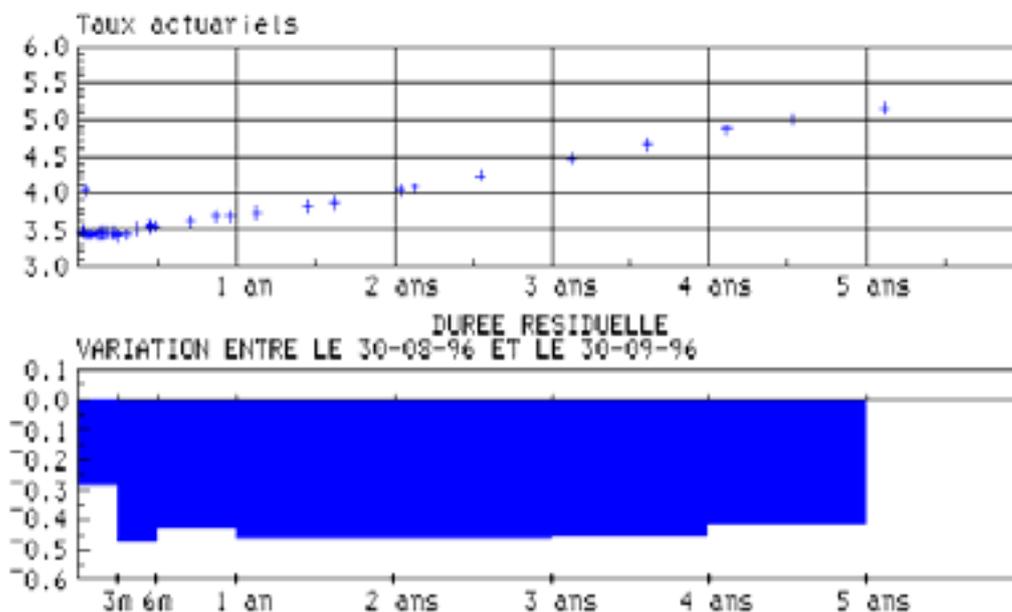
L'évolution du marché secondaire des bons du Trésor au mois de septembre s'est caractérisée par une nette baisse des rendements, alimentée par l'atténuation des tensions subies par le franc sur les marchés de change, le renforcement de la crédibilité de la participation de la France à l'Union monétaire dès 1999 et la réduction de 10 points de base du taux des pensions sur appel d'offres, intervenue le 19 septembre.

Le mouvement de détente, continu sur l'ensemble du mois, a conduit à un aplatissage de la courbe des taux des BTF jusqu'aux échéances autour de 4 mois, avec une baisse limitée à 25 points de base autour de 1 mois, contre près de 50 points de base autour de 3 mois.

À l'issue du mois de septembre, ce segment de la courbe des taux, dont la structure est désormais totalement aplatie, a été délaissé par les intervenants, en raison de la situation de portage négatif, les rendements des BTF jusqu'à 4 mois étant inférieurs au loyer de l'argent au jour le jour.

Au-delà, la pente croissante de la courbe s'est légèrement accentuée, avec une détente de 50 points de base de la zone autour de 6 mois, de 45 points de base sur le BTF 9 mois et sur les BTAN proches de 2 ans, qui ont fait l'objet de flux d'investissement très significatifs, et de 40 points de base sur le rendement des BTAN 5 ans.

BONS DU TRÉSOR TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE au 30 septembre 1996

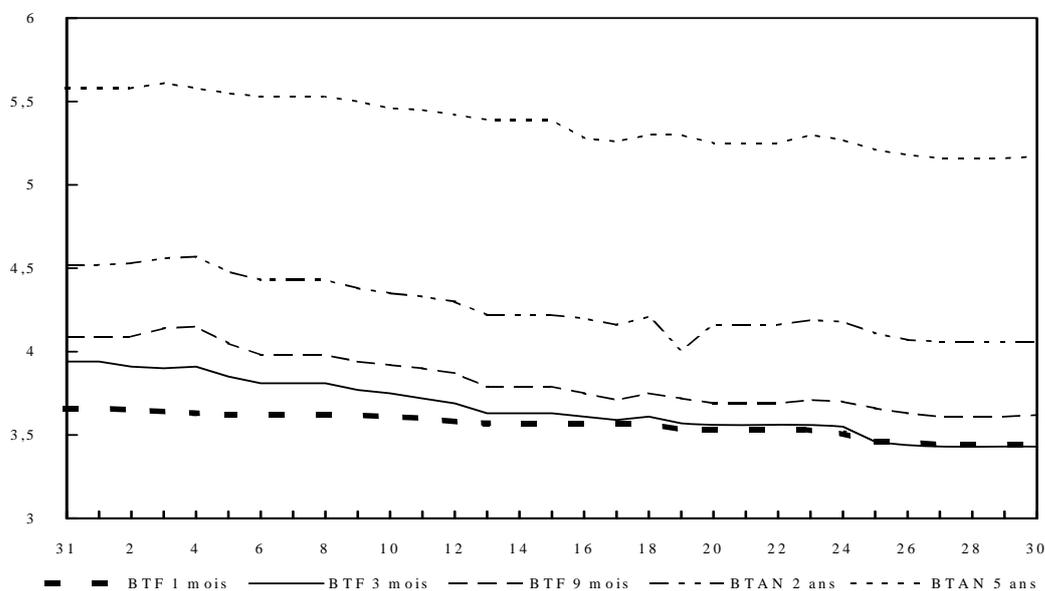


Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 17 octobre 1996

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 août 1996 au 30 septembre 1996



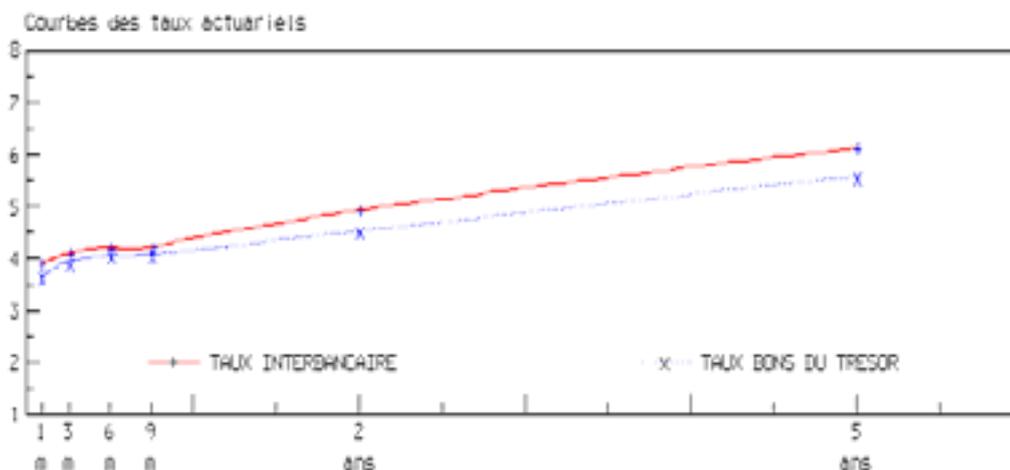
Source et réalisation : Banque de France

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

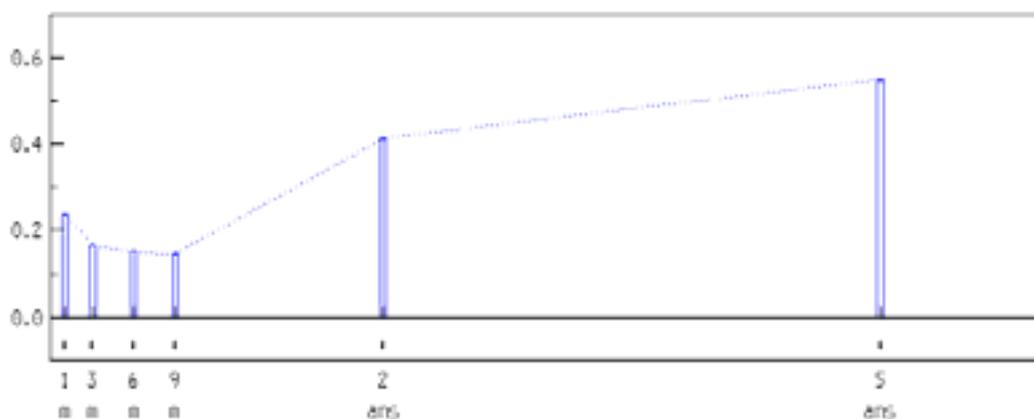
Mise à jour le 4 octobre 1996

L'aplatissement de la partie intermédiaire de la courbe des taux se marque par une réduction de 70 points de base à 60 points de base de l'écart entre le deux ans et le cinq ans.

COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE au 30 septembre 1996



Écart



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

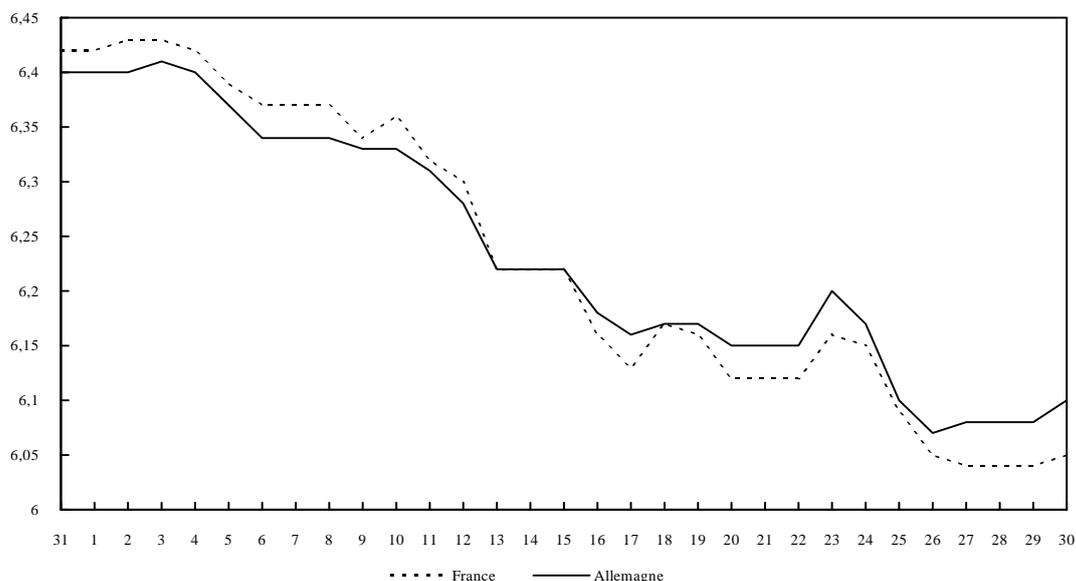
Mise à jour le 4 octobre 1996

Les écarts de rendement entre le marché des bons du Trésor et le marché interbancaire sont désormais stables.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le mois de septembre a été marqué par une détente significative des taux de rendement sur le marché obligataire français. Dans un mouvement partagé par les principaux marchés européens de titres d'État, le taux de rendement de l'emprunt phare à 10 ans a baissé de 37 points de base, pour retrouver un niveau comparable à celui observé en février 1994. Parallèlement, le cours du contrat notionnel d'échéance décembre a progressé de 310 points de base.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 août 1996 au 30 septembre 1996



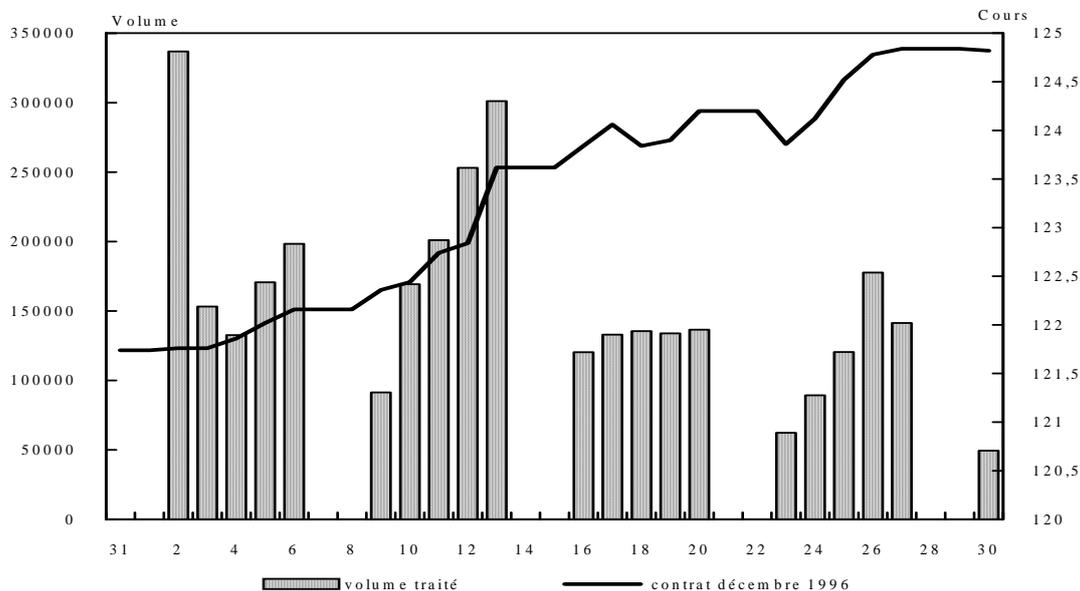
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 octobre 1996

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 août 1996 au 30 septembre 1996



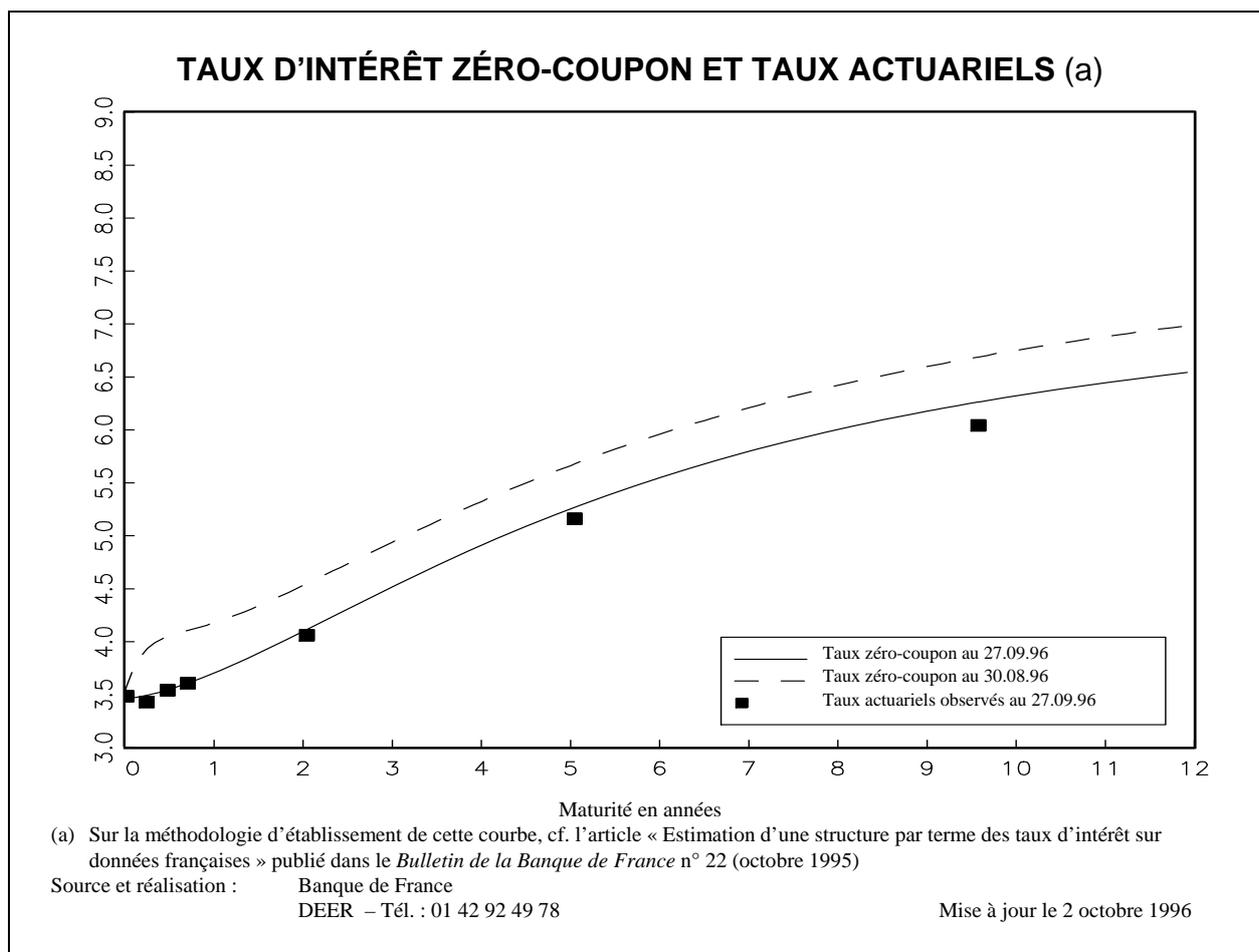
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 octobre 1996

Cette évolution favorable a été alimentée, au cours de la première quinzaine du mois notamment, par l'atténuation des tensions qui ont affecté le franc et la courbe interbancaire au mois d'août, la réaffirmation par les ministres des Finances français et allemand, à l'issue du sommet de Kempten, de l'engagement de leur gouvernement de respecter l'objectif d'un ratio déficit public-PIB limité à 3 % en 1997, et une évolution favorable de l'indice des prix à la consommation, revenu de 2,3 % au mois de juillet à 1,6 % en août. Ces facteurs ont ainsi permis au marché français de ne pas subir les effets des incertitudes sur l'évolution de la politique monétaire américaine qui ont entraîné une stagnation des rendements des titres d'État outre-Atlantique.

Par la suite, la présentation du projet de budget français pour 1997, la baisse du taux des appels d'offres de la Banque de France, de 3,35 % à 3,25 %, les accords qui se sont dégagés lors du sommet Ecofin de Dublin, notamment sur la question du pacte de stabilité budgétaire à instaurer dans la zone euro, et la détente du marché obligataire américain, à la suite du maintien à 5,25 % de l'objectif des fonds fédéraux, décidé par le Comité fédéral d'*Open market* (FOMC) lors de sa réunion du 24 septembre, ont permis au marché français de poursuivre sa progression. Le rendement de l'emprunt phare à 10 ans a ainsi atteint en fin de mois 6,05 %, contre 6,42 % le 30 août, le mouvement de translation à la baisse des rendements ayant été comparable sur l'ensemble des autres titres d'État. L'écart entre les emprunts phares à 10 ans français et allemand a évolué dans des marges étroites, passant en un mois de + 2 points de base à - 5 points de base.



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

(arrêtée au 9 octobre)

Les rendements courts ont poursuivi leur repli, en liaison avec la bonne tenue du franc, revenu à son meilleur niveau contre deutschemark depuis début mai 1996, la barre des 3,38 francs pour 1 deutschemark ayant été franchie le 8 octobre. Par ailleurs, le loyer de l'argent au jour le jour a été ramené, le 7 octobre, dans une fourchette de $3 \frac{5}{16} \%$ - $3 \frac{7}{16} \%$, contre $3 \frac{3}{8} \%$ - $3 \frac{1}{2} \%$ précédemment.

Dans ce contexte favorable, le marché obligataire a progressé, soutenu, par ailleurs, par l'atténuation des anticipations de resserrement de la politique monétaire américaine (hausse du taux de chômage de 5,2 % à 5,3 % en septembre).

L'écart OAT-*Bund* s'établissait à -6 points de base le 9 octobre, comme à la date du 30 septembre.

5.2. Les émissions

Au cours du mois de *septembre*, l'encours global des titres de créances négociables s'est contracté de 4,7 milliards de francs pour s'établir à 1 391,7 milliards. Cette régression est essentiellement due à la sensible diminution de l'encours des billets de trésorerie, pour un montant de 5,1 milliards de francs, ainsi qu'à celle des bons des institutions et des sociétés financières, pour 2,4 milliards. L'encours des certificats de dépôt est resté stable, à 678 milliards de francs, et celui des bons à moyen terme négociables a progressé de 3,6 milliards. Les taux de rendement à l'émission se sont détendus pour tous les titres et presque toutes les échéances, la baisse étant cependant plus accentuée pour les durées supérieures à deux ans.

En septembre, la détente des taux d'intérêt à court terme et plus encore à long terme a permis aux contrats Pibor et notionnel du Matif d'atteindre leurs plus hauts niveaux de l'année. Dans ce contexte, la reprise de l'activité sur le marché primaire obligataire du franc, observée fin août au terme de la traditionnelle pause estivale, s'est confirmée avec notamment le retour de nombreux émetteurs non résidents et le placement satisfaisant d'un nouvel emprunt obligataire émis par la Cades (12 milliards de francs).

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 678,1 milliards de francs le 27 septembre, contre 678,9 milliards le 30 août et 705,9 milliards le 26 juillet.

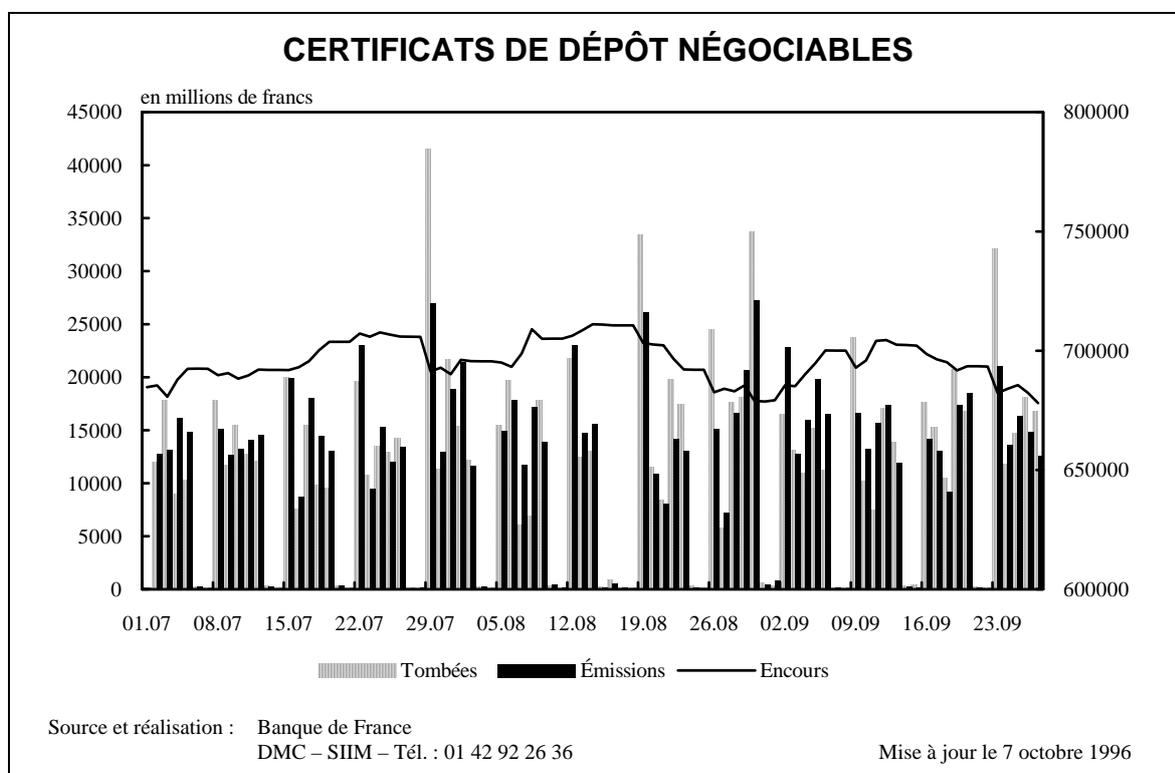
Les émissions réalisées au cours du mois de septembre ont atteint 315,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 381,5 milliards en août et 301,3 milliards en juillet (respectivement 316,1 milliards, contre 408,4 milliards et 274,9 milliards pour les tombées).

Douze établissements ont augmenté leur encours au-delà de 1,5 milliard de francs au cours du mois de septembre. Les augmentations les plus importantes concernent la Société générale (+ 21,2 milliards de francs), la Banque fédérative du crédit mutuel (+ 2,4 milliards), la Kredietbank (+ 2,1 milliards), la Caisse régionale de Crédit agricole du Centre-Est (+ 1,7 milliard), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 1,6 milliard). Pendant cette période, et à l'inverse, douze autres émetteurs ont enregistré une décreue supérieure à 1 milliard de francs ; les baisses les plus conséquentes concernent la Banque nationale de Paris (– 9,2 milliards de francs), l'Union de banques suisses (– 3,4 milliards), la BRED-Banque populaire ainsi que la Caisse nationale de crédit agricole (– 2,4 milliards chacune), la Banque Paribas (– 2,2 milliards) et la Caisse centrale des caisses d'épargne (– 2,1 milliards).

La souscription par les établissements de crédit s'est inscrite en baisse par rapport au mois précédent, avec 31,8 % du total des émissions, contre 36,0 % en août, mais en légère hausse par rapport au mois de juillet où le pourcentage représentait 30,2 %. À l'opposé, la part des assurances, caisses de retraite et mutuelles a connu une augmentation significative au cours du mois sous revue ; elle a atteint 14,6 %, contre 9,6 % en août et 12,2 % en juillet. Les autres catégories d'investisseurs ont conservé un niveau proche de celui de la période précédente.

Les *durées à l'émission* ont été caractérisées par un accroissement des émissions effectuées entre dix jours et un mois, avec 22,6 % de la production, contre 15,2 % le mois précédent, alors que la plage comprise entre un mois et trois mois a été moins sollicitée, le montant correspondant reculant de 46,1 % à 38,5 % du volume émis.

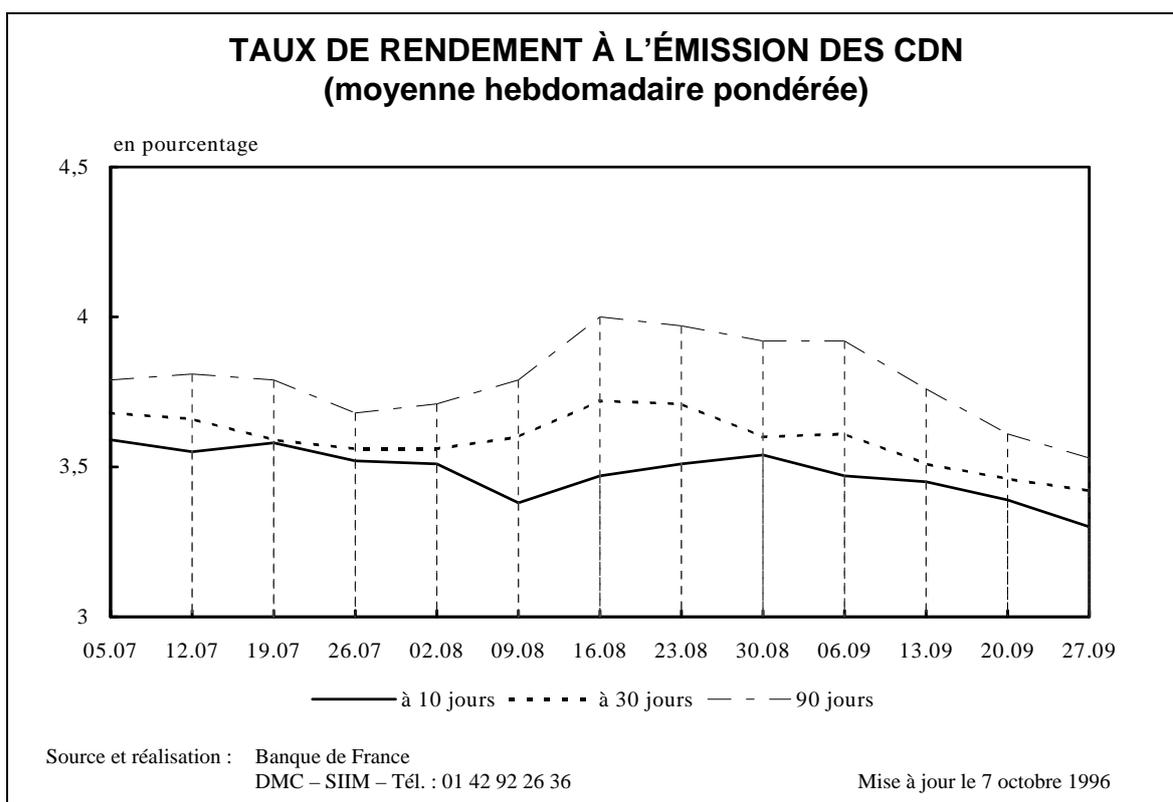
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	71,2	22,6
De 1 mois à moins de 3 mois	121,4	38,5
De 3 mois à moins de 6 mois	113,5	36,0
De 6 mois à 1 an.....	9,1	2,9
Total	315,2	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 350 le 27 septembre, contre 348 au 30 août et 354 au 26 juillet.

Au cours du mois de septembre, les *taux à l'émission* se sont détendus sur toutes les échéances par rapport au mois précédent. Le recul le plus important a été constaté sur le trois mois, à hauteur de 19 points de base, suivi de près par le un an, pour 17 points de base. Les écarts de rémunération pour les autres durées sont respectivement de 12 points de base pour le un mois, 11 points de base pour le six mois et 9 points de base pour le dix jours.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	2 au 6 septembre	9 au 13 septembre	16 au 20 septembre	23 au 27 septembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,47	3,45	3,39	3,30
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,61	3,51	3,46	3,42
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,92	3,76	3,61	3,53
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	3,20	3,10	2,75	2,95
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,70	3,60	3,56	3,50



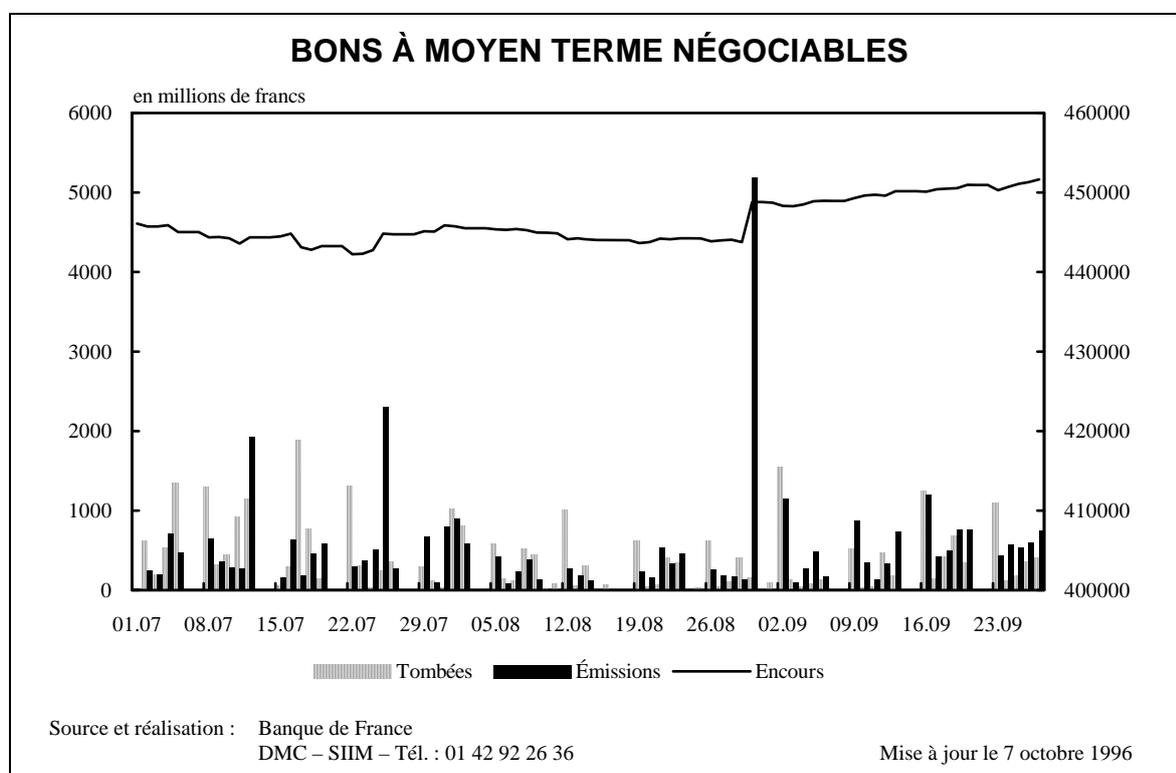
Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 451,7 milliards de francs le 27 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 448,8 milliards au 30 août et 444,7 milliards au 26 juillet ; le nombre d'émetteurs ayant un encours en gestion s'est établi à 236 au 27 septembre, contre 235 au 30 août et 234 au 26 juillet. Une société non résidente, Peugeot Finance International NV, est nouvellement arrivée sur le marché avec un programme d'émission de 2 milliards de francs, garanti par la Banque PSA Finance Holding. Les encours des principaux émetteurs à la fin de la période sous revue ont atteint les montants suivants : 52,1 milliards de francs pour la Société générale, devant le Crédit lyonnais (30,3 milliards), la Compagnie bancaire (22,6 milliards) et la Caisse des dépôts et consignations (20,3 milliards).

Les émissions se sont élevées à 11,1 milliards de francs pendant le mois de septembre, contre 12,5 milliards de francs en août et 14,2 milliards en juillet. La part des titres souscrits par les établissements de crédit a diminué de façon très significative, passant à 63,9 % en septembre, contre 80,6 % en août et 72,8 % en juillet ; en revanche, la présence des OPCVM sur le marché a progressé au cours du mois, constituant 17,2 % du montant des souscriptions, après 8,9 % en août et 14,2 % en juillet.

La tranche d'émission comprise entre deux ans et trois ans a été très sollicitée : elle a représenté 37,9 % de la production totale, contre 19,2 % le mois précédent, soit une hausse de 19 points. Il en est de même pour la tranche de un an à deux ans, qui a recueilli 34 % des émissions, contre 15 % au mois d'août. À l'opposé, les BMTN émis à plus de sept ans, qui avaient constitué plus de la moitié du montant des émissions réalisées sur le marché au cours du mois d'août, soit 54,1 % (mois atypique du fait d'un fort volume d'émission provenant de la Caisse des dépôts et consignations), ne représentent plus que 6,2 % pour le mois de septembre.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an et 1 jour à moins de 2 ans.....	3,8	34,0
De 2 ans à moins de 3 ans.....	4,2	37,9
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,4	12,9
De 5 ans à moins de 7 ans.....	1,0	9,0
De 7 ans et plus.....	0,7	6,2
Total.....	11,1	100,0



Les *taux à l'émission* se sont inscrits en baisse assez sensible sur la plupart des échéances : 20 points sur le sept ans, 13 points sur le deux ans et 12 points pour les titres d'une durée de trois ans.

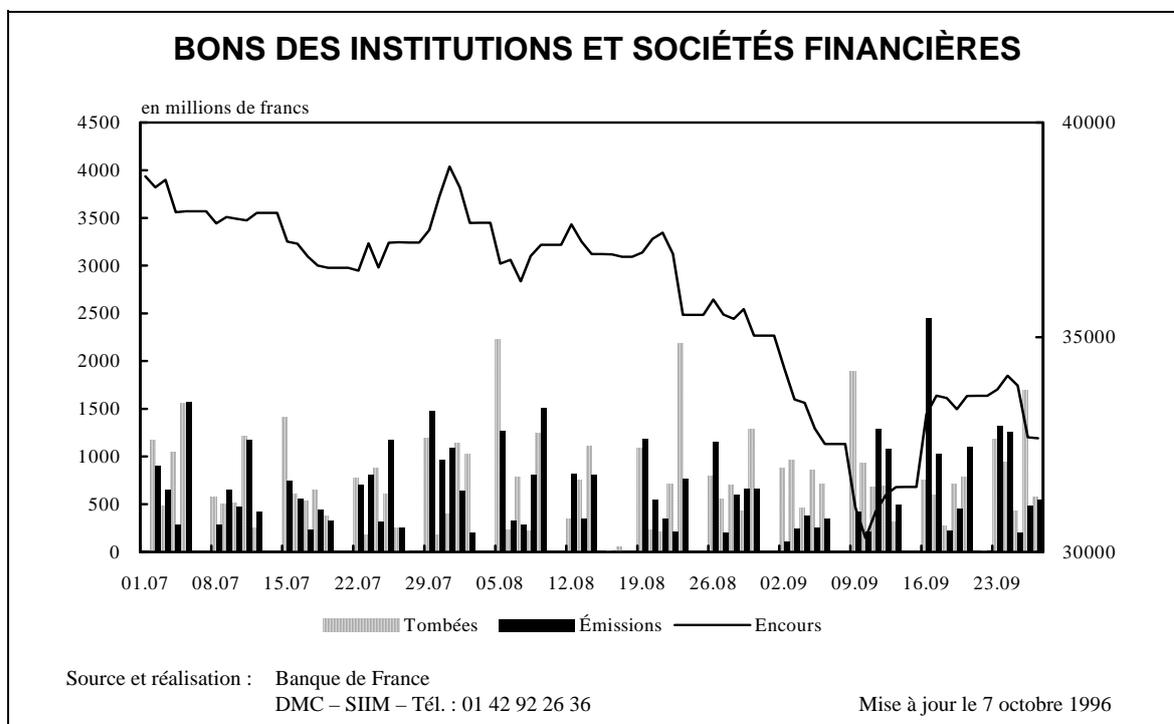
Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 32,6 milliards de francs le 27 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 35 milliards le 30 août et 37 milliards le 26 juillet. À fin septembre, 64,7 % de l'encours global correspondaient aux opérations de trois émetteurs disposant d'un encours supérieur à 4 milliards de francs : le Crédit local de France (11,2 milliards), le Crédit national (5,6 milliards) et la Diac (4,3 milliards).

Le montant des émissions s'est établi à 13,9 milliards de francs pour le mois de septembre, contre 16,9 milliards en août et 14,2 milliards en juillet. Elles ont été souscrites à hauteur de 44 % par des établissements de crédit (53,9 % en août et 56,2 % en juillet), de 35,6 % par des OPCVM (33,0 % en août et 17,2 % en juillet) et 15,5 % par des administrations publiques et privées (10,9 % en août et 24,5 % en juillet).

Les *durées à l'émission* ont été marquées par un raccourcissement des maturités ; le dix jours à un mois a recueilli 12,2 % du total, contre 6,2 % au mois d'août et les titres émis entre six mois et un an ont représenté 2,6 % du total, soit une hausse de 1,6 point. En contrepartie, la part des émissions effectuées entre un mois et trois mois ainsi que celle correspondant à la durée comprise entre trois mois et six mois a atteint respectivement 45,5 % et 39,7 %, soit des reculs respectifs de 6 % et 2 % par rapport au mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	1,7	12,2
De 1 mois à moins de 3 mois.....	6,3	45,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	5,5	39,7
De 6 mois à 1 an.....	0,4	2,6
Total.....	13,9	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* se sont faiblement tendus sur les bons à dix jours (+ 9 points de base par rapport au mois d'août), ce mouvement ne présentant pas de véritable signification car provenant de la rémunération élevée d'une seule grosse émission effectuée par l'une des meilleures signatures du marché. Pour les autres maturités, les taux ont reculé entre 16 points de base et 28 points de base respectivement pour les titres à un mois et à six mois.

Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 229,3 milliards de francs le 27 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 234,4 milliards le 30 août et 234,1 milliards le 26 juillet. Le 27 septembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 98, contre 101 le 30 août et 98 le 26 juillet. La Cades reste le premier émetteur, avec un encours de 44,1 milliards de francs.

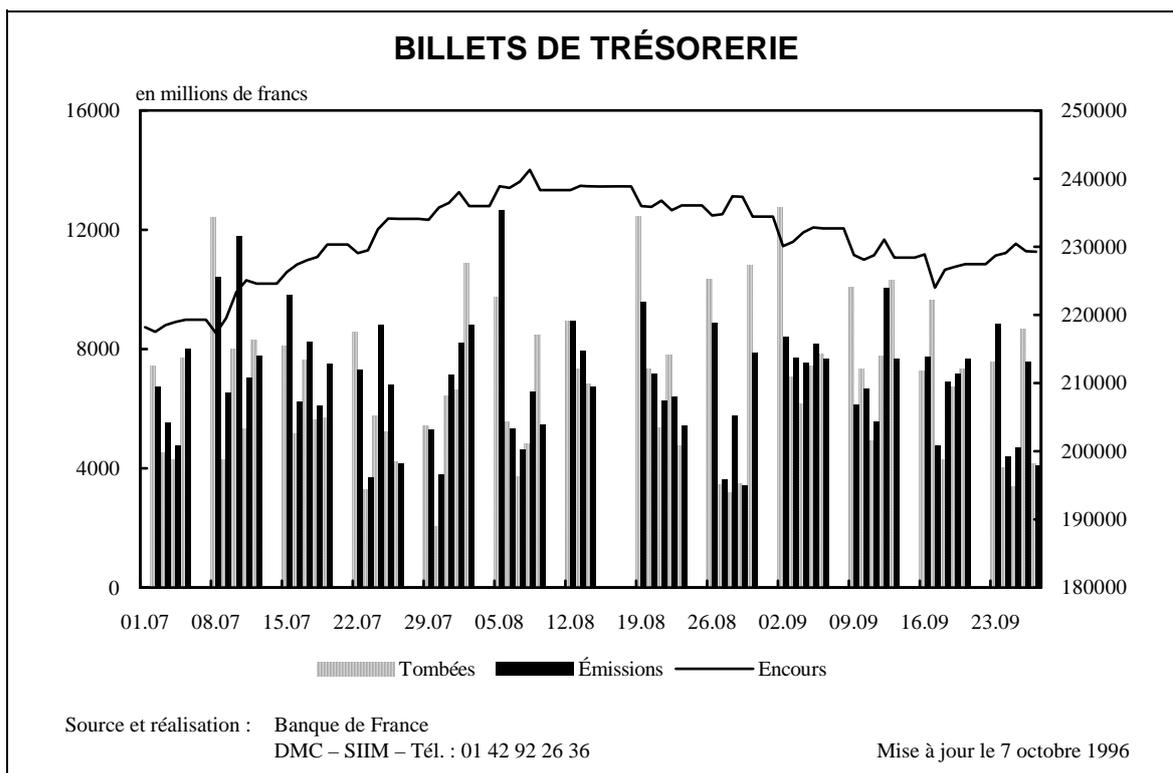
Le montant des émissions intervenues au cours du mois de septembre a atteint 139,5 milliards de francs, contre 156,1 milliards en août et 148,3 milliards en juillet (respectivement 144,7 milliards, contre 155,8 milliards et 131,5 milliards pour les tombées).

Trois émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois ; il s'agit de Sofira (+ 1,4 milliard de francs), Électricité de France (+ 1,3 milliard) et LVMH (+ 1,2 milliard) ; dans le même temps, les émetteurs suivants ont réduit leur encours au-delà du seuil de 1 milliard de francs : l'Aérospatiale (– 1,9 milliard), Schneider SA (– 1,2 milliard de francs), Bouygues (– 1 milliard).

Les établissements de crédit ont acquis 77,5 % des titres émis, niveau pratiquement stable par rapport à celui du mois d'août, la souscription des OPCVM restant également identique.

La répartition mensuelle des émissions par durée a été caractérisée par un raccourcissement des maturités. La proportion des titres émis entre dix jours et un mois passe de 9,0 % à 14,3 % du total.

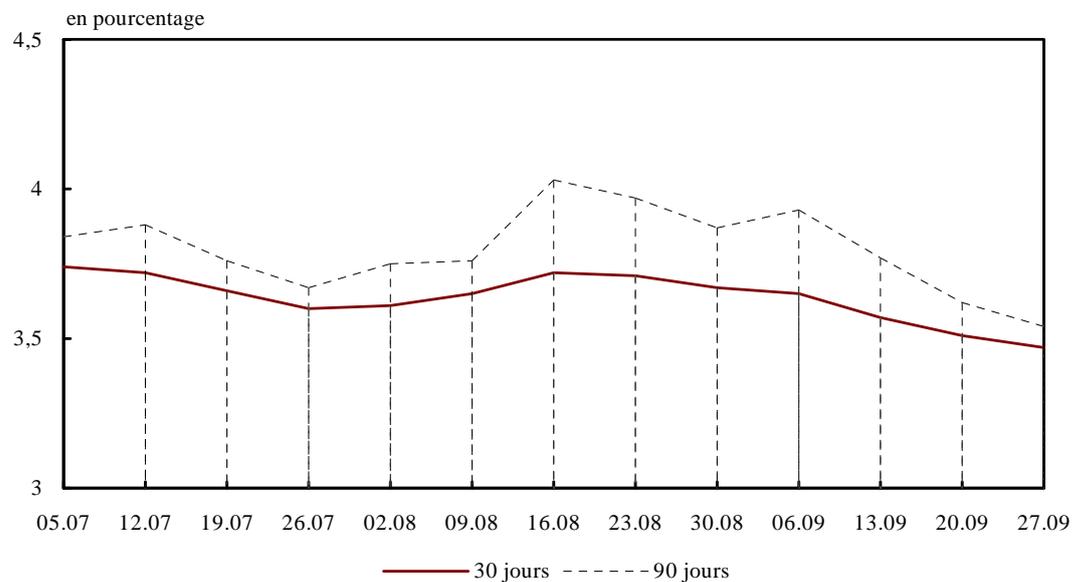
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	19,9	14,3
De 1 mois à moins de 3 mois	94,5	67,8
De 3 mois à moins de 6 mois	22,0	15,7
De 6 mois à 1 an.....	3,1	2,2
Total	139,5	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* des billets de trésorerie ont été marqués par une relative détente sur toutes les échéances, comprise entre sept points de base et treize points de base.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT					
<i>(en pourcentage)</i>					
		2 au 6 septembre	9 au 13 septembre	16 au 20 septembre	23 au 27 septembre
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	3,54	3,50	3,43	3,36
	Plus haut	3,91	3,75	3,70	3,55
TIOP à 1 mois	Plus bas	3,73	3,63	3,56	3,52
	Plus haut	3,78	3,69	3,62	3,58

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



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : 01 42 92 26 36

Mise à jour le 7 octobre 1996

Répartition par catégorie de détenteurs

(statistiques à fin août 1996)

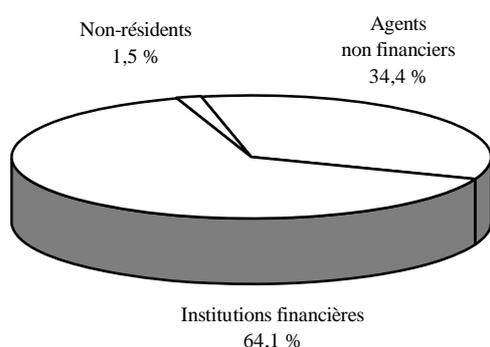
Au cours du mois, la part détenue par les agents non financiers est restée stable pour les billets de trésorerie et s'est légèrement réduite pour les autres TCN.

La part détenue par les non-résidents s'est réduite pour chacune des catégories de TCN. Notamment, la part des bons du Trésor a baissé de 1 point sur le mois.

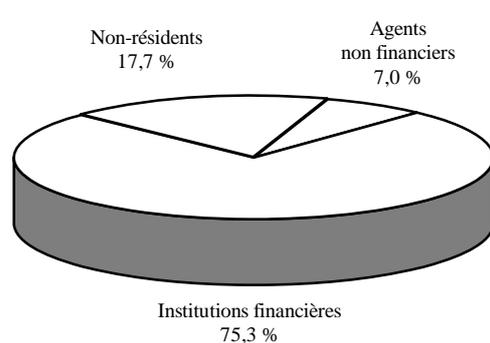
La part détenue par les institutions financières en bons du Trésor a progressé de 1,1 point en août.

LES DÉTENTEURS DE TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES août 1996

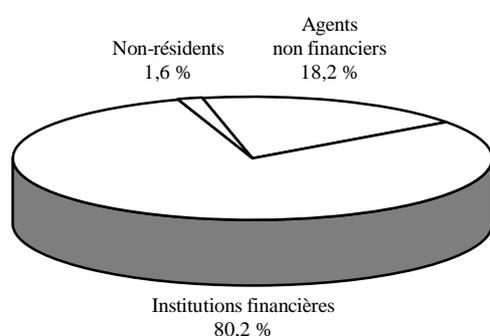
Certificats de dépôt en francs



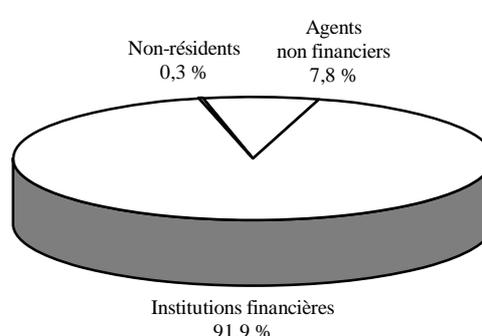
Bons du Trésor en francs et écus



BMTN en francs (tous émetteurs confondus)



Billets de trésorerie



Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29

Mise à jour le 2 octobre 1996

5.2.2. Les OPCVM

L'actif net de l'ensemble des Sicav a faiblement progressé en août : il s'est établi à 1 706,8 milliards de francs, soit une augmentation de 10,7 milliards par rapport au mois précédent. Cette progression, qui interrompt le mouvement de baisse observé depuis mai, a concerné principalement les Sicav monétaires (+ 7,8 milliards de francs). L'encours des fonds communs de placement s'est, lui aussi, légèrement accru, pour s'établir à 1 097,7 milliards de francs (+ 7,6 milliards).

L'actif net des Sicav monétaires a atteint 947 milliards de francs, les souscriptions nettes se montant à 7,4 milliards, après deux mois consécutifs de rachats nets (respectivement – 9,6 milliards et – 52,7 milliards en juillet et en juin). En revanche, l'encours des FCP monétaires s'est légèrement tassé, à 323,1 milliards de francs, après 324,6 milliards le mois précédent.

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » s'est établi à 456,8 milliards de francs, soit un recul de 0,8 milliard. Pour sa part, l'actif net des fonds communs de placement obligataires a progressé de 3,4 milliards de francs, pour s'élever à 328,9 milliards.

ACTIF NET DES SICAV ET FCP – SOUSCRIPTIONS DE SICAV (a)						
		1995		1996		
		Août	Décembre	Juin	Juillet	Août
Sicav monétaires	Actif net	962,7	876,5	949,5	939,2	947,0
	Souscriptions mensuelles nettes	25,6	-53,8	-52,7	-9,6	7,4
FCP monétaires	Actif net	317,1	299,2	325,9	324,6	323,1
Sicav obligations	Actif net	472,9	446,7	453,4	457,6	456,8
	Souscriptions mensuelles nettes	-5,2	-20,1	-5,4	-1,2	0,3
FCP obligations	Actif net	272,5	281,8	316,7	325,5	328,9
Sicav actions	Actif net	177,9	168,3	192,6	182,1	184,6
	Souscriptions mensuelles nettes	-0,3	-2,2	-0,4	-0,5	0,0
FCP actions	Actif net	74,9	73,6	90,6	86,7	88,7
Sicav diversifiées	Actif net	115,1	109,5	118,2	115,0	116,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,1	-2,3	0,6	-1,2	-0,1
FCP diversifiés	Actif net	196,4	210,1	242,5	244,6	246,9
Sicav garanties	Actif net	1,4	1,9	2,2	2,2	2,2
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
FCP garantis	Actif net	87,7	86,6	103,3	108,7	110,1
Total Sicav	Actif net	1 698,8	1 602,9	1 715,9	1 696,1	1706,8
	Souscriptions mensuelles nettes	1,5	-78,4	-57,9	-12,5	7,6
Total FCP	Actif net	937,4	951,3	1 079,0	1 090,1	1 097,7
(a) Données brutes						
Sources :		Commission des opérations de bourse – Fininfo				
Réalisation :		Banque de France				
		DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29				
					Mise à jour le 11 septembre 1996	

5.2.3. Le marché primaire obligataire en septembre

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle orientation à la baisse des taux d'intérêt à court terme et plus encore à long terme, qui a permis aux contrats Pibor et notionnel du Matif d'atteindre leurs plus hauts niveaux de l'année, la reprise de l'activité sur le marché primaire obligataire du franc, observée fin août au terme de la traditionnelle pause estivale, s'est confirmée en septembre, avec notamment le retour de nombreux émetteurs non résidents et le placement satisfaisant d'un nouvel emprunt obligataire émis par la Cades (12 milliards de francs).

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 51 milliards de francs, après 26 milliards en août et 60 milliards en juillet. Près de 63 % des titres réglés en septembre ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 3 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 34 % des émissions, dont 5 % en euro-écus.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Septembre 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995		Septembre 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995
MARCHÉ INTÉRIEUR								
23,9	230,7	207,2	263,9	État	23,9	196,6	158,5	212,8
7,6	49,6	48,4	68,2	Établissements de crédit et assimilés	4,7	- 13,3	0,2	- 10,8
2,0	42,5	29,0	32,1	Sociétés non financières	0,5	23,9	10,6	2,6
-	25,9	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,2	23,6	- 3,2	- 4,5
33,6	348,8	284,6	365,2	Ensemble des résidents	28,9	230,8	166,2	200,1
-	-	6,0	6,0	Non-résidents	-	- 0,3	3,3	3,2
33,6	348,8	290,7	371,3	TOTAL	28,9	230,5	169,5	203,3
1,5	17,4	12,2	13,7	dont émissions en écus (b)	1,5	17,4	12,2	13,7
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
2,7	21,9	2,4	6,9	Établissements de crédit et assimilés	0,8	- 2,2	- 18,0	- 19,3
-	4,7	4,3	4,3	Sociétés non financières	-	3,5	3,8	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
2,7	26,5	6,7	11,2	Ensemble des résidents	0,8	1,3	- 14,1	- 16,8
14,5	94,8	30,0	37,4	Non-résidents	13,5	82,2	12,7	17,8
17,2	121,3	36,7	48,7	TOTAL	14,3	83,5	- 1,4	1,1
2,6	2,6	-	-	dont émissions en écus	2,6	0,5	- 9,3	- 9,3
2,6	2,6	-	-	dont émissions en écus des résidents	2,6	0,5	- 5,2	- 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. : 01 42 92 49 23

Mise à jour 7 octobre 1996

La **collecte des résidents** est ressortie à 36 milliards de francs (23 milliards en août), soit un peu plus de 70 % des émissions réglées en septembre.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Septembre 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995		Septembre 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995
ÉMISSIONS en FRANCS								
22,4	213,3	195,1	250,2	État	22,4	179,2	146,4	199,1
7,7	68,9	50,8	75,2	Établissements de crédit et assimilés	2,8	- 16,0	- 12,6	- 25,0
2,0	47,2	33,3	36,5	Sociétés non financières	0,5	27,4	14,4	5,2
-	25,9	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,2	23,6	- 3,2	- 4,5
32,1	355,3	279,2	362,8	Ensemble des résidents	25,6	214,2	145,1	174,8
14,5	94,8	36,0	43,5	Non-résidents	13,5	82,0	20,2	25,2
46,7	450,1	315,2	406,3	TOTAL	39,1	296,1	165,2	200,0
32,0	331,4	278,5	357,6	dont émissions intérieures	27,4	213,1	157,4	189,6
32,0	331,4	272,5	351,5	dont émissions intérieures des résidents	27,4	213,4	154,1	186,4
ÉMISSIONS en ÉCUS								
1,5	17,4	12,2	13,7	État	1,5	17,4	12,2	13,7
2,6	2,6	-	-	Établissements de crédit et assimilés	2,6	0,5	- 5,2	- 5,2
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
4,1	20,0	12,2	13,7	Ensemble des résidents	4,1	17,8	7,0	8,6
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	- 4,2	- 4,2
4,1	20,0	12,2	13,7	TOTAL	4,1	17,8	2,8	4,4
1,5	17,4	12,2	13,7	dont émissions intérieures	1,5	17,4	12,2	13,7
1,5	17,4	12,2	13,7	dont émissions intérieures des résidents	1,5	17,4	12,2	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. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les émissions de l'État se sont élevées à 24 milliards de francs (20,5 milliards en août). Les fonds ont été levés principalement en francs sur trois lignes, l'OAT 8,25 % février 2004, l'OAT 6,50 % octobre 2006¹ et l'OAT à taux révisable (également à échéance octobre 2006) référencée sur le taux à échéance constante à 10 ans (TEC10). Lors de l'adjudication du 5 septembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 17,3 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,8 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 6,50 %, en hausse de 8 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

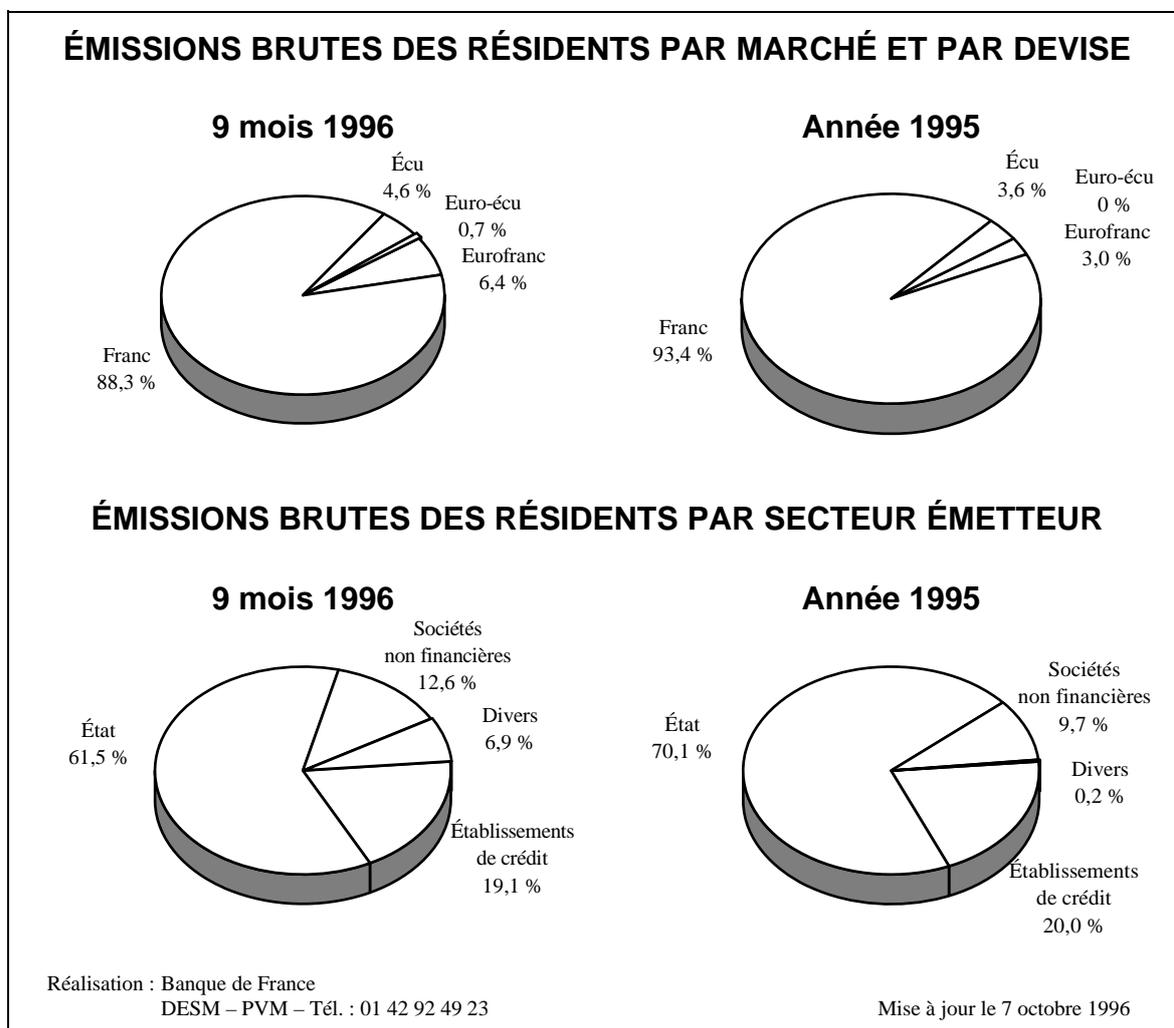
Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus², réalisée le 12 septembre et qui portait sur la ligne 7 % avril 2006 créée en mai dernier. Le montant nominal émis s'est élevé à 232 millions d'écus, soit environ 1,5 milliard de francs. Le taux de rendement est ressorti à 6,82 %, en baisse de 8 points de base par rapport à l'adjudication du 8 août.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 5 au 24 septembre) ont atteint 1,5 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 6,23 %.

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.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée pour l'essentiel sur le marché intérieur¹, est passée de 2 milliards de francs à 12 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés financières ont respectivement levé 10 milliards de francs et 2 milliards.

La collecte des émetteurs non résidents, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 14 milliards de francs en septembre, après 4 milliards en août.



Au terme des neuf premiers mois, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 375 milliards de francs en 1996, en hausse de 30 % par rapport à celle de la période correspondante de 1995. Globalement, les résidents n'ont guère sollicité le compartiment de l'eurofranc (6 % 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 en légère hausse. La part de l'État (hors emprunt Cades)² a représenté 61 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1996 (70 % en 1995) par les résidents sur l'ensemble des compartiments.

¹ En raison de l'interdiction — renouvelée fin 1994 par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur depuis le mois de janvier 1995.

² À fin septembre, l'État avait réalisé 85 % du programme indicatif d'émission d'OAT, estimé à 270 milliards de francs.

5.2.4. Le marché primaire des actions en août ¹

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Juillet 1996	Août 1996	8 mois 1996	8 mois 1995	Année 1995
TOTAL ÉMIS (a).....	26,9	15,5	167,3	180,1	260,5
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	24,1	15,3	151,2	159,0	235,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	2,7	0,1	11,7	17,4	19,2
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,1	0,1	4,3	3,6	6,2
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	9,9	5,2	33,5	29,1	35,9
– émissions avec appel public à l' épargne (c).....	8,6	9,3	32,5	33,1	38,4

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale
 (b) Cote officielle, 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. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 16 milliards de francs en août, après 27 milliards en juillet. Au terme des huit premiers mois, leur montant (167 milliards de francs) apparaît en recul d'une année à l'autre ².

Les émissions de titres cotés sont revenues de 10 milliards de francs en juillet à 5 milliards en août d'un mois à l'autre. À fin août 1996, elles atteignaient 34 milliards de francs, soit 20 % du montant total des émissions d'actions, contre 15 % pour l'ensemble de l'année 1995.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont restées stables d'une année à l'autre (33 milliards de francs environ). Dans le cadre des récents travaux relatifs à l'aménagement de la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés, la Commission des opérations de bourse (COB) a proposé début août une nouvelle définition de l'appel public à l'épargne : « l'appel public à l'épargne est caractérisé par l'émission, la cession ou la diffusion de valeurs mobilières dans un large public. Font appel public à l'épargne : les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, ou dont le nombre d'actionnaires correspond à un large public ; ou les sociétés dont les titres sont placés selon des procédés d'appel public à l'épargne. Un règlement de la Commission des opérations de bourse définit la notion de large public ». Dans ce cadre juridique, la COB pourrait préciser la notion de large public en reprenant le nombre de 300 investisseurs, conformément à la position adoptée dans son règlement n° 92-02.

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

² La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris a été très favorablement orientée tout au long du mois, le CAC 40 franchissant, lors des derniers jours, le seuil des 2 100 points.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a enregistré au cours du mois de septembre une forte progression. Le marché a bénéficié, d'une part de la bonne orientation de la place de New York et des autres grandes bourses, d'autre part de la nette amélioration des marchés de taux courts. Après une longue période de fluctuations autour de la barre des 2 100 points, celle-ci a été nettement franchie à partir du 25 septembre.

La liquidation mensuelle s'est néanmoins achevée sur un gain relativement limité, à 2,29 %, en raison du fort repli du marché observé au cours des tout derniers jours du mois d'août.

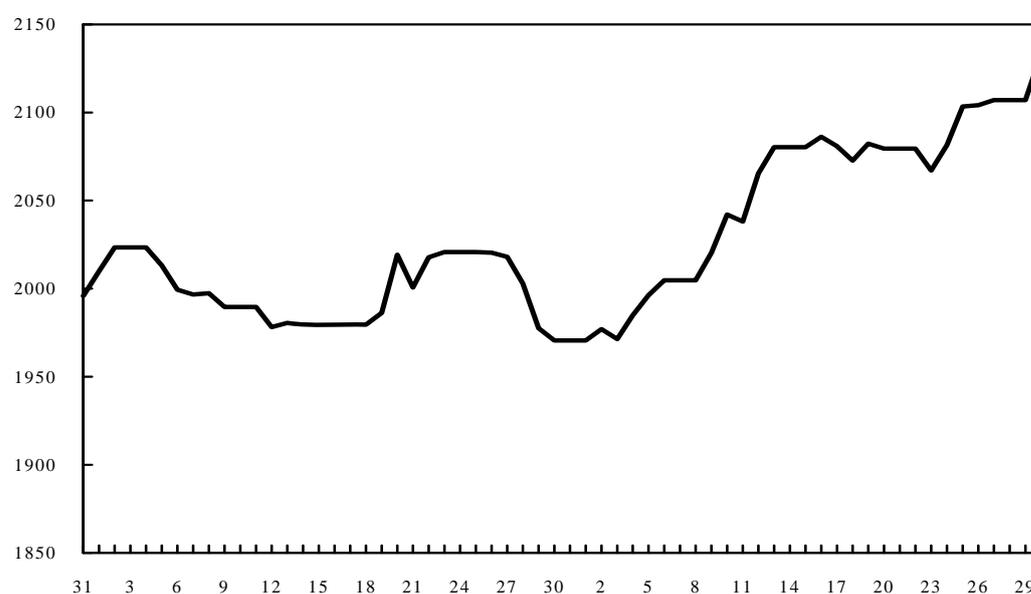
Au total, le marché parisien est depuis le début de l'année l'un de ceux qui ont été le mieux orientés parmi les principales bourses mondiales.

INDICES BOURSIERS				
	31 août 1996	30 septembre 1996	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1996
New York (Dow Jones)	5 616,21	5 882,17	4,74	14,95
Londres (FT 100).....	3 867,60	3 953,70	2,23	7,17
Tokyo (Nikkei)	20 166,90	21 556,40	6,89	8,50
Paris (CAC 40)	1 970,61	2 132,81	8,23	13,93
Francfort (Dax)	2 543,83	2 651,85	4,25	17,66

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

Mise à jour le 4 octobre 1996

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 octobre 1996

5.3.2. La tendance au début du mois d'octobre

(arrêtée au 9)

La Bourse de Paris a poursuivi sa progression, soutenue par la détente enregistrée sur les rendements courts et longs.

Aussi l'indice CAC 40 a-t-il touché ses plus hauts niveaux de l'année le 4 octobre, à 2 152,69 points en clôture. À la suite d'un léger mouvement de consolidation, il s'est établi à 2 146,71 points le 9 octobre.

Par rapport au 30 septembre, la hausse atteint 0,6 %.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

La Banque de France constate le dynamisme confirmé des agrégats M1 et M2.

En effet, les moyens de paiement (*M1*) se sont redressés en août (+ 1,6 %, après – 2,5 % le mois précédent), leur progression annuelle demeurant soutenue et s'établissant à 6,1 %.

En ce qui concerne les placements à taux réglementé, le recul enregistré sur les livrets A (– 0,3 % en août) a été plus que compensé par la progression des livrets d'épargne populaire (+ 1,5 %) et des livrets soumis à l'impôt (+ 0,2 %). Ainsi, l'agrégat M2 – M1 a de nouveau augmenté d'un mois à l'autre (+ 0,2 %, après + 0,7 % en juillet), son taux de croissance annuel atteignant 9,7 %. L'agrégat M2 a progressé, pour sa part, de 1,0 % en août et de 7,8 % sur un an, ce qui dénote une vive progression des placements les plus liquides des agents économiques.

L'agrégat M3, tout en ayant augmenté de 0,6 % en août (après avoir fléchi de 0,2 % en juillet), continue d'enregistrer une perturbation, sa croissance sur douze mois s'établissant à 0,3 %. Cette perturbation est due à une forte réallocation des placements, notamment vers les produits d'épargne contractuelle, liée à la désaffection vis-à-vis des produits monétaires rémunérés à taux de marché dans le contexte d'une baisse très rapide et substantielle des taux d'intérêt à court terme. En particulier, la détention de titres de créances négociables émis par les établissements de crédit a diminué (– 2,0 %), les titres d'OPCVM monétaires étant à peu près stables (+ 0,1 %). En conséquence, l'agrégat M3 – M2 n'a pas progressé en août et s'inscrit en forte baisse sur douze mois (– 8,9 %).

Par ailleurs, l'agrégat P1, qui comprend pour l'essentiel les placements en plans d'épargne-logement, en plans d'épargne populaire, en titres d'OPCVM garantis et en bons de capitalisation, continue à connaître une très forte progression (+ 1,3 % en août et + 18,4 % sur un an).

Au total, l'ensemble des placements liquides M3 + P1 connaît une croissance significative (+ 0,7 % en août et + 4,3 % sur un an).

L'*endettement intérieur total* a progressé de 3,3 % en rythme annuel à fin juillet, malgré le recul des crédits distribués par les établissements de crédit (– 0,6 %). En effet, la progression annuelle des financements obtenus par les agents non financiers sur les marchés internes est demeurée vive (+ 11,8 %).

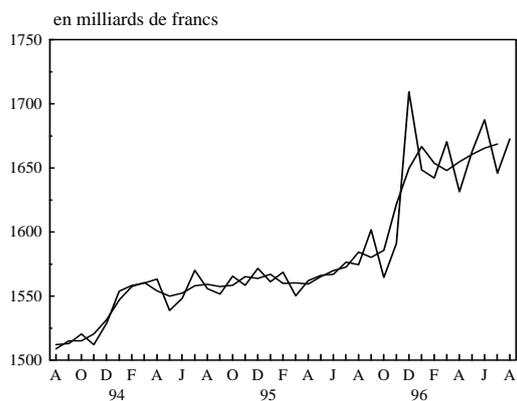
LES AGRÉGATS				
Statistiques à fin août 1996	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Juin 1996 (a) en pourcentage	Juillet 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
M1	1 643,8	1,6	6,1	6,1
M2	3 123,6	1,0	7,7	7,8
M3	5 306,4	0,6	1,0	0,3
M4	5 410,2	0,5	1,5	0,8
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
P1	1 818,5	1,3	18,0	18,4
Statistiques à fin juillet 1996			Variations sur 12 mois en glissement	
			Mai 1996 en pourcentage	Juin 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE FINANCEMENT				
Endettement intérieur total	10 824,8	4,8	3,7	3,3
– dont État	3 497,8	10,6	8,4	8,4
Ensemble des crédits à l'économie	6 348,0	2,0	0,0	-0,6
Crédits des banques à l'économie	3 559,0	-0,2	0,3	-0,7
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 6,2 % ; M2 : 7,7 % ; M3 : 0,8 % ; M4 : 1,4 % ; P1 : 17,8 %				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29				
Mise à jour le 2 octobre 1996				

AVERTISSEMENT

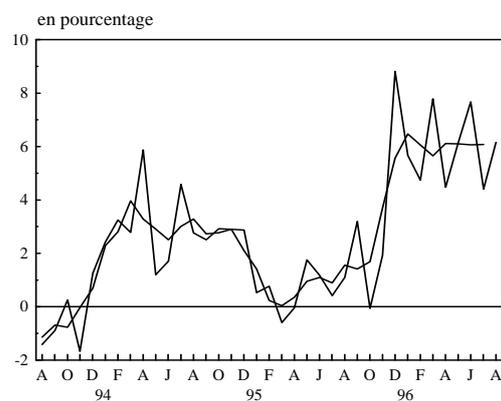
Les comptes d'affacturage représentent 9,8 milliards de francs, subdivisés en comptes d'affacturage disponibles (3,9 milliards) et indisponibles (5,9 milliards) à fin août 1996.

Dans un souci d'harmonisation entre la méthodologie des comptes nationaux et celle des statistiques monétaires, les comptes d'affacturage indisponibles ont été inclus dans l'agrégat M3 – M2, au titre des dépôts à terme, et non plus dans les dépôts à vue compris dans M1. La modification a été effectuée à partir de mars 1993, date de première déclaration de ces encours. Les comptes d'affacturage disponibles restent compris dans les dépôts à vue.

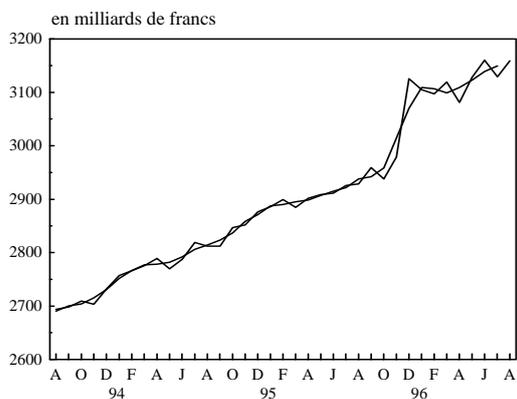
M1 Encours cvs



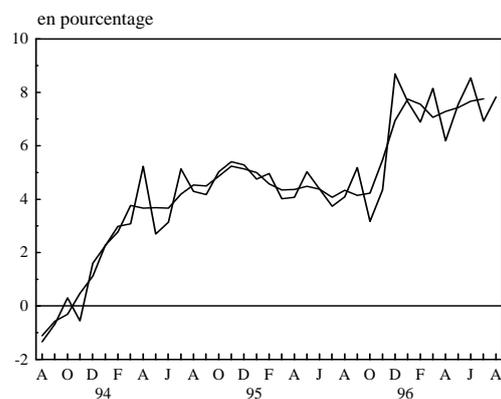
M1 Glissements sur 12 mois



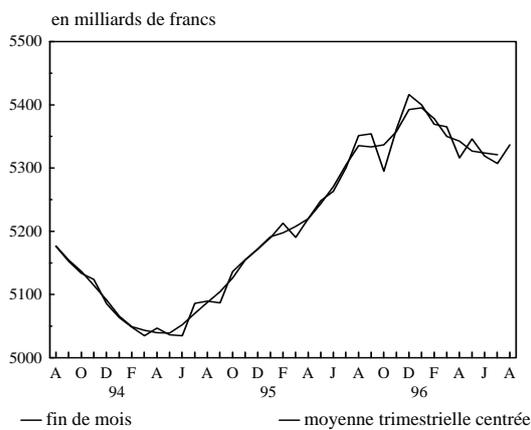
M2 Encours cvs



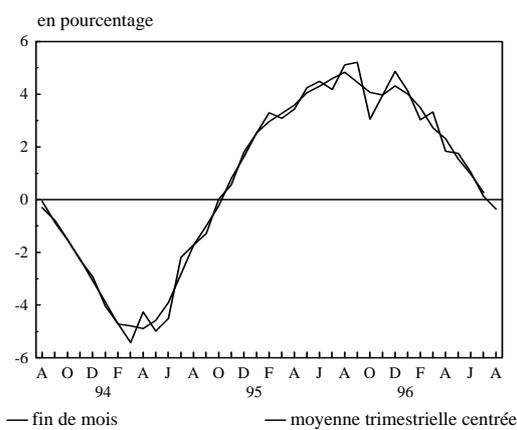
M2 Glissements sur 12 mois



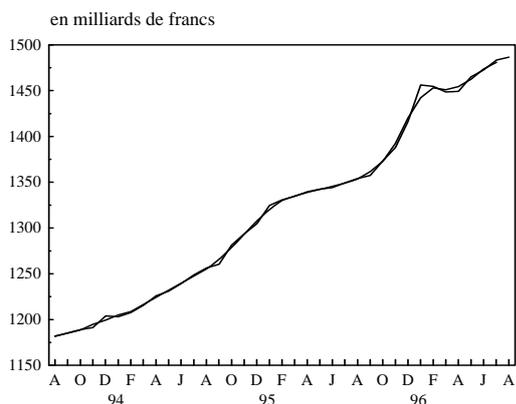
M3 Encours cvs



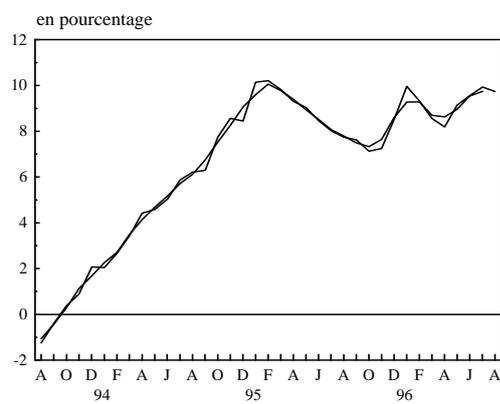
M3 Glissements sur 12 mois



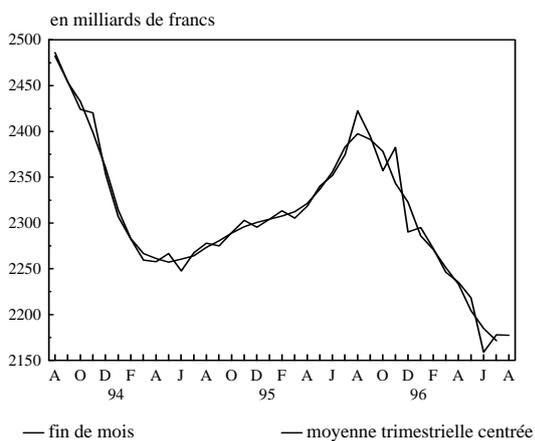
M2 – M1
Encours cvs



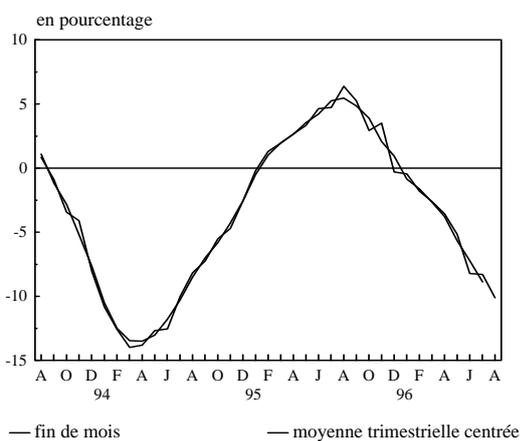
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



M3 – M2
Encours cvs



M3 – M2
Glissements sur 12 mois



LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1 (a)

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours en fin de mois données brutes			Variation						
				mensuelle données cvs (b) en fin de mois		sur 12 mois				
	1996					1996		données brutes en fin de mois		en mtc (c) centrées sur
	1996	1996	1996	1996	1996	1996	Année 1995	Août 1995/ Août 1996	Nov. 1995	Juillet 1996
AGRÉGATS DE MONNAIE										
<i>M1</i>										
<i>Billets et monnaies</i>	253,4	257,8	255,0	-1,7	1,7	1,4	3,8	0,1	3,0	
<i>Dépôts à vue</i>	1 454,3	1 416,7	1 388,8	-2,6	1,6	10,1	6,6	4,4	6,6	
Total M1	1 707,7	1 674,5	1 643,8	-2,5	1,6	8,8	6,2	3,7	6,1	
<i>M2 – M1</i>	1 457,6	1 471,1	1 479,7	0,7	0,2	8,5	9,7	7,6	9,7	
<i>Livrets A</i>	664,5	664,1	663,2	-0,2	-0,3	6,9	-3,0	6,0	-2,5	
<i>Livrets bleus</i>	89,2	89,8	90,0	0,1	-0,3	10,2	1,5	7,7	1,9	
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	145,5	147,2	149,4	1,2	0,4	3,3	9,7	2,1	9,2	
<i>Codevi</i>	194,1	195,9	196,5	0,7	-0,1	24,0	11,6	25,8	12,3	
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	150,8	153,7	155,8	2,2	1,5	12,6	69,3	11,8	67,5	
<i>Livrets jeunes</i>	19,6	21,5	22,6							
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	193,9	199,0	202,2	1,8	0,2	2,5	17,9	0,6	17,1	
Total M2	3 165,3	3 145,6	3 123,6	-1,0	1,0	8,7	7,8	5,5	7,8	
<i>M3 – M2</i>	2 164,9	2 177,0	2 182,8	0,9	0,0	-0,3	-10,1	2,1	-8,9	
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	98,3	104,6	108,3			19,0	-3,5	16,9	-3,3	
<i>Placements à terme</i>	593,4	591,1	591,4	-0,1	0,2	12,3	-19,2	18,2	-18,5	
– Dépôts à terme (d)	416,2	415,3	417,1	0,2	0,7	23,6	-21,4	32,7	-20,5	
– Bons de caisse et d'épargne ...	177,2	175,7	174,3	-0,9	-1,0	-9,5	-13,6	-8,6	-13,3	
<i>Titres de créances négociables (e)</i>	301,6	320,2	316,3	7,0	-2,0	0,5	-23,0	11,4	-24,3	
– Certificats de dépôt et BMTN	283,3	298,1	297,1			0,4	-23,4	12,4	-24,9	
– Bons et BMTN des ISF	18,3	22,1	19,2			3,2	-16,4	-5,0	-14,6	
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	1 147,5	1 137,0	1 142,7	-1,2	0,1	-8,6	-0,5	-9,7	2,3	
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	24,1	24,1	24,1							
Total M3	5 330,2	5 322,6	5 306,4	-0,2	0,6	4,9	-0,4	4,0	0,3	
<i>M4 – M3</i>	140,6	101,8	103,9	-30,1	-1,0	46,4	27,4	19,4	36,8	
<i>Titres de créances négociables (e)</i>	140,6	101,8	103,9			46,4	27,4	19,4	36,8	
– Bons du Trésor	112,9	81,9	84,1			79,6	37,9	47,0	48,1	
– Billets de trésorerie et BMTN	27,7	20,0	19,8			-24,5	-3,8	-33,4	4,1	
Total M4	5 470,9	5 424,5	5 410,2	-1,0	0,5	5,4	0,1	4,2	0,8	
AGRÉGAT DE PLACEMENT										
<i>P1</i>										
<i>Plans d'épargne-logement</i>	842,0	851,3	860,3	1,6	1,5	15,6	26,2	14,4	25,6	
<i>Comptes espèces associés aux PEA</i>	6,7	8,5	8,5							
<i>Autres comptes d'épargne à régime spécial</i>	2,3	2,3	2,3							
<i>Contrats d'épargne – sociétés de crédit différé</i>	2,2	2,2	2,2							
<i>Plans d'épargne populaire</i>	541,6	540,9	541,9			17,2	17,9	16,6	18,0	
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	93,9	98,7	99,9			16,6	24,1	15,5	23,1	
<i>Bons de capitalisation</i>	302,7	303,0	303,4	0,2	0,2	1,2	1,4	1,3	1,4	
Total P1	1 791,3	1806,8	1818,5	1,4	1,3	13,1	18,8	12,4	18,4	

(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) Constituée très majoritairement par les comptes à terme, cette rubrique regroupe également les comptes d'affacturage indisponibles et les opérations à terme sur titres.

(e) 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. : 01 42 92 49 29

Mise à jour le 2 octobre 1996

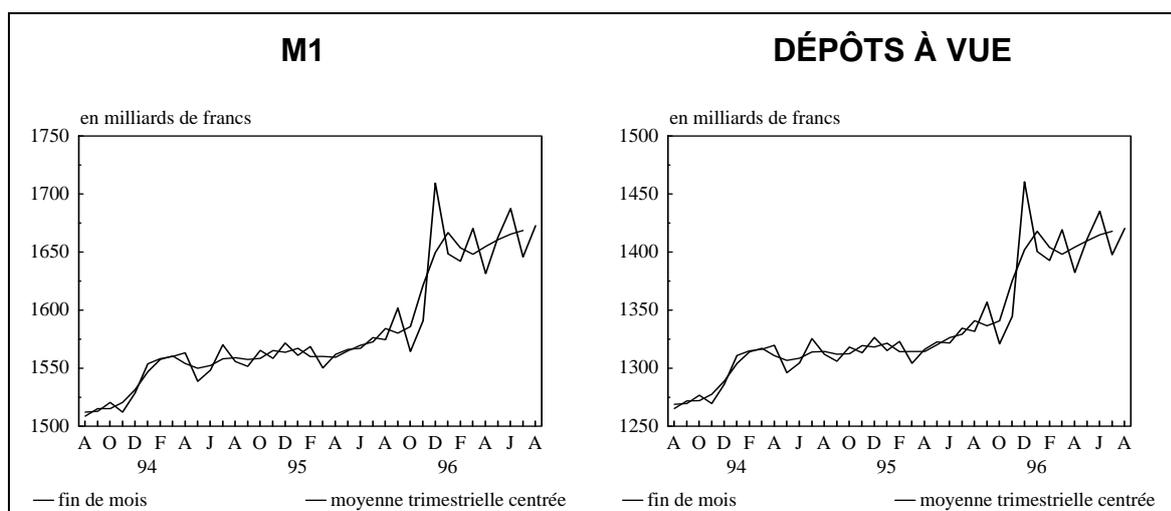
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin août 1996)

M1

En août, l'agrégat de monnaie M1 a progressé de 1,6 %, après avoir décliné de 2,5 % en juillet. Cette forte volatilité au mois le mois ne doit pas masquer le fait que la progression annuelle de M1 s'est établie à 6,1 % pour le quatrième mois consécutif. Les dépôts à vue qui forment la principale composante de M1 ont évolué dans les mêmes proportions (+ 1,6 % en août, après - 2,6 % en juillet).



M2 – M1

La croissance des livrets à taux réglementés compris dans M2 – M1 a été faible en août (+ 0,2 %). Sur douze mois, la progression soutenue de M2 – M1 se poursuit (+ 9,7 % à fin août, après + 9,5 % à fin juillet). Alors qu'il y a un an, les principaux contributeurs à la croissance de M2 – M1 étaient les livrets A et les Codevi, la croissance de M2 – M1 s'explique notamment par l'attractivité des livrets d'épargne populaire qui représentent 84,1 % de la progression de M2 – M1 depuis décembre 1995.

Le recul des premiers livrets s'est poursuivi en août, avec - 0,3 %, après - 0,1 % en juillet. Depuis le mois de janvier 1996, l'encours des livrets A de caisse d'épargne a reculé de 8,6 %, et la baisse des livrets bleus du Crédit mutuel a atteint 7,5 %.

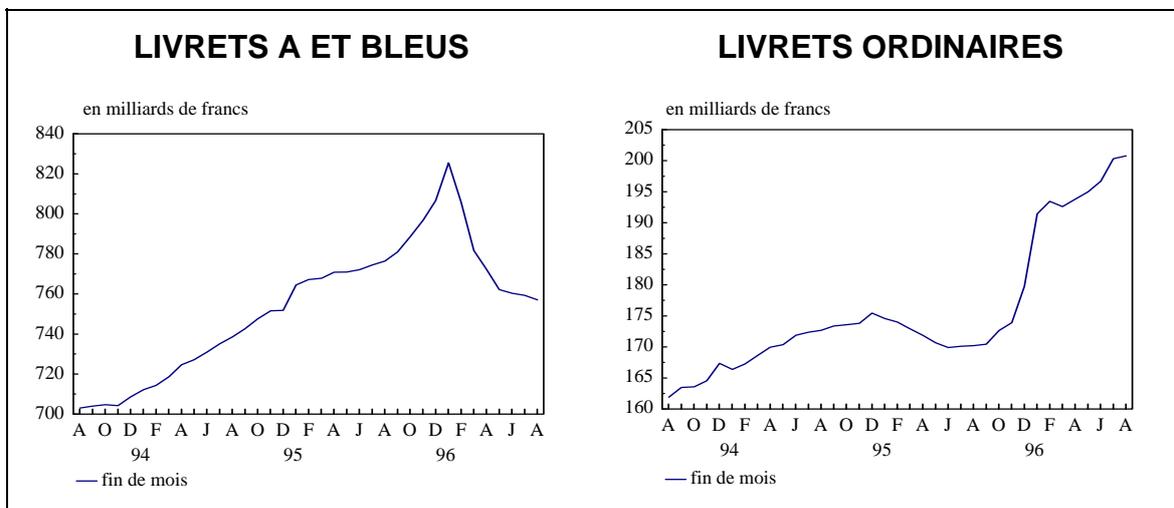
Après quatre mois de progression peu soutenue, les Codevi ont reculé de 0,1 % en août, de sorte que leur progression annuelle n'est plus que de 12,3 %, au lieu de 43,9 % il y a un an.

En revanche, les livrets d'épargne populaire ont progressé de 1,5 % en août (après + 2,2 % en juillet) et de 67,5 % sur douze mois.

L'encours des livrets « Jeunes » s'est accru de 1,1 milliard de francs en août, pour atteindre 22,6 milliards. L'encours moyen des livrets « Jeunes » peut être évalué à environ 4 000 francs.

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.

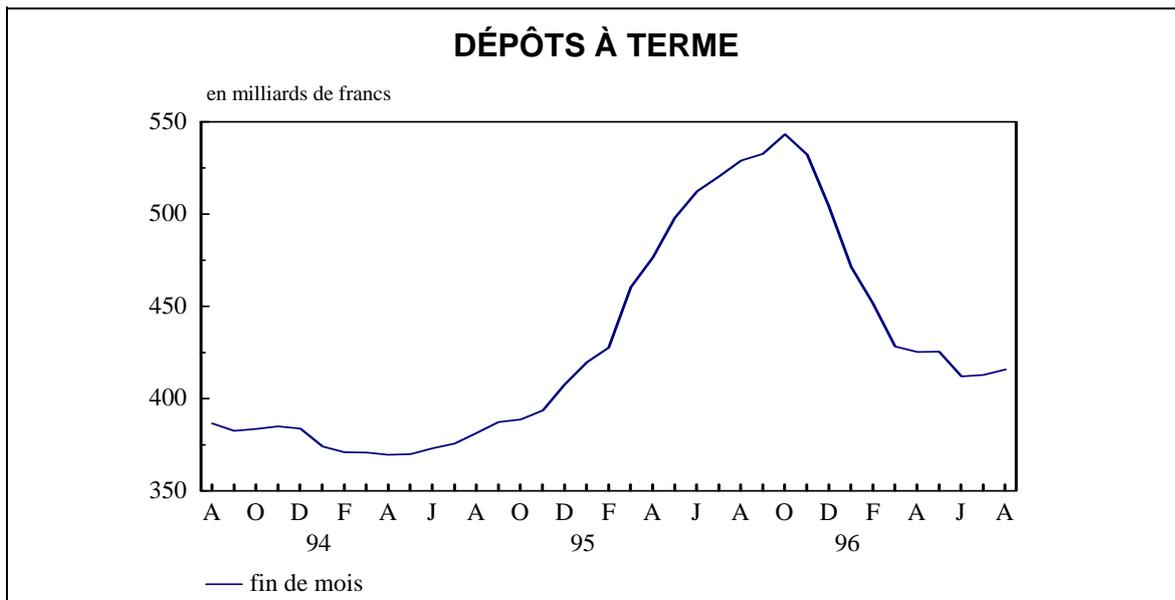
Les livrets ordinaires restent attractifs depuis le début de l'année pour les ménages imposables en l'absence d'autres substituts. Ils ont la même fonction que les Codevi de 1993 à 1995, désormais en partie saturés. Leur croissance rapide depuis le début de l'année (+ 0,2 % en août et + 11,7 % depuis décembre 1995) est alimentée notamment par les sommes arrivées à échéance sur les comptes à terme.



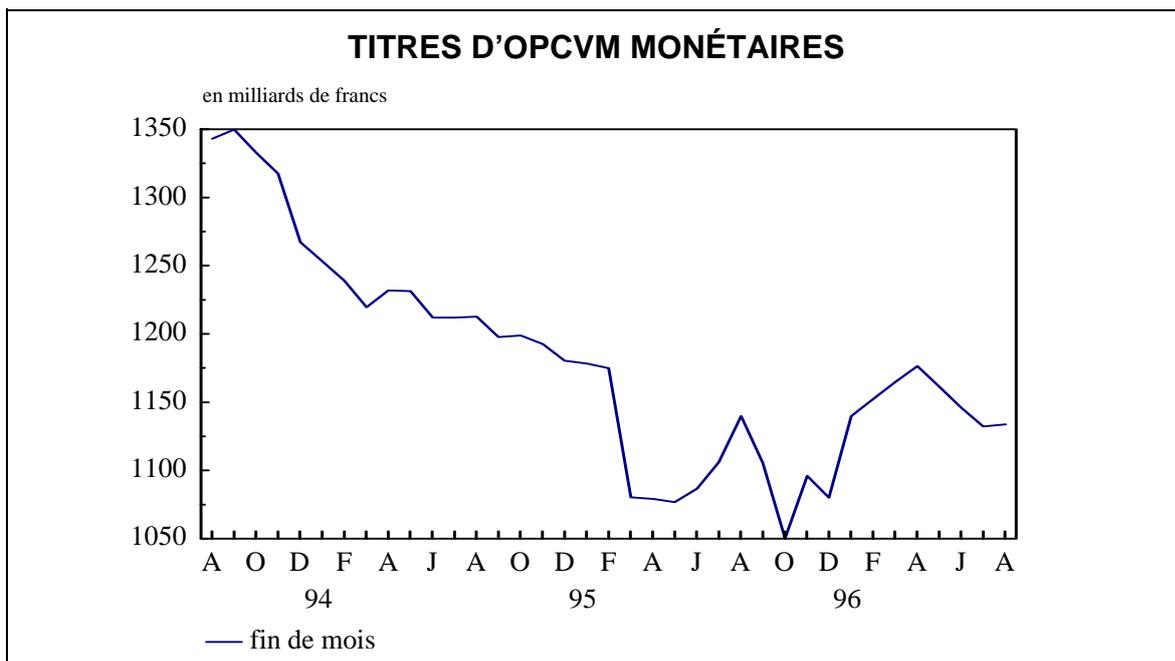
M3 – M2

L'agrégat M3 – M2, qui regroupe l'ensemble des produits d'épargne rémunéré à taux de marché, est resté stable en août (après + 0,9 % en juillet). Sur douze mois, M3 – M2 a reculé de 8,9 % (après – 7,2 % à fin juillet). Les mouvements de substitution entre les titres de créances négociables émis par les établissements de crédit, les dépôts à terme et les OPCVM monétaires, semblent s'être interrompus depuis juillet.

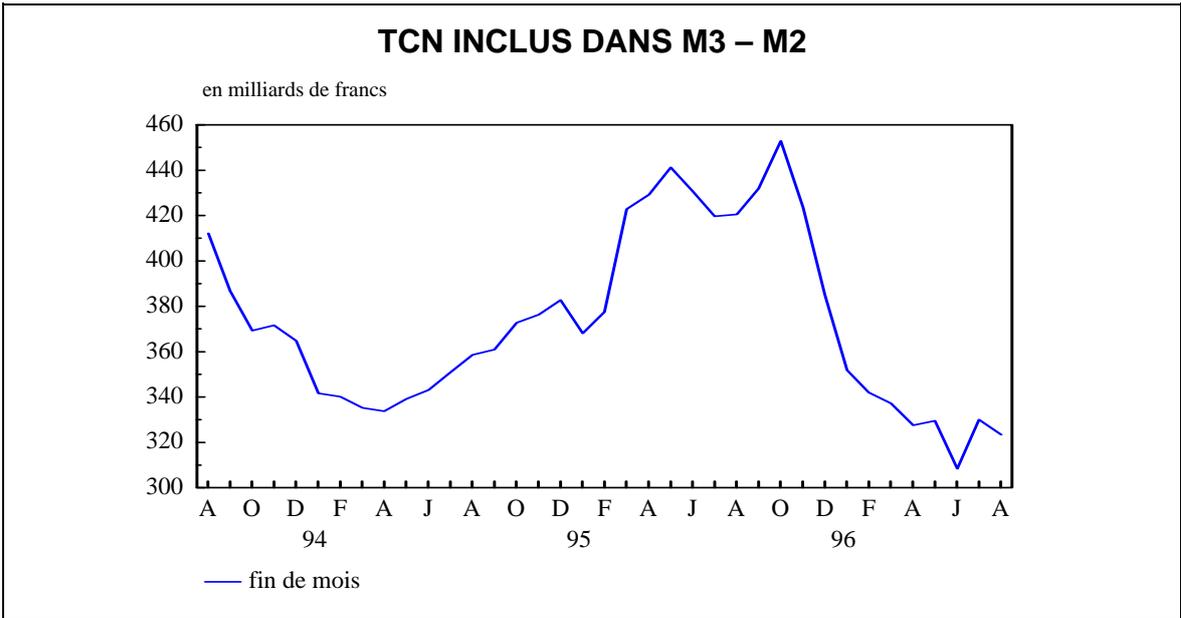
En particulier, les dépôts à terme ont progressé de 0,7 % en août, après 0,2 % en juillet. Ils ont toutefois reculé de 20,5 % sur un an (après – 18,3 % à fin juillet).



Les titres d'OPCVM monétaires sont restés quasiment stables en août (+ 0,1 %). Depuis le début de l'année, on peut distinguer deux périodes distinctes : de janvier à avril, l'encours des OPCVM monétaires a progressé de 8,7 %, mais de mai à juillet s'est affaibli de 3,9 %.



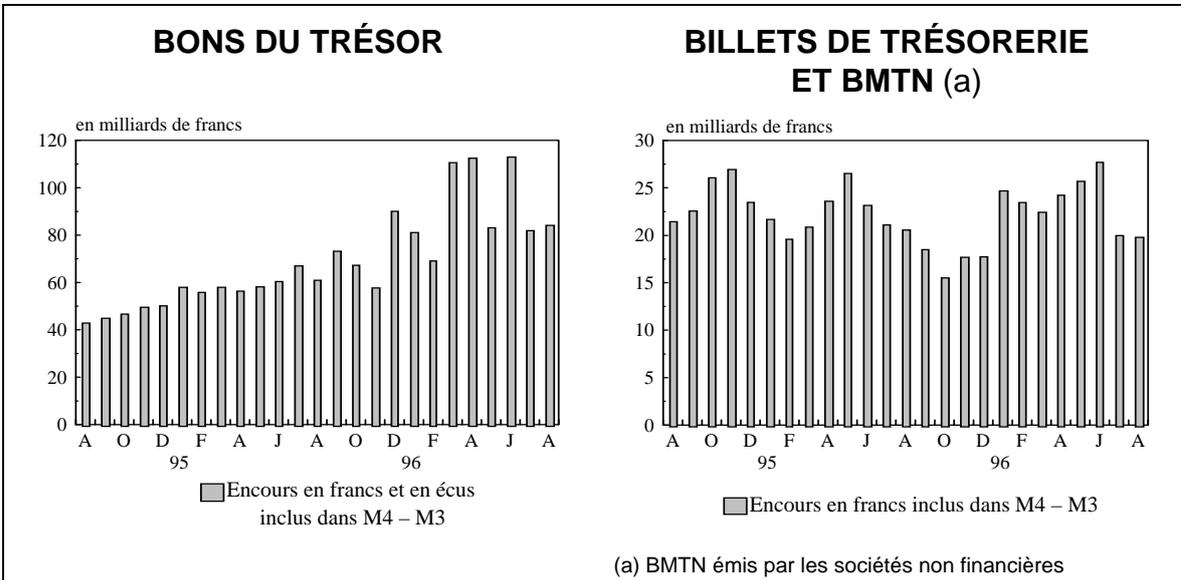
Les titres de créances négociables détenus dans M3 – M2 ont reculé de 2 % en août, après + 7 % en juillet. Sur douze mois, ils se sont contractés de 24,3 %.



M4 – M3

Le volume des bons du Trésor détenus par les agents non financiers a légèrement progressé, passant de 81,9 milliards de francs en juillet à 84,1 milliards en août.

Le volume des billets de trésorerie et des BMTN émis par les entreprises a diminué de 0,2 milliard de francs en août, pour atteindre 19,8 milliards.



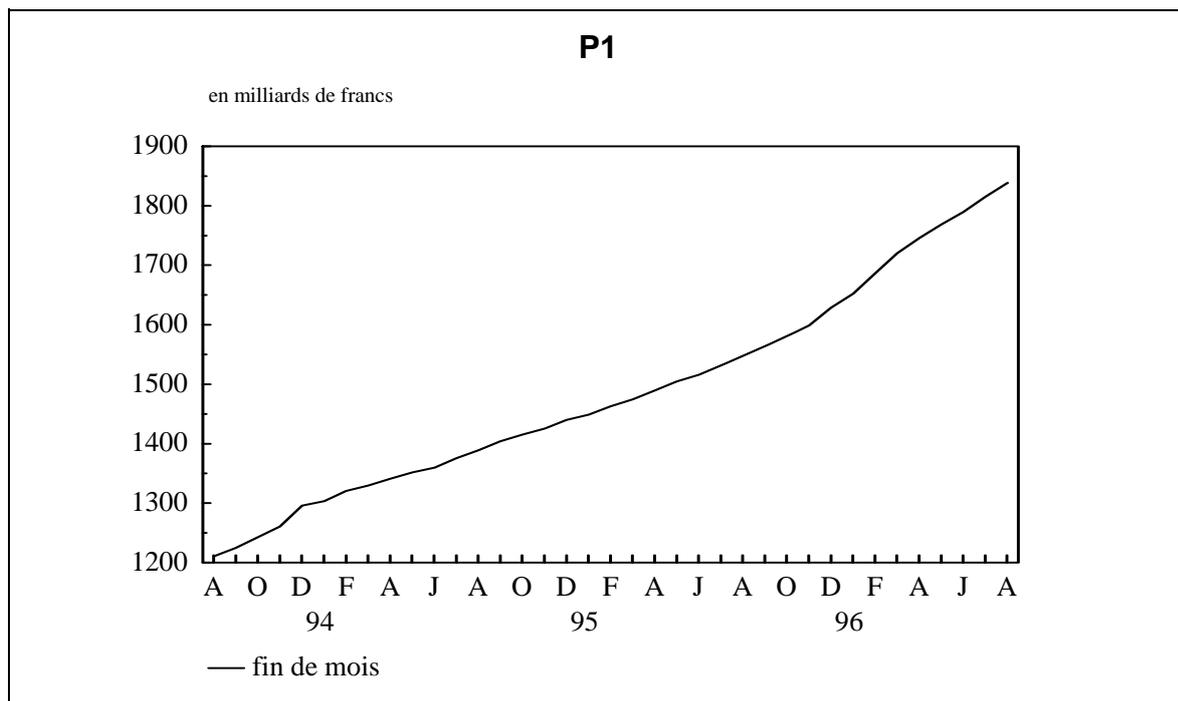
P1

L'agrégat de placement P1 s'est accru de 1,3 % en août et confirme la régularité de son évolution depuis avril. Sur un an, sa progression continue de se renforcer (+ 18,4 % à fin juillet, après + 18,0 % à fin juin).

Notamment, les plans d'épargne-logement ont progressé de 1,5 % en août, après + 1,6 % en juillet. Sur un an, leur progression a atteint 25,6 % à fin août, après + 24,8 % à fin juillet.

Les plans d'épargne populaire souscrits auprès des sociétés d'assurances et des établissements de crédit ont augmenté de 18,0 % sur douze mois à fin août, après + 18,2 % à fin juillet.

L'encours des OPCVM garantis détenus par les agents non financiers s'est accru de 1,2 milliard de francs en août. Sur douze mois, il a crû de 23,1 %.



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin juillet 1996)

Vue d'ensemble

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont enregistré une nouvelle baisse en juillet (- 0,9 %, après - 1,6 % en juin). Sur douze mois, leur variation, positive depuis quinze mois, est redevenue négative (- 0,6 %).

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	
	Mai	Juin	Juillet	Décembre	Juin	Juillet
	TOTAL avant défaisance	-0,2	-1,6	-0,9	2,3 (a)	0,0 (a)
SOCIÉTÉS	-0,4	1,0	-1,9	0,8	-1,4	-2,6
MÉNAGES	0,1	-0,5	0,5	0,7	0,6	1,1
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-0,4	-12,3	-1,4	11,9	2,5	1,0

(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. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 25 septembre 1996

Ce mouvement d'ensemble est essentiellement imputable aux crédits aux sociétés, qui ont reculé de 1,9 % (après + 1,0 % en juin). Leur baisse sur un an s'est ainsi accentuée (- 2,6 %, après - 1,4 % à fin juin). En revanche, les crédits consentis aux ménages ont progressé de 0,5 % (après - 0,5 % en juin), leur croissance annuelle se renforçant (+ 1,1 %, après + 0,6 % à fin juin).

Les crédits des banques

Les crédits distribués par les seules banques ont diminué (de 1,5 %, après une hausse de 0,9 % en juin). Sur un an, ils ont enregistré une baisse de 0,7 % (après + 0,3 % à fin juin). Ce recul reflète surtout l'évolution des crédits accordés aux sociétés, qui ont diminué de 3,4 % en juillet (contre + 1,1 % en juin). Leur baisse sur douze mois a atteint 4,1 %.

Notamment, les crédits de trésorerie aux sociétés ont régressé de 5,7 %, après avoir augmenté de 3,0 % en juin. Ces évolutions, inhabituelles à cette période de l'année, ont été renforcées par les coefficients de désaisonnalisation. Entre juin et juillet, ces mouvements de hausse et de baisse imputables à des opérations exceptionnelles de nature comptable se compensent en grande partie. Sur douze mois, la baisse a atteint - 5,2 %.

Les crédits à l'investissement des sociétés ont également diminué (- 0,2 %, après - 1,2 % en juin). Sur un an, leur baisse atteint - 2,7 %.

En revanche, les crédits aux ménages ont progressé de 0,6 % (après - 0,3 % en juin). En rythme annuel, leur croissance s'est établie à 1,2 %.

En particulier, les crédits à l'habitat accordés aux ménages ont augmenté de 0,4 % (après - 0,1 % en juin). Sur un an, leur hausse a atteint 1,6 %. Ce mouvement reflète surtout la progression des crédits du secteur libre. Les crédits de trésorerie des particuliers ont, pour leur part, enregistré une hausse de 1,8 % (après - 1,0 % en juin), leur progression annuelle atteignant 5,6 %.

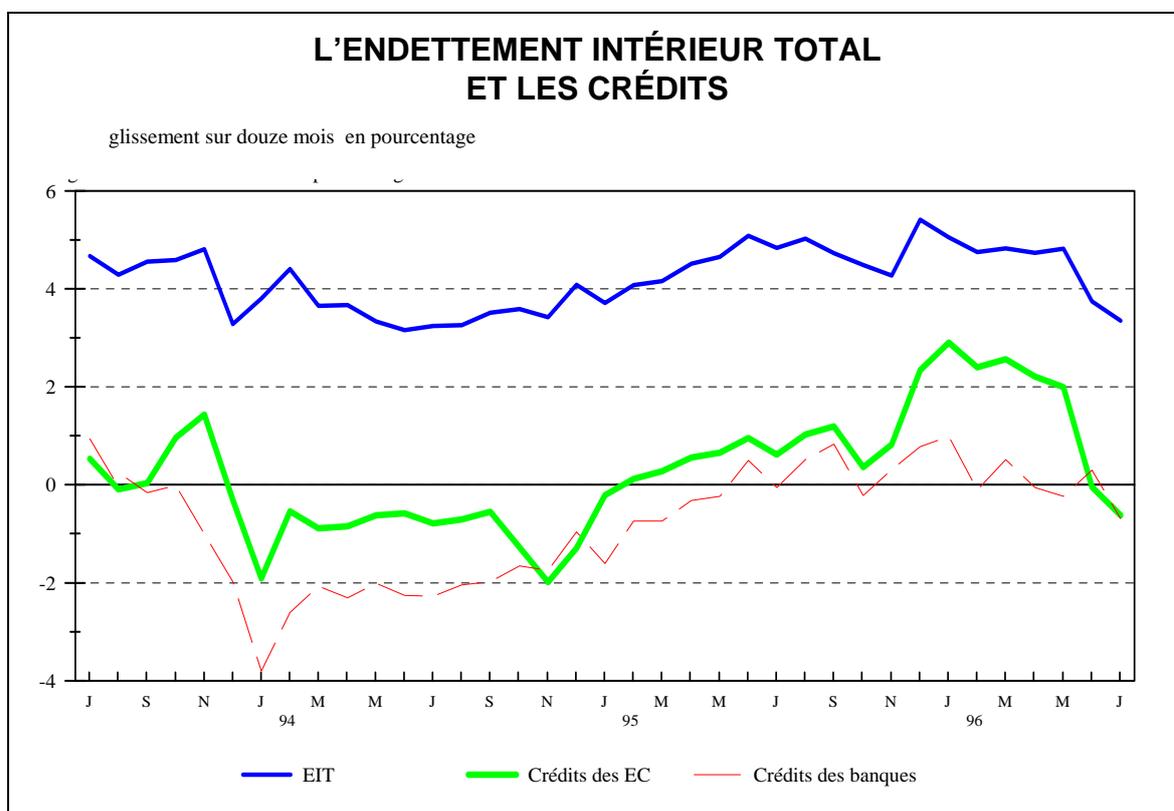
LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1996			1995	1996	
	Mai	Juin	Juillet	Décembre	Juin	Juillet
TOTAL avant défaisance.....	-0,1	0,9	-1,5	0,8 (a)	0,3 (a)	-0,7 (a)
SOCIÉTÉS	-0,3	1,1	-3,4	0,0	-1,8	-4,1
- Investissement des sociétés	0,1	-1,2	-0,2	-0,8	-1,9	-2,7
- Trésorerie des sociétés	0,5	3,0	-5,7	3,8	-1,1	-5,2
- Autres crédits	-2,1	0,6	-3,1	-5,0	-2,8	-4,1
MÉNAGES	0,2	-0,3	0,6	0,4	0,5	1,2
- Habitat ménages	0,3	-0,1	0,4	1,0	1,1	1,6
- Trésorerie des particuliers	-0,3	-1,0	1,8	3,4	2,5	5,6
- Autres crédits	0,3	-0,4	0,2	-3,0	-2,5	-2,6
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS ...	-1,3	6,8	-3,5	7,8	13,6	10,2
(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. : 01 42 92 49 28						
Mise à jour le 25 septembre 1996						

6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin juillet 1996)

Le rythme annuel de progression de l'endettement intérieur total (EIT) des agents non financiers s'est établi à + 3,3 % en juillet (après + 3,7 % en juin ²).

Si les crédits distribués par les établissements de crédit sont en légère baisse (- 0,6 % sur un an à fin juillet), la progression des financements obtenus sur les marchés internes demeure vive (+ 11,8 % sur un an à fin juillet).



Ce résultat traduit principalement une diminution de la dette globale des sociétés (- 1,0 % à fin juillet), contrastant avec une légère croissance de la dette des ménages (+ 1,1 %) et une progression soutenue de la dette de l'État (+ 8,4 % à fin juillet).

En ce qui concerne les sociétés, la contraction des crédits qui leur sont accordés par l'ensemble des institutions financières (- 2,6 % sur un an à fin juillet) n'a pas été compensée par un recours encore important aux financements de marché (+ 27,5 % sur le marché monétaire et + 4,4 % sur le marché obligataire, en rythme annuel).

² Les chiffres de janvier à juin 1996 ont été sensiblement révisés, après actualisation des données concernant notamment la dette non négociable de l'État (juin 1996), les crédits accordés par les non-résidents (juin 1996) et les obligations émises à l'étranger (janvier à juin 1996).

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

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

	1995	1996		
	Décembre	Mai	Juin	Juillet
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance	5,4	4,8	3,7	3,3
– État	13,4	10,6	8,4	8,4
– Sociétés	1,2	-0,5	-0,9	-1,0
– Ménages.....	0,7	1,2	0,6	1,1
CRÉDITS avant défaisance	2,3	2,0	0,0	-0,6
– Sociétés	0,8	-1,5	-1,4	-2,6
– Ménages.....	0,7	1,2	0,6	1,1
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a)	9,5	-2,1	-5,2	-3,9
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	11,1	11,7	11,1	11,8
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>12,5</i>	<i>12,1</i>	<i>9,0</i>	<i>9,5</i>
– État	14,5	8,8	3,8	3,3
– Sociétés.....	0,4	25,0	18,4	27,5
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>10,4</i>	<i>11,4</i>	<i>12,3</i>	<i>13,2</i>
– État	13,8	14,6	14,3	14,6
– Sociétés	0,4	1,5	1,1	4,4
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	-3,0	-1,2	7,8	2,8
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	19,4	-9,8	17,4	-6,2

(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, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes — Dakar 1 et 2 —, après déduction des opérations sur titres avec les institutions financières).

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

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

Mise à jour le 30 septembre 1996

Dans la progression annuelle de l'EIT, la part de l'épargne contractuelle est restée prépondérante (2,5 points à fin juillet). En revanche, la contribution de M3 est demeurée relativement faible (0,1 point à fin juillet, après 0,5 point en juin).

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES

Parts dans la progression annuelle

(en données brutes – en points de croissance)

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

(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, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes — Dakar 1 et 2 —, 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.

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

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18

Mise à jour le 30 septembre 1996

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

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 149 – septembre 1996

Direction de la Conjoncture
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – août 1996

Direction des Marchés de capitaux
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

La situation du système productif en 1995 (T96/06)

Direction des Entreprises – Direction de la Conjoncture
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Les études de l'Observatoire des entreprises Les PME de la construction depuis 1990

Direction des Entreprises
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Rapport annuel du Conseil national du crédit – exercice 1995

Secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre (CNCT)
(Tél. : 01 42 92 27 10 – Télécopie : 01 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Rapport annuel au CNC du Comité consultatif – exercice 1995-1996

Secrétariat général du Conseil national du crédit et du titre (CNCT)
(Tél. : 01 42 92 27 10 – Télécopie : 01 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 100 TTC

Cahiers régionaux Alsace – septembre 1996 Le comportement des entreprises industrielles alsaciennes en 1995

Banque de France Strasbourg
Secrétariat régional Alsace
(Tél. : 03 88 52 28 82 – Télécopie : 03 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Alsace – septembre 1996
L'affacturage

Banque de France Strasbourg
Secrétariat régional Alsace
(Tél. : 03 88 52 28 82 – Télécopie : 03 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Aquitaine – juin 1996
Note financière annuelle – année 1995

Banque de France Bordeaux
Secrétariat régional Aquitaine
(Tél. : 05 56 00 14 62 – Télécopie : 05 56 00 14 29)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Auvergne – septembre 1996
La situation du système productif en Auvergne en 1995

Banque de France Clermont-Ferrand
Secrétariat régional Auvergne
(Tél. : 04 73 40 69 40 – Télécopie : 04 73 40 69 38)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – septembre 1996
La situation du système productif – année 1995

Banque de France Châlons-en-Champagne
Secrétariat régional Champagne-Ardenne
(Tél. : 03 26 66 71 10 – Télécopie : 03 26 66 71 09)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Lorraine – septembre 1996
***Les établissements de crédit en Lorraine :
implantation, effectifs et activité au 31 décembre 1995***

Banque de France Metz
Secrétariat régional Lorraine
(Tél. : 03 87 39 94 00 – Télécopie : 03 87 39 94 39)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

2. Contribution à des publications extérieures

L'euro, future monnaie unique de l'Europe

par Jean-Claude Trichet, gouverneur
(*Revue des Ingénieurs* – n° 364 – septembre 1996)

Quatre questions à

Paul Marchelli, membre du Conseil de la politique monétaire
(*La Lettre A* – n° 845 – 3 octobre 1996)

Quelques raisons de ne pas désespérer

par Jean Boissonnat, membre du Conseil de la politique monétaire
(*Le Journal du Dimanche* – 6 octobre 1996)

Études ou production, à qui la relation-clients ?

entretien avec Yves Barroux,
adjoint au secrétaire général pour l'Organisation et l'Informatique
(*Le Monde informatique* – n° 689 – 13 septembre 1996)

La Banque de France bascule pour Windows NT

entretien avec Yves Barroux,
adjoint au secrétaire général pour l'Organisation et l'Informatique
(*Technologies bancaires magazine* – n° 58 – septembre-octobre 1996)

Le prix du risque

– Délais de paiement et mesures du risque client

par Élisabeth Kremp, Observatoire des entreprises,
et Michel Dietsch

– Défaillance des marchés financiers et risque systémique

par Michel Aglietta, Banque de France

– La comptabilisation en valeur de marché dans les banques et les sociétés d'assurances : les éléments du débat

par Yves Ullmo, secrétaire général du Conseil national du crédit et du titre,
et Denis Kessler

– La surveillance prudentielle des risques de marché supportés par les établissements de crédit

par Pierre-Yves Thoraval,
directeur de la Surveillance générale et des Analyses du système bancaire
à la Commission bancaire,

(*Revue d'Économie financière* – n° 37 – été 1996)

Développer un contrôle interne adapté au secteur bancaire

entretien avec Jean-Louis Fort, secrétaire général de la Commission bancaire
(*Revue Banque* – n° 574 – octobre 1996)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Demain le monde de l'argent

Entretien avec Alain Armand,
directeur général de la Fabrication des billets,
sur Arte, le 11 septembre 1996

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur LCI, le 19 septembre 1996

É T U D E S

GUSTAVE EIFFEL ET SA TOUR ILLUSTRENT LE NOUVEAU BILLET DE 200 FRANCS

La Banque de France a émis, fin octobre 1996, un nouveau billet de 200 francs. Ce billet, à l'effigie de Gustave Eiffel, est appelé à remplacer progressivement dans la circulation fiduciaire la coupure de même valeur faciale à l'effigie de Montesquieu. Venant après le 50 francs Saint-Exupéry et le 500 francs Pierre et Marie Curie et précédant le 100 francs Paul Cézanne, il se situe au cœur d'une nouvelle gamme de billets homogène et offrant les meilleures garanties de sécurité.

*Caisse générale
Direction générale de la Fabrication des billets*

1. Un symbole de l'innovation et de l'audace

Le billet de 200 francs à l'effigie de Gustave Eiffel (1832-1923) rend hommage au génie créatif et au talent de cet ingénieur à travers son chef-d'œuvre le plus connu, la Tour Eiffel, construite pour l'Exposition universelle de 1889.

La Tour Eiffel illustre à merveille la révolution que constitua l'introduction du fer dans l'art de la construction et symbolise l'esprit d'invention et de découverte de la fin du XIX^e siècle.

Gustave Eiffel réalisa de nombreux autres ouvrages métalliques dans le monde, parmi lesquels la structure de la statue de la Liberté de Bartholdi à New York, le viaduc de Garabit dans le centre de la France, la gare de l'Ouest de Budapest, le pont Maria Pia sur le Douro au Portugal ou encore la coupole de l'Observatoire de Nice.

Il consacra les dernières années de sa vie à la recherche et à la réalisation de travaux scientifiques et il est, à ce titre, considéré comme le père de l'aérodynamique expérimentale.

2. Une image moderne et un graphisme esthétique

2.1. *Motifs du recto*

Le portrait de Gustave Eiffel domine le recto du billet. À gauche du portrait se détache la silhouette du viaduc de Garabit, construit entre 1880 et 1884 dans le Massif central. De part et d'autre de l'arche métallique du viaduc, des lignes courbes violettes, bleues, rouges et jaunes — inspirées d'une étude aérodynamique de Gustave Eiffel — forment des cercles concentriques.

À l'arrière plan du portrait, on distingue le détail d'une charpente évoquant la Tour Eiffel, dont la structure métallique seule pèse 7 300 tonnes (avec les équipements, le poids total de la Tour s'élève à plus de 10 000 tonnes).

La partie centrale gauche du billet est occupée par le filigrane, qui représente un portrait photographique de Gustave Eiffel à 65 ans.

Au-dessus du filigrane figurent une vue en coupe de l'Observatoire de Nice, dont Gustave Eiffel réalisa la coupole avec flotteur annulaire en 1885 et, plus à gauche, un plan simplifié d'un des quatre piliers de la Tour Eiffel.

Sous le filigrane, on distingue un rectangle, faiblement visible à l'œil nu, dans lequel se profile le viaduc de Garabit.

Enfin, à droite du rectangle apparaît une représentation stylisée de la Tour Eiffel, en forme de « A » majuscule partiellement coloré en rouge. Peinte en rouge-brun à l'origine, la Tour Eiffel a été, depuis, repeinte 17 fois, dans des tons allant de l'ocre jaune au bronze.

2.2. Motifs du verso

Une vue de la Tour Eiffel et du Champ de Mars lors de l'Exposition universelle de 1889 constitue le motif principal du verso du billet.

À l'arrière plan, on aperçoit le dôme du Palais des Beaux-Arts ainsi que la verrière de la Galerie des machines, construite à l'occasion de la même exposition et démolie au début du XX^e siècle.

En haut, à gauche du filigrane, une partie de la structure métallique de la Tour Eiffel est reproduite de manière symbolique ; lors de la construction de l'ouvrage, 2 500 000 rivets ont été utilisés pour assembler les quelque 18 000 pièces composant l'édifice.

On retrouve, en bas et à droite du motif principal, la représentation stylisée de la Tour Eiffel qui est partiellement colorée en rouge et dont l'impression coïncide parfaitement avec celle du recto.

Les mentions usuelles, signatures et sanctions encourues par les contrefacteurs, figurent en bas et à droite du billet, tandis que le millésime (année de fabrication) est imprimé au-dessus du filigrane.

3. Des signes de sécurité nombreux et diversifiés

La multiplication des signes de sécurité, alliée à la complexité de leur processus de fabrication, confère une grande fiabilité au billet de 200 francs Gustave Eiffel comme aux autres billets de la nouvelle gamme.

La plupart de ces signes sont visibles à l'œil nu et facilement identifiables par le public qui a toujours intérêt à en vérifier le plus grand nombre pour s'assurer de l'authenticité du billet.

En effet, s'il est toujours possible à un faussaire de reproduire un ou plusieurs signes, il lui est en revanche très difficile de les imiter tous à la perfection.

Certains signes sont plus spécialement destinés aux professionnels de la monnaie fiduciaire car ils ne sont lisibles qu'à l'aide d'appareils spécifiques.

Le filigrane

Signe de sécurité traditionnel, le filigrane résulte de différences d'épaisseur du papier, ce qui le rend particulièrement performant. En la circonstance, il représente un portrait de Gustave Eiffel que l'on découvre par transparence. À noter que, lorsqu'on pose le billet sur une surface foncée, les parties claires du portrait deviennent sombres et inversement, comme pour le négatif d'une photographie.

La bande métallisée discontinue

Cette bande, appelée Strap (Système de transfert réfléchissant anti-photocopie) par les techniciens, est apposée sur le papier fiduciaire avant toute impression.

D'une largeur de 5 mm, elle comporte, en alternance, des parties métallisées réfléchissantes et des parties vernies. Aucune surépaisseur n'est perceptible au toucher et le dessin du billet apparaît sur toute la longueur de la bande sans solution de continuité avec les parties voisines de la coupure.

Un photocopieur ou un scanner reproduit en noir les zones métallisées.

Le motif à couleur changeante

Il s'agit du plan d'un pilier de la Tour Eiffel (cf. *supra*) dont la couleur passe du vert au bleu lorsqu'on incline le billet.

Le motif en encre incolore brillante

Le rectangle dans lequel s'inscrit le profil du viaduc de Garabit (cf. *supra*) se distingue par sa surface brillante du fond mat du billet, particulièrement sous certains angles de vue.

Incolore à la lumière du jour, ce motif devient vert sous éclairage ultraviolet.

La transvision

Les dessins du recto et du verso de la Tour Eiffel stylisée (cf. *supra*) se complètent exactement lorsqu'on regarde le billet par transparence, pour former un motif entièrement coloré en rouge.

Le fil magnétique codé

Ce fil est intégré dans l'épaisseur du papier mais il est visible à l'œil nu des deux côtés du billet.

Par ailleurs, il comporte des informations codées qui peuvent permettre la reconnaissance automatique de la valeur faciale du billet.

Les microlettres

Imprimées au recto au-dessus du filigrane, ces microlettres sont lisibles à la loupe et reproduisent, sans ponctuation ni espace, une phrase extraite des travaux de Gustave Eiffel : « On peut dire, sans la moindre exagération, que, jusqu'au commencement de ce siècle, la branche de la physique relative à la résistance de l'air ne présentait que confusion et incertitudes ».

À la photocopie, les microlettres deviennent totalement illisibles.

Les minilettes

Visibles à l'œil nu et lisibles à la loupe, les minilettes forment les lignes courbes violettes situées en haut et à gauche du viaduc de Garabit, en surimpression sur l'Observatoire de Nice et la bande métallisée discontinue.

Elles reproduisent, sans ponctuation ni espace, une dédicace de Gustave Eiffel sur l'éventail de sa fille le jour de son mariage : « Le drapeau français est le seul qui ait une hampe de trois cents mètres ».

Comme les microlettres, les minilettes deviennent illisibles à la photocopie.

La numérotation magnétique

L'encre du numéro du billet figurant au recto est magnétique.

L'impression taille-douce

Cette impression, dont l'effet relief rehausse le dessin, est utilisée pour certains motifs ou mentions du recto du billet : portrait de Gustave Eiffel, « Banque de France », « 200 » en gros chiffres, « 200 Deux Cents Francs » en chiffres et en lettres, vue de l'Observatoire de Nice, cercle, dans le coin supérieur gauche, destiné aux malvoyants.

Par ailleurs, le billet comporte un réseau Isard (*Intaglio Scanning and Recognition Device*) qui est un signe de lecture et de reconnaissance de la taille-douce.

Le code infrarouge

Une partie de l'image du billet disparaît sous éclairage infrarouge.

La Banque de France a mis au point un système de lecture infrarouge, appelé *Voir* (Visualisation optique par infrarouge), qui permet la vérification de ce codage.

Enfin, la Banque de France se réserve d'autres moyens d'authentification du billet, qui sont tenus secrets.

4. Une gamme de billets adaptés aux besoins des utilisateurs

Après avoir fait procéder à des enquêtes auprès du public, la Banque de France a retenu les options suivantes pour sa nouvelle gamme de billets :

– *le choix de personnages contemporains* recueillant une large adhésion et universellement reconnus pour avoir contribué au rayonnement international de la France ;

– *la facilité de lecture et de compréhension des signes de sécurité* qui, sur toutes les coupures, sont de même nature (même si certains revêtent des formes différentes) et sont toujours positionnés au même emplacement ;

– *la recherche d'une esthétique harmonieuse* d'inspiration moderne et privilégiant l'effet de gamme ;

– la satisfaction des besoins pratiques obtenue par :

- des formats plus réduits que ceux des anciens billets, avec une hauteur identique pour les quatre coupures (80 mm) et des longueurs nettement différenciées (écart de 10 mm d'une coupure à l'autre, à partir de 123 mm pour le 50 francs jusqu'à 153 mm pour le 500 francs),
- une identification rapide, grâce à une couleur dominante spécifique (bleu pour le 50 francs, ocre pour le 100 francs, rouge pour le 200 francs et vert pour le 500 francs),
- l'impression des valeurs faciales en chiffres de grande dimension.

Une enquête d'opinion récente, portant sur les billets de 50 francs Saint-Exupéry et de 500 francs Pierre et Marie Curie, révèle que la nouvelle gamme de coupures est perçue comme « une réponse satisfaisante aux attentes réelles de modernisation de notre monnaie ».

Appréciée pour l'harmonie de sa recherche esthétique, la nouvelle gamme est jugée « cohérente et pratique » par la majorité des utilisateurs, lesquels apprécient également le choix de personnages contemporains qui véhiculent, à travers les billets, « une image moderne, attrayante et ambitieuse de notre pays ».

De plus, le grand public et les professionnels sont particulièrement sensibles à l'effort entrepris pour faciliter la lecture et la compréhension des signes de sécurité dont le positionnement identique sur les différentes coupures permet de les repérer et de les mémoriser plus facilement.

Aussi bien, les nouveaux billets de 200 francs et de 100 francs sont-ils attendus avec impatience.

UN ESSAI DE MODÉLISATION À COURT TERME DE L'ÉVOLUTION MENSUELLE DES PRIX DE DÉTAIL

À partir d'un grand nombre de séries de fréquence mensuelle issues pour la plupart des enquêtes de conjoncture de la Banque de France et de l'INSEE ou des statistiques monétaires de la Banque, il est possible de modéliser, sur la période 1987-1995, l'évolution mensuelle de l'indice des prix à la consommation français. Elle est décomposée d'une part, en une tendance et, d'autre part, en une composante de fluctuations transitoires, calculée comme un écart entre la série brute et la tendance de la variation mensuelle de l'indice des prix de détail. Tendance et composante transitoire sont spécifiées à partir de facteurs extraits d'analyses en composantes principales (ACP) sur des séries sélectionnées à fréquence mensuelle. Ces facteurs d'ACP sont interprétables d'un point de vue économique. La modélisation ainsi obtenue permet de projeter la tendance de l'inflation mensuelle, à l'horizon d'un semestre, et ses fluctuations transitoires, à l'horizon d'un mois.

XAVIER DUCREUX ¹

*Direction de la Conjoncture
Service d'Études et de Recherche sur la conjoncture*

FABIEN TRIPIER ¹

*Université de Paris X-Nanterre
Magistère Économie et Gestion – Modélisation appliquée*

¹ Les auteurs remercient Pierre Sicsic pour ses utiles remarques.

Cette étude se caractérise par le recours à un nombre élevé de données qui, pour la plupart issues d'enquêtes de conjoncture, présentent l'avantage d'être de fréquence mensuelle et très rapidement disponibles. Les séries utilisées se distinguent alors des résultats macro-économiques des comptes nationaux trimestriels et paraissent mieux adaptées à l'élaboration d'un indicateur mensuel de prix utilisable en projection à très court terme. On est ainsi en mesure de proposer une approche alternative à la modélisation de la formation des prix, telle qu'on la retrouve dans de nombreux modèles macro-économétriques.

Nous avons mené notre étude sur les neuf dernières années. La méthodologie retenue est la suivante : nous sélectionnons un grand nombre de variables susceptibles d'apporter une information prévisionnelle sur la tendance de l'inflation et sur ses fluctuations transitoires. Nous effectuons une analyse en composantes principales (ACP) sur cet ensemble de variables et par groupe de variables ; nous verrons qu'il est possible d'interpréter économiquement les axes issus des ACP. Nous construisons des équations économétriques qui expliquent tant la tendance de l'inflation que ses fluctuations transitoires, calculées comme un écart entre la série brute et sa tendance. Les variables explicatives de cette dernière sont les tendances des composantes principales issues de l'ACP sur l'ensemble des variables. Les fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle sont expliquées par les fluctuations des axes des ACP par groupes de séries.

Le plan de l'étude s'articule comme suit : nous précisons tout d'abord l'information mensuelle qui est utilisée pour la construction de notre indicateur (enquête de conjoncture, prix des matières premières, statistiques monétaires et financières) (1.). Puis nous rendons compte des principaux résultats tirés de diverses analyses en composantes principales sur ces séries (2.). La modélisation de l'évolution mensuelle des prix de détail en une tendance et un écart par rapport à cette tendance est alors présentée selon diverses contraintes sur l'horizon souhaité de la prévision de l'inflation mensuelle (3.). Enfin, les résultats des projections obtenues sur les composantes de l'inflation mensuelle font l'objet de commentaires (4.).

1. La constitution de la base de données

Seules des variables mensuelles définitives, disponibles rapidement et, *a priori*, pertinentes pour expliquer et prévoir l'inflation mensuelle ont été retenues¹.

Au total, des séries d'enquêtes de conjoncture, des données mensuelles monétaires et des cours de matières premières sont utilisés sur la période 1987-1995.

1.1. L'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France

Des enquêtes de conjoncture sont menées, selon diverses périodicités, par l'intermédiaire du réseau des succursales de la Banque de France et concernent tous les secteurs de l'économie sauf l'agriculture : industrie (chaque mois sauf en été), pêche, bâtiment-travaux publics (tous les trimestres), commerce de gros (trimestrielle) et de détail (tous les mois pour la collecte des chiffres d'affaires et tous les deux mois pour l'enquête de tendance), services marchands (tous les deux mois également). Au total, quelque douze mille entreprises et établissements sont interrogés sur des questions qui portent sur des variables économiques ou sur des variables financières. Au plan national, les résultats sont rassemblés dans l'*Enquête mensuelle de conjoncture* (EMC), publication de la Banque de France largement diffusée. Ils sont analysés en termes de *solde d'opinions* et présentés *corrigés des variations saisonnières*.

¹ La seule exception à cette règle concerne les données tirées de l'enquête bimestrielle dans le commerce de détail. De plus, les séries de l'enquête de la direction de l'Animation de la recherche des études et des statistiques (ministère du Travail – Dares) sur l'évolution des salaires n'ont pas pu être retenues en raison de leur trop grande révision d'un mois à l'autre.

Dans le cadre de nos travaux, les résultats de deux enquêtes issues de l'EMC ont été utilisés.

– *L'enquête sur l'activité industrielle*, qui est effectuée au début de chaque mois et porte sur le dernier mois écoulé. Elle compare les résultats obtenus pour diverses variables (production, livraisons, commandes, stocks...) du mois sous revue avec ceux du mois précédent et ceux du mois correspondant de l'année précédente. Elle vise aussi, pour un autre groupe de variables (stocks, carnet de commandes...), à apprécier une situation par rapport à un niveau jugé normal. Elle fournit également des prévisions sur l'activité des entreprises au cours du mois à venir ou des deux ou trois mois suivants (selon le degré de lisibilité). L'analyse de la conjoncture industrielle est effectuée au niveau de l'ensemble de l'industrie (bâtiment exclu) et au niveau de chacune des cinq grandes catégories de biens produits : produits des industries agro-alimentaires (IAA), biens intermédiaires (BI), biens d'équipement (BE), biens de consommation (BC), industrie automobile (IA).

De cette enquête, nous avons retenu, sur la période 1987-1995, les soldes d'opinion désaisonnalisés des variables suivantes.

LES VARIABLES SÉLECTIONNÉES DE L'ENQUÊTE SUR L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE			
Secteur	Définition	Secteur	Définition
BC	Évolution de la production Évolution des livraisons Évolution des commandes reçues Évolution des commandes étrangères État du carnet de commandes Évolution des effectifs Prévision d'effectifs Taux d'utilisation des capacités de production Évolution du prix des matières premières Évolution du prix des produits finis Prévision de stock de produits finis Évolution de stock de matières premières	IA	Évolution de la production Évolution des livraisons Évolution des commandes reçues Évolution des commandes étrangères État du carnet de commandes Prévision de production Prévision d'effectifs Évolution des effectifs Taux d'utilisation des capacités de production Évolution du prix des matières premières Évolution du prix des produits finis Niveau de stock de produits finis
BI	Évolution de la production Évolution des livraisons Évolution des commandes reçues Évolution des commandes étrangères État du carnet de commandes Prévision de production Évolution des effectifs Prévision d'effectifs Taux d'utilisation des capacités de production Évolution du prix des matières premières Évolution du prix des produits finis Prévision de stock de produits finis Évolution de stock de matières premières	BE	Évolution de la production Évolution des livraisons Évolution des commandes reçues Évolution des commandes étrangères État du carnet de commandes Prévision de production Évolution des effectifs Prévision d'effectifs Taux d'utilisation des capacités de production Évolution du prix des matières premières Évolution du prix des produits finis Évolution de stock de matières premières Niveau de stock de produits finis
IAA	Évolution des effectifs Prévision d'effectifs Taux d'utilisation des capacités de production Évolution du prix des matières premières Évolution du prix des produits finis Niveau de stock de produits finis		

Un essai de modélisation à court terme de l'évolution mensuelle des prix de détail

– L'enquête de tendance dans le commerce de détail, qui a pour objet de décrire et de mesurer l'activité du commerce de détail par produit et par forme de distribution. Cette enquête est bimestrielle, mais nous pouvons disposer d'un historique de données mensuelles, les points manquants faisant l'objet d'une interpolation linéaire. Seuls les champs du commerce alimentaire et du commerce textile se sont révélés significatifs et ont été retenus dans notre étude.

De cette enquête, nous avons donc extrait, sur la période 1987-1995, les soldes d'opinions désaisonnalisés correspondant aux variables suivantes.

LES VARIABLES SÉLECTIONNÉES DE L'ENQUÊTE DE TENDANCE SUR LE COMMERCE DE DÉTAIL			
Secteur	Définition	Secteur	Définition
Alimentation	Évolution des ventes Évolution des livraisons Évolution des effectifs Évolution des stocks Évolution des commandes Situation de la trésorerie Prévision des ventes Prévision des effectifs	Textile	Évolution des ventes Évolution des livraisons Évolution des effectifs Évolution des stocks Évolution des commandes Situation de la trésorerie Prévision des ventes Prévision des effectifs

1.2. L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des ménages de l'INSEE

Depuis juin 1986, l'INSEE interroge un échantillon d'environ 2 000 ménages, afin de recueillir leurs opinions sur l'environnement économique et sur certains aspects de leur situation personnelle. Cette enquête fournit, notamment, des informations sur les comportements de consommation et d'épargne, ainsi que sur le sentiment des ménages sur leur niveau de vie, l'évolution passée et future des prix et l'emploi.

LES VARIABLES SÉLECTIONNÉES DE L'ENQUÊTE DE CONJONCTURE AUPRÈS DES MÉNAGES	
Définition	Définition
Évolution passée des prix Évolution future des prix Opportunité d'achat	Opportunité d'épargne Situation future du chômage Indicateur de « niveau de vie »(a)
(a) Indicateur synthétique calculé par l'INSEE	

1.3. Les séries mensuelles tirées de statistiques monétaires

La Banque de France suit ou élabore périodiquement un grand nombre d'indicateurs monétaires et financiers. Parmi cet ensemble, et après avoir effectué diverses procédures de sélection, nous avons finalement retenu des séries de progression de différents agrégats monétaires (M1 et M3), l'évolution des taux d'intérêt directeurs de la Banque centrale exprimés en termes réels, des statistiques sur la croissance des crédits octroyés par les institutions financières aux sociétés et aux ménages, ainsi que les taux de change effectifs nominaux du franc au sein du Système monétaire européen (SME), de l'OCDE et de l'Union européenne (UE)¹ (cf. encadré ci-dessous).

LES VARIABLES MONÉTAIRES SÉLECTIONNÉES	
Définition	
	Évolution mensuelle de M1
	Évolution mensuelle de M3
	Évolution mensuelle du taux d'appel d'offres réel
	Évolution mensuelle du taux de mise en pension réel
	Évolution mensuelle des crédits des établissements de crédit
	Évolution mensuelle du crédit des établissements de crédit aux sociétés
	Évolution mensuelle du crédit des établissements de crédit aux ménages
	Évolution mensuelle du crédit des banques
	Évolution mensuelle du crédit des banques aux sociétés
	Évolution mensuelle du crédit des banques aux ménages
	Évolution mensuelle du crédit des banques de trésorerie
	Taux de change effectif nominal du franc au sein du SME
	Taux de change effectif nominal du franc au sein de l'OCDE
	Taux de change effectif nominal du franc au sein de l'UE

1.4. Prix des matières premières

Enfin, deux cours des matières premières ont été retenus : l'indice des prix de matières premières importées calculé par la Banque de France et l'indice Reuter, qui exprimé en livre sterling, est converti en franc.

Au total, nous disposons de *quatre-vingt-quatorze variables conjoncturelles de périodicité mensuelle qui sont présumées contenir des informations sur l'évolution future des prix*. Ces variables sont utilisées en niveau (données d'enquêtes, taux de change effectifs, prix des matières premières) ou en taux de croissance mensuelle (autres séries monétaires).

¹ Ces taux de change sont cotés au certain : une dépréciation de la monnaie nationale se traduit par une baisse du taux de change effectif nominal du franc et inversement.

2. L'analyse en composantes principales

Nous réalisons d'abord une ACP sur la *totalité des variables de départ* puis sur des *groupes de variables qui peuvent être rattachées à un thème commun*. Cette méthode d'analyse descriptive permet, à partir d'un nombre relativement élevé de variables plus ou moins corrélées entre elles, de faire ressortir un nombre limité de facteurs orthogonaux (ou axes), qui sont censés détenir la majeure partie de l'information contenue dans les séries soumises à l'ACP.

L'analyse en composantes principales (ACP) est une méthode statistique d'analyse de données quantitatives. Elle permet de fournir un résumé d'une grande quantité d'information.

Partant d'un espace de dimension n , formé des variables n introduites dans l'ACP, on construit un sous-espace de dimension plus réduite, formé des axes (ou facteurs) issus de l'ACP, telle que la perte d'information soit la plus faible possible. Le critère d'approximation retenu est l'inertie qui mesure la dispersion du nuage d'observations dans l'espace considéré. Ainsi, le premier axe issu de l'ACP restitue le plus d'inertie du nuage de points. Les axes suivants restituent une part d'inertie décroissante.

Chaque axe est une combinaison linéaire des variables introduites dans l'ACP. Son interprétation s'obtient par la lecture de ses coefficients de corrélation avec les variables. Le nombre d'axe(s) finalement retenu(s) résulte de l'arbitrage effectué entre le degré de synthèse désiré et la perte d'information qui lui est associée.

D'un point de vue économétrique, l'ACP permet de disposer d'un nombre réduit de variables explicatives orthogonales.

Nous essayons ensuite d'interpréter économiquement les axes obtenus.

2.1. Une ACP sur la totalité des séries

Les cinq premiers axes d'une ACP sur la totalité des séries de notre échantillon restituent 62 % de l'inertie totale, c'est-à-dire de l'information globale contenue dans les quatre-vingt-quatorze variables de départ. Nous donnons ci-après, pour ces cinq axes, la part de l'inertie restituée.

INERTIE RESTITUÉE		
<i>(en pourcentage)</i>		
Axes	Inertie	Inertie cumulée
1.....	34	34
2.....	12	46
3.....	8	54
4.....	5	59
5.....	3	62

Il convient de donner une interprétation économique à ces cinq axes que l'on assimile à cinq variables synthétiques (ou composantes principales). À la lecture du *tableau de l'annexe 1*, qui représente le signe de la corrélation de chaque variable élémentaire avec chacun des axes, on peut interpréter les facteurs de l'ACP et présumer le signe de leur relation avec l'inflation mensuelle :

– l'axe *premier* est corrélé positivement avec la plupart des séries de notre échantillon. Il synthétise l'évolution commune des variables dans le cycle d'activité (*liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*) ;

– le *deuxième* axe est surtout corrélé positivement avec l'opinion qu'ont les ménages sur les prix passés et futurs, avec les soldes d'opinion sur l'évolution des stocks de matières premières du secteur des BE et BI ainsi que l'activité dans le commerce alimentaire et de textile et la variation mensuelle du crédit octroyé aux sociétés par divers établissements bancaires. Cet axe est corrélé négativement avec le taux de change effectif nominal du franc au sein du SME (*liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*) ;

– le *troisième* axe est lié positivement avec l'opinion des ménages quant à l'opportunité d'épargner et les taux de change effectifs nominaux du franc au sein du SME et de l'OCDE. Cet axe présente une liaison négative avec l'évolution des crédits octroyés par les banques-établissements de crédit aux ménages et aux sociétés ainsi que l'évolution des stocks dans le commerce alimentaire et les taux d'utilisation des capacités de production (TUC) du secteur des IAA (*liaison négative attendue avec l'inflation*) ;

– le *quatrième* axe est surtout corrélé négativement avec le taux de change effectif nominal du franc au sein du SME et, avec les variations des agrégats monétaires. Une liaison positive existe entre l'axe et les soldes d'opinion sur l'activité dans le secteur des biens de consommation, l'évolution du taux de mise en pension réel (*liaison incertaine avec l'inflation mensuelle*)¹ ;

– le *cinquième* axe est principalement lié négativement à certains des soldes d'opinion sur le commerce alimentaire, l'évolution du prix des matières premières dans le secteur des IAA et BE et l'indice Banque de France sur le prix des matières premières (*liaison négative attendue avec l'inflation*).

Ces cinq axes de l'ACP globale, qui sont susceptibles d'être corrélés avec l'inflation mensuelle, seront utilisés pour la construction d'un indicateur avancé de l'évolution mensuelle de l'indice des prix de détail.

2.2. Une ACP par groupes de séries

Afin d'assurer une meilleure lisibilité des résultats issus de l'ACP globale, nous ne retenons plus que le *premier* axe d'une ACP réalisée, non plus sur la totalité des séries de notre base de données, mais sur un ordonnancement de ces séries autour de thèmes. Les cinq thèmes suivants se sont révélés pertinents pour notre étude : les effectifs, les stocks, les ménages, les matières premières, les TUC.

La répartition thématique des séries sélectionnées de notre base de données s'articule de la façon suivante.

¹ Cet axe ne s'avérera pas significatif pour la modélisation de l'inflation mensuelle en tendance.

RÉPARTITION THÉMATIQUE DES VARIABLES SÉLECTIONNÉES			
Secteur	Définition	Secteur	Définition
Thème 1 : les effectifs		Thème 3 : les ménages	
IAA BC BE BI IA IAA BC BE BI IA Ménages	Évolution des effectifs Évolution des effectifs Évolution des effectifs Évolution des effectifs Évolution des effectifs Évolution des effectifs Prévision d'effectifs Prévision d'effectifs Prévision d'effectifs Prévision d'effectifs Situation future du chômage		Opportunité d'achat Opportunité d'épargne Indicateur de niveau de vie
		Thème 4 : les matières premières	
		IAA BC BE BI IA	Évolution du prix des matières premières Évolution du prix des matières premières Indice Banque de France Indice Reuter en francs
Thème 2 : les stocks		Thème 5 : les TUC	
BC BC BE BI IAA	Prévision de stock de produits finis Évolution du stock de matières premières Évolution du stock de matières premières Évolution du stock de matières premières Niveau des stocks de produits finis	IAA BC BE BI IA	Taux d'utilisation des capacités de production Taux d'utilisation des capacités de production

Le tableau de l'annexe 2 présente la corrélation du premier facteur de chacune des ACP avec ses variables élémentaires.

L'inertie restituée par le premier facteur de chaque ACP thématique est la suivante.

INERTIE RESTITUÉE PAR LE PREMIER FACTEUR DES ACP THÉMATIQUES	
<i>(en pourcentage)</i>	
Thème	Inertie
Effectifs	65
Stocks	32
Ménages.....	72
Matières premières.....	68
TUC.....	77

Cinq variables synthétiques sont ainsi créées. Il est possible de les interpréter économiquement :

– l'axe *effectifs* est corrélé positivement tant avec l'opinion des industriels sur l'évolution de leurs effectifs qu'avec leurs prévisions d'effectifs et négativement avec l'opinion des ménages sur la situation future du chômage (*indicateur de tensions sur le marché du travail – liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*). Cette relation tendrait à montrer que les enquêtes ne permettent pas de saisir des différences très fines entre l'opinion qu'ont les informateurs sur l'évolution passée d'une variable et leur prévision d'évolution de cette même variable. Ainsi, les entreprises prévoient d'augmenter leurs effectifs alors qu'elles déclarent les avoir déjà augmentés ;

– l'axe *stocks* est corrélé positivement avec l'opinion des industriels des BI, BE et BC sur l'évolution des stocks de matières premières et les prévisions des secteurs BC sur les stocks de produits finis. Cet axe est corrélé négativement avec le niveau des stocks de produits finis des IAA (*indicateur d'activité – liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*) ;

– l'axe *ménages* permet d'illustrer l'arbitrage consommation-épargne. Le sentiment des ménages d'une amélioration de leur niveau de vie est favorable à la consommation et entraîne une moindre propension à vouloir épargner (*indicateur de demande – liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*) ;

– l'axe *matières premières* est lié positivement avec les deux indices de coûts de matières premières (Banque de France et Reuter) et l'opinion des industriels de l'ensemble des secteurs sur l'évolution du prix des matières premières (*indicateur de tensions sur les coûts de production – liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*) ;

– l'axe *TUC* est corrélé positivement avec l'ensemble des TUC du secteur industriel (*indicateur de tensions sur l'appareil productif – liaison positive attendue avec l'inflation mensuelle*).

Ces axes étant aussi susceptibles de détenir une information sur l'inflation mensuelle seront également utilisés pour la construction d'un indicateur avancé de l'évolution mensuelle de l'indice des prix de détail.

3. La modélisation de la variation mensuelle de l'indice d'ensemble des prix à la consommation de l'INSEE

Spécifier économétriquement, sans traitement préalable, l'évolution mensuelle des prix de détail apparaît difficile en raison de la grande volatilité de l'indice sur la période étudiée, notamment liée à des facteurs exogènes (mouvements de fiscalité indirecte, aléas climatiques...). Aussi avons-nous opté pour une modélisation en deux temps, en distinguant de l'évolution mensuelle des prix *une composante tendancielle et une composante de fluctuations transitoires*. L'inflation mensuelle va être estimée, d'une part à l'aide des axes issus de l'ACP globale pour sa tendance et, d'autre part à l'aide des axes des ACP thématiques pour ses fluctuations transitoires (cf. 2.1. et 2.2.).

3.1. La distinction entre tendance et fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle

L'extraction de la tendance de l'évolution mensuelle de l'indice des prix de détail s'opère par l'utilisation d'un filtre Hodrick-Prescott (HP) qui permet d'ajuster continûment la tendance aux fluctuations de la série et, contrairement à la moyenne mobile centrée, de calculer les valeurs filtrées en début et en fin de période. Les fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle sont alors calculées comme l'écart de l'inflation mensuelle à sa tendance.

Le filtre de Hodrick-Prescott estime la composante tendancielle, $g(t)$, d'une série chronologique, $y(t)$, selon un paramètre de lissage lambda (λ), fixé par l'utilisateur, en résolvant le problème suivant.

Minimisation sur le temps (t) de la somme :

$$(y(t) - g(t))^{**2} + \lambda * (g(t) - 2g(t-1) + g(t-2))^{**2}$$

Plus le paramètre lambda est faible, plus la tendance estimée est proche de la série observée (elles sont identiques dans le cas d'un paramètre nul).

3.2. La modélisation de la tendance de l'inflation mensuelle

L'extraction de la tendance de l'inflation mensuelle résulte donc de l'utilisation du filtre HP et sa modélisation repose sur les axes de l'ACP globale.

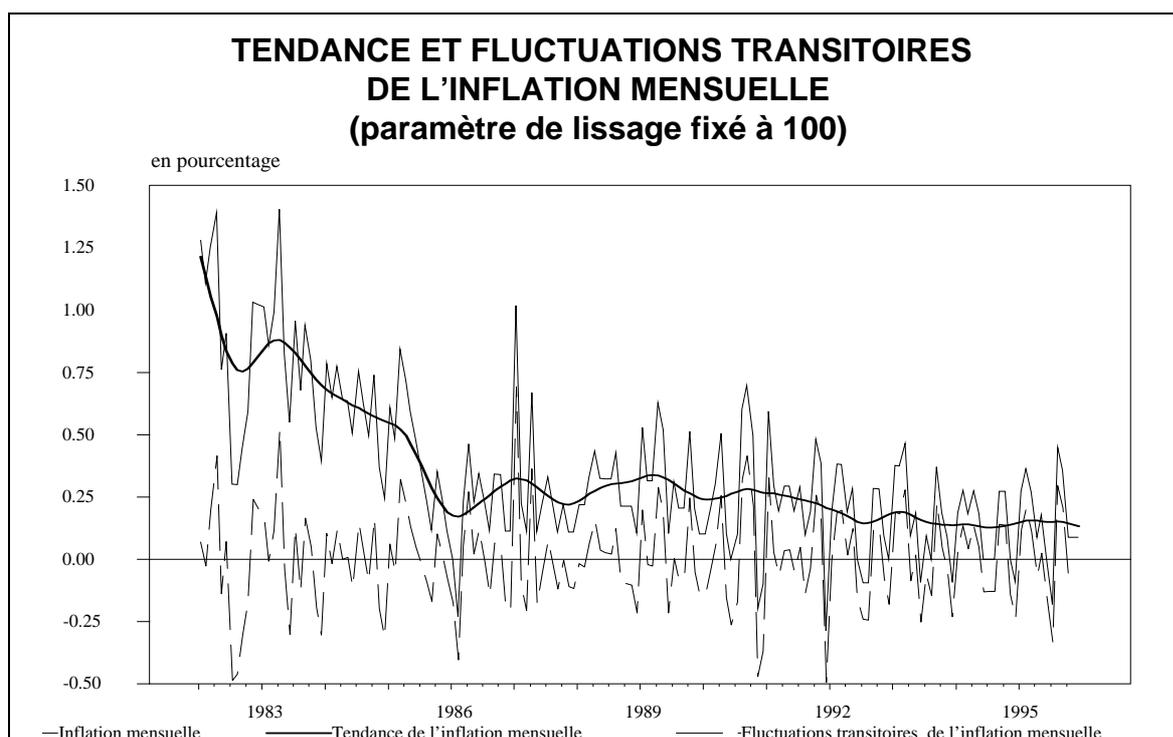
3.2.1. Le paramètre de lissage est fixé à 100

Deux méthodes sont ici théoriquement envisageables :

– la première consisterait, à titre de premier essai, à retenir une *tendance de l'évolution mensuelle des prix de détail très stable*, par exemple celle obtenue par un paramètre de lissage élevé du filtre HP. Dans ces conditions, on considère la tendance constante en prévision, ce qui constitue une hypothèse forte. Cette hypothèse est encore plus fragile pour une prévision à plus d'un mois ;

– aussi retient-on la seconde méthode qui consiste à *modéliser une tendance* de l'inflation mensuelle *moins stable*, par exemple celle obtenue par un paramètre de lissage du filtre HP fixé à 100. Il est alors nécessaire de recourir à un modèle explicatif de la tendance qui fait l'objet des développements suivants.

Sur la période 1982-1995, le graphique ci-dessous présente l'inflation tendancielle et ses fluctuations transitoires.

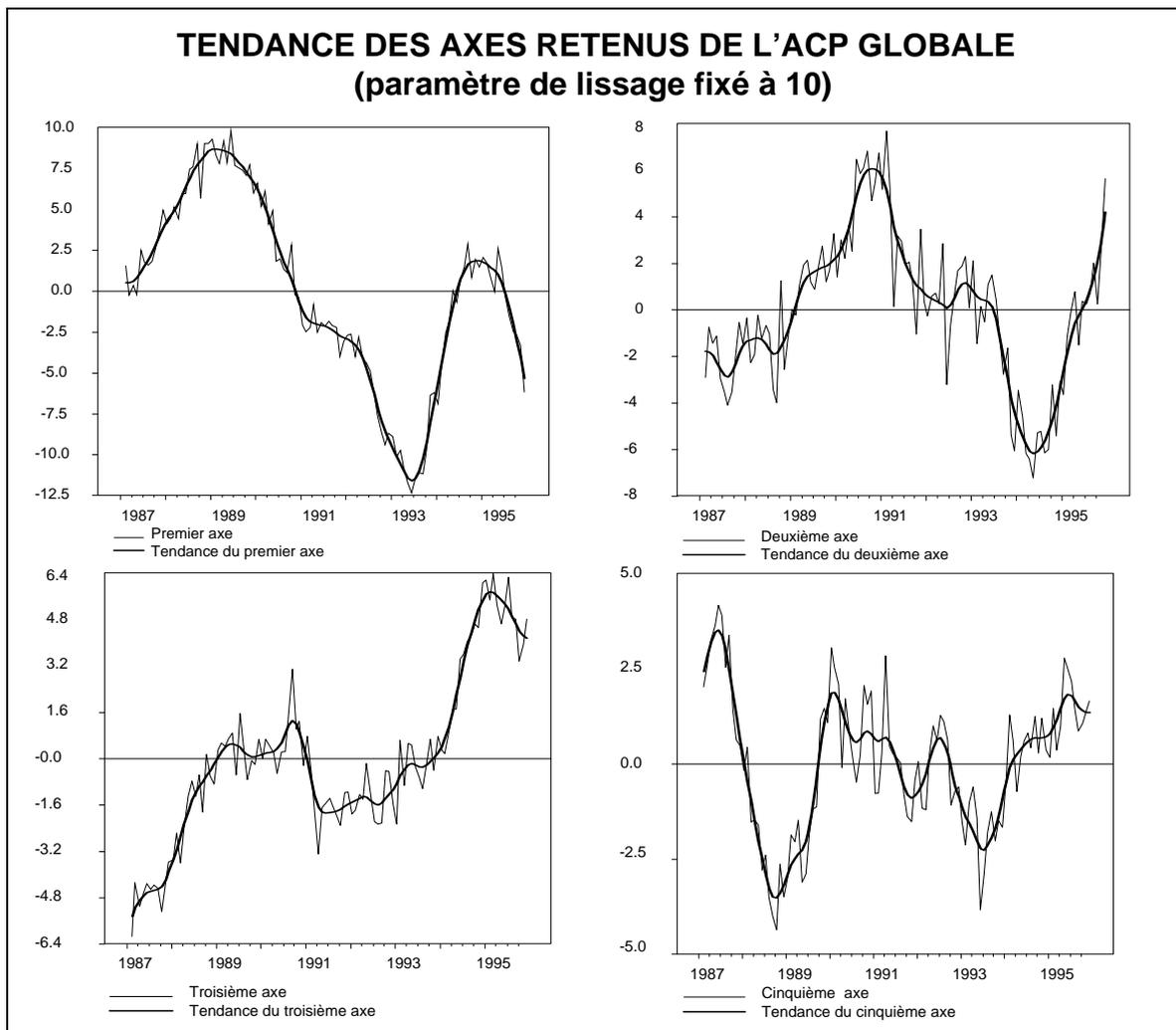


Trois périodes marquées par de courtes phases de regain d'inflation se dégagent. La première période, qui s'achève au milieu des années quatre-vingt, est celle d'un ralentissement significatif de l'inflation tendancielle. La seconde moitié des années quatre-vingt se caractérise par une relative stabilité dans un contexte de croissance économique relativement dynamique. Enfin, la première moitié des années quatre-vingt-dix connaît un léger ralentissement.

3.2.2. Le choix des variables explicatives de la tendance de l'inflation mensuelle

Sur la période 1987-1995, les variables explicatives de la tendance de l'inflation mensuelle sont les *tendances des axes un, deux, trois et cinq issus de l'ACP globale* (cf. 2.1.) sur les quatre-vingt-quatorze variables de notre base de données. Ce ne sont donc pas les tendances de chacun des facteurs des ACP par groupes de séries car elles présentent une trop forte colinéarité (cf. 2.2.).

La technique d'extraction de la tendance des axes retenus de l'ACP globale s'obtient par l'application, sur ces axes, d'un filtre de HP dont le paramètre de lissage est fixé à 10, en raison du caractère très cyclique de certaines variables élémentaires (soldes d'opinion) qui composent les axes.



Un essai de modélisation à court terme de l'évolution mensuelle des prix de détail

Les estimations de la tendance de l'inflation mensuelle à partir de la tendance des axes de l'ACP globale reposent sur une spécification commune dont les variables explicatives présentent des retards contraints selon l'horizon de la prévision envisagée (de un mois à six mois). Nous ne présentons que les caractéristiques de la modélisation à un mois, trois mois et six mois.

3.2.3. Estimation de la tendance de l'inflation mensuelle pour une prévision à un mois, trois mois et six mois

À l'horizon d'une prévision à un mois, la spécification permet de restituer correctement l'historique de la tendance de l'inflation mensuelle (cf. tableau et graphique ci-après).

Variables	Retards	Coefficients	t – Stat (a)	
Constante.....	/	0,213	53,1	R ² (b) = 0,94 DW = 0,13
Tendance de l'axe 1.....	1	0,008	13,5	
Tendance de l'axe 2.....	1	0,009	7,6	
Tendance de l'axe 3.....	1	- 0,008	- 6,3	
Tendance de l'axe 5.....	1	- 0,014	- 6,4	
(a) Le coefficient d'une variable explicative est significatif (non nul) à 95 % si la statistique de Student (t – Stat) est supérieur à 1,96 en valeur absolue.				
(b) Le R ² mesure la part de la variance de la série expliquée par le modèle. Ici, 94 % de la variance de la tendance de l'inflation est expliquée par le modèle.				

La statistique de Durbin et Watson (DW) indique une forte autocorrélation des résidus. La t – stat est, ici, imparfaitement corrigée de l'autocorrélation des résidus¹. La « significativité » des variables explicatives est néanmoins confirmée par l'estimation de ce modèle sous une forme quasi différenciée par la procédure de Cochrane-Orchut. Ainsi, nous conservons la spécification présentée, sans terme autorégressif avec une forte autocorrélation des résidus, pour les raisons détaillées dans le chapitre 4. Les spécifications pour une prévision à trois mois et six mois présentent ces mêmes caractéristiques.

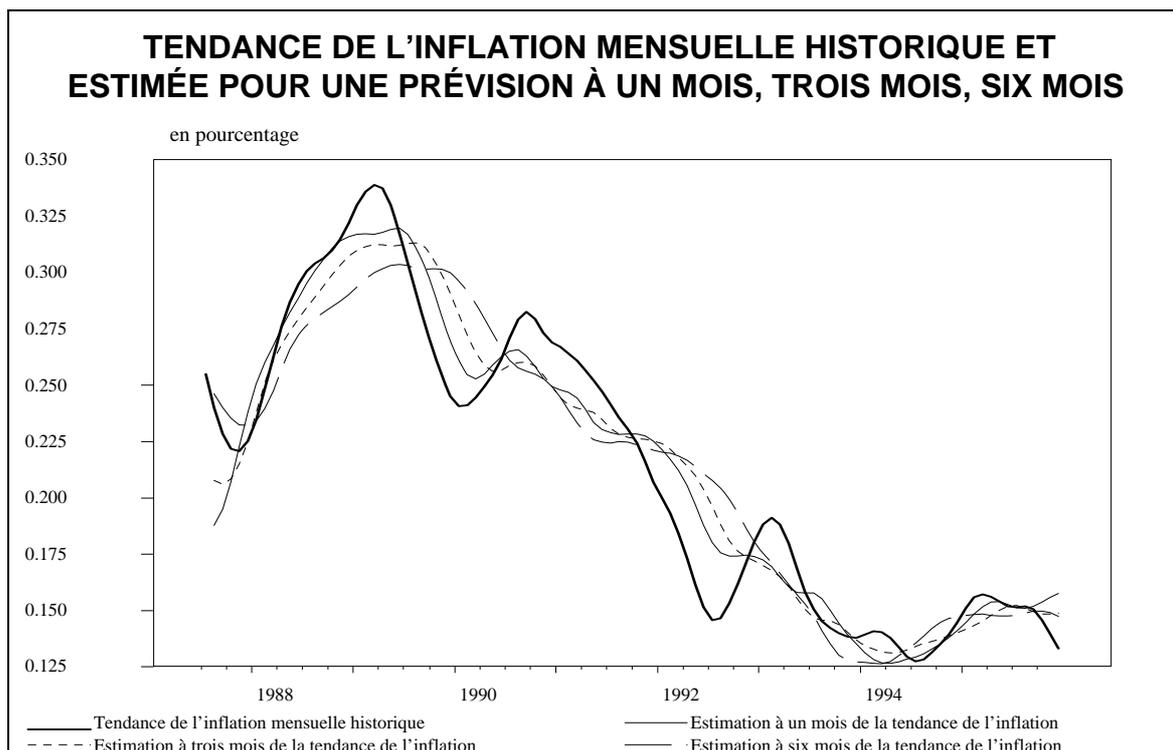
En contraignant les retards des variables explicatives, une prévision de la tendance de l'inflation mensuelle à l'horizon de trois mois est possible. Ce modèle permet, lui aussi, de restituer correctement l'historique de la variable expliquée (cf. tableau et graphique ci-après).

Variables	Retards	Coefficients	t – Stat	
Constante.....	/	0,213	42,3	R ² = 0,91 DW = 0,09
Tendance de l'axe 1.....	3	0,008	9,8	
Tendance de l'axe 2.....	3	0,008	5,6	
Tendance de l'axe 3.....	3	- 0,009	- 8,2	
Tendance de l'axe 5.....	3	- 0,011	- 4,8	

La spécification pour une prévision à six mois est la même que dans les deux modèles précédents. Les contraintes sur les retards des variables explicatives ont été accentuées. Ce modèle permet aussi de restituer assez correctement la tendance historique de l'évolution mensuelle des prix de détail (cf. tableau et graphique 3 ci-dessous).

¹ Par l'instruction *Robusterrors* du logiciel RATS

Variables	Retards	Coefficients	t - Stat	
Constante.....	/	0,211	34,0	R ² = 0,85
Tendance de l'axe 1.....	6	0,009	7,9	
Tendance de l'axe 2.....	6	0,005	3,0	DW = 0,07
Tendance de l'axe 3.....	6	- 0,010	- 7,0	
Tendance de l'axe 5.....	6	- 0,007	- 2,0	



Ainsi, nous disposons de modèles de la tendance de l'inflation mensuelle pour une prévision de un mois jusqu'à six mois.

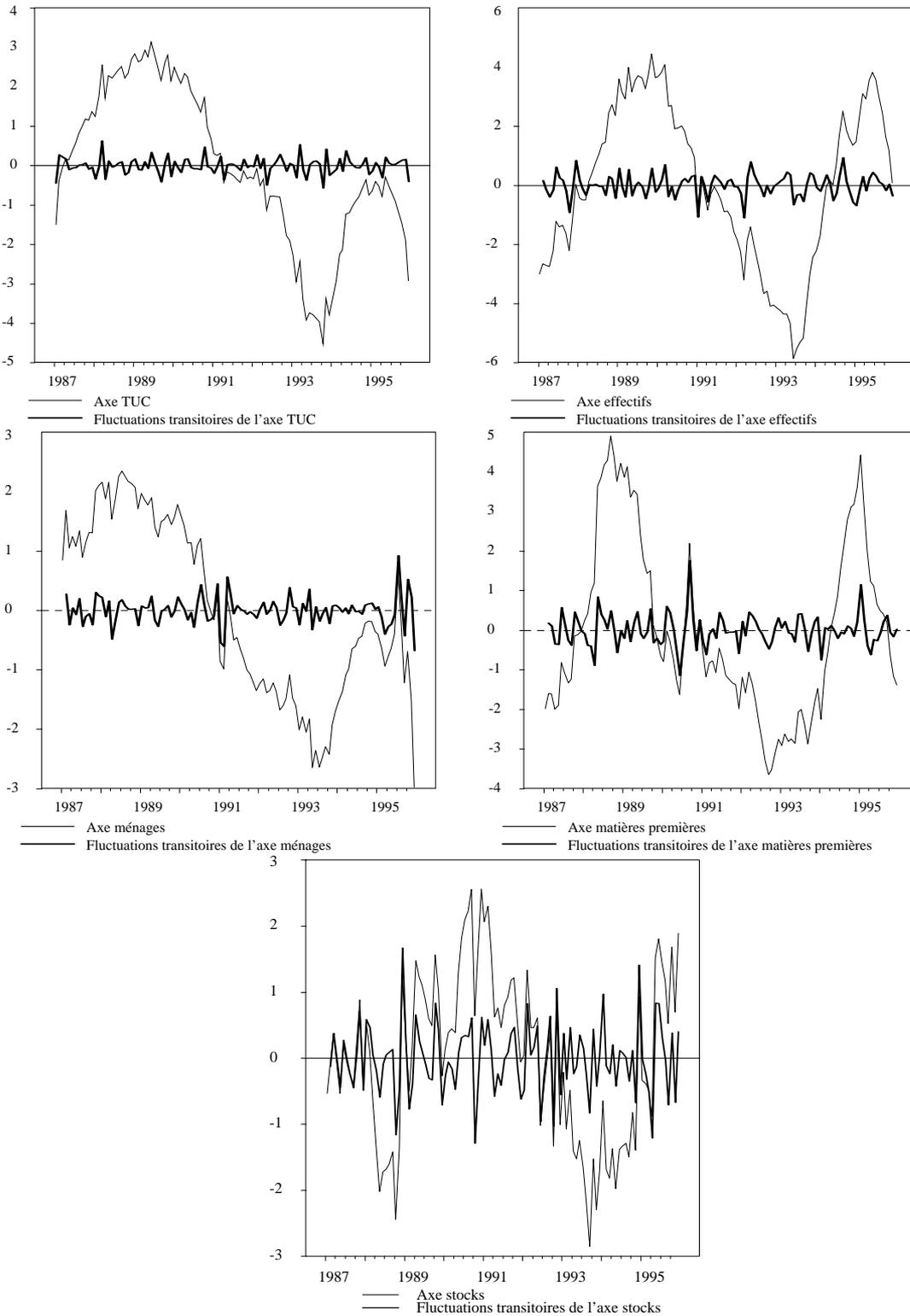
3.3. La modélisation des fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle

3.3.1. Le choix des variables explicatives

La modélisation intègre comme variables explicatives les *fluctuations transitoires de chacun des premiers facteurs des ACP par groupes thématiques de variables* (cf. 2.2.).

Les facteurs sont filtrés avec un paramètre de lissage assez faible (fixé à 10). En effet, les axes obtenus à partir des ACP par groupes de variables sont aussi, dans leur majorité, des combinaisons linéaires de soldes d'opinions qui ont la particularité de ne pas avoir de tendance mais une allure cyclique assez prononcée. Une variable saisonnière composée de coefficients saisonniers estimés sur l'écart de l'inflation mensuelle à une moyenne mobile centrée d'ordre trois sur la période 1982-1995 entre dans la spécification avec un coefficient contraint à l'unité.

FLUCTUATIONS TRANSITOIRES DES AXES DES ACP PAR GROUPES DE VARIABLES



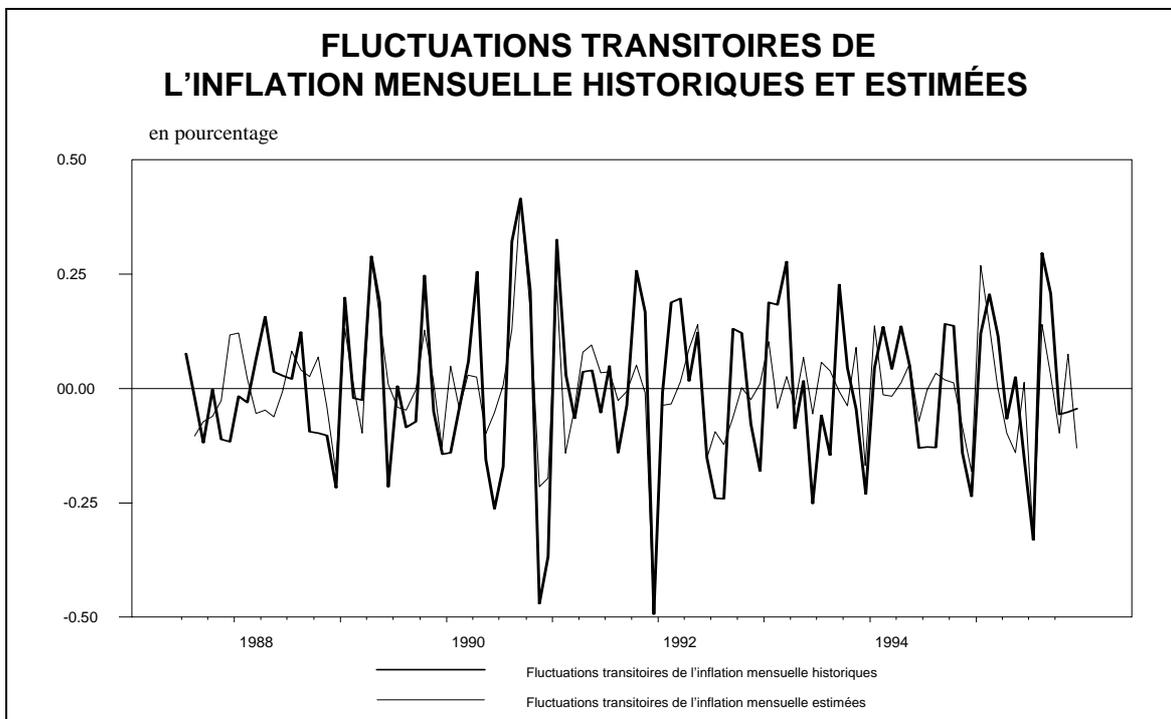
3.3.2. Estimation des fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle pour une prévision à un mois

Pour une prévision à un mois, les meilleurs résultats sont obtenus en intégrant comme variables explicatives les *fluctuations des cinq axes issus de l'ACP par groupes de variables*.

Le tableau et le graphique ci-dessous permettent de juger de la qualité satisfaisante de l'estimation des fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle.

Variables	Retards	Coefficients	t – Stat	
Constante.....	/	- 0,000	0,06	
Fluctuations transitoires de l'axe effectifs.....	2	- 0,091	- 2,5	
Fluctuations transitoires de l'axe TUC.....	1	- 0,144	- 2,1	
Fluctuations transitoires de l'axe ménages.....	1	0,193	3,3	$R^2 = 0,48$
Fluctuations transitoires de l'axe matières premières..	1	0,073	2,2	
Fluctuations transitoires de l'axe stocks.....	1	0,072	2,9	
Variables saisonnières.....		1,000	/	
Variable muette avril 1989.....		0,283	2,1	DW = 1,60
Variable muette septembre 1990.....		0,310	2,3	
Variable muette décembre 1991.....		- 0,357	- 2,7	
Variable muette juin 1992.....		- 0,303	- 2,2	
Variable muette juillet 1995 (a).....		- 0,354	- 2,6	

(a) Ces variables muettes prennent essentiellement en compte d'amples mouvements sur les prix des produits pétroliers (avril 1989 : + 5,5 %, septembre 1990 : + 8,4 %, décembre 1991 : - 1,7 %) et les prix des produits frais (juillet 1995 : - 4,3 %).



L'influence négative des axes TUC et effectifs (cf. coefficients de la spécification ci-dessus) mérite d'être soulignée. Ce résultat tient à la conjoncture de la période étudiée (1987-1995) caractérisée par une croissance en moyenne assez faible sans phases de « surchauffe » durables. Dans un tel contexte, *les surcroûts temporaires d'activité, s'ils ont été accompagnés d'une meilleure utilisation des capacités de production et d'une évolution moins défavorable de l'emploi, ont provoqué des gains de productivité de nature à ralentir temporairement la progression des prix d'autant que les conditions du marché du travail ont pesé sur la progression des salaires.* La corrélation négative des fluctuations de ces deux variables de tensions avec les fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle se retrouve d'ailleurs pour d'autres valeurs du paramètre de lissage du filtre HP de l'inflation mensuelle. De plus, la régression des fluctuations transitoires, selon différentes combinaisons des variables élémentaires des axes effectifs et TUC, conforte le sens de cette relation.

Les tests de stabilité des coefficients de l'équation (tests de Chow et procédure Cusum) confirment la bonne qualité de la spécification.

Au total, nous disposons, pour une projection à un mois, d'un modèle explicatif des fluctuations transitoires de l'inflation mensuelle. À l'horizon de deux mois, les contraintes introduites sur les retards des variables explicatives de cette spécification affaiblissent la précision du modèle. Ainsi, avons-nous retenu, pour des prévisions au-delà d'un mois, les modèles sur la seule tendance de l'inflation mensuelle (cf. 3.2.).

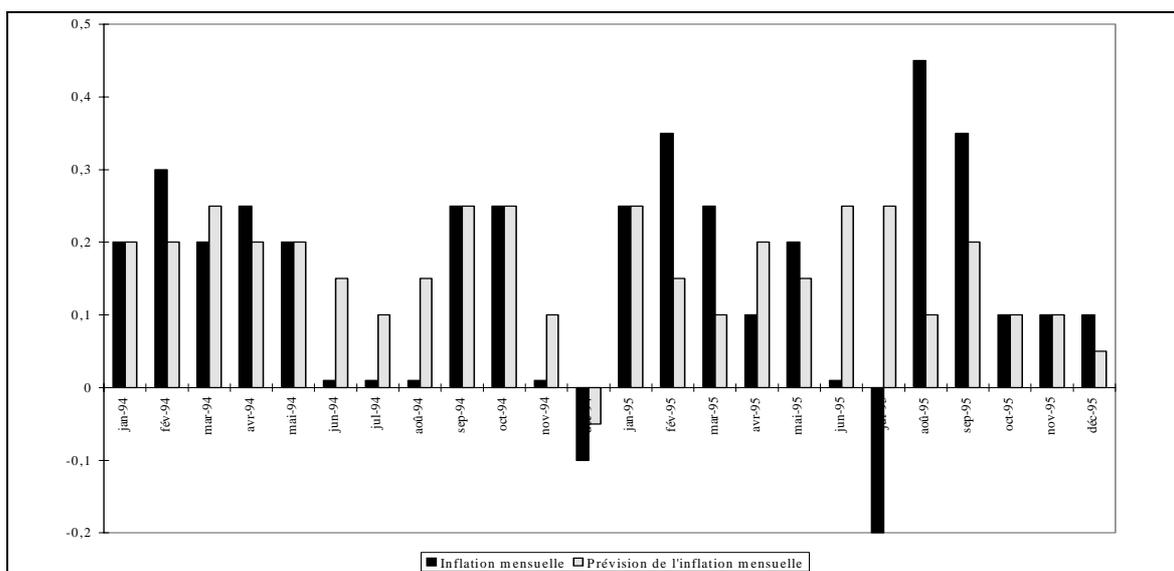
La dernière étape de ce travail consiste à confronter, sur la période récente, les performances en prévision de ces modèles.

4. L'utilisation des indicateurs en prévision

On confronte nos modèles afin de tester leur capacité à prédire d'abord l'inflation mensuelle en tendance et en fluctuations transitoires à l'horizon d'un mois et l'inflation tendancielle sur six mois. *Chacune des prévisions suivantes suppose la réactualisation de la décomposition de l'inflation mensuelle, la réalisation d'ACP globale et thématiques ainsi que la réestimation des spécifications jusqu'au dernier point connu avant la prédiction.*

4.1. L'utilisation des indicateurs pour une prévision de l'inflation mensuelle à un mois

On considère les modèles de prévision à un mois présentés ci-dessus. Un exercice de prévision rétrospectif a été entrepris de janvier 1994 à décembre 1995. L'histogramme ci-après récapitule les *prédictions de l'inflation mensuelle reconstituées.*



Sur l'ensemble de la période, l'erreur moyenne de prévision est de 0,1 ; la qualité prédictive des indicateurs se révèle plutôt satisfaisante. Les points de juin, juillet et août 1995 représentent les plus importantes *erreurs* « naturelles » de prévision, qui sont notamment liées à l'influence de *facteurs exogènes à nos modèles prévisionnels, comme, par exemple, les effets des mouvements de fiscalité indirecte sur les prix* (hausse de deux points du taux normal de TVA au 1^{er} août 1995). Aussi ces indicateurs prévisionnels ne peuvent se substituer complètement à l'expertise du prévisionniste qui conserve sa liberté d'apprécier hors modèle les composantes aléatoires affectant l'indice des prix de détail afin de les intégrer dans ses prévisions.

Ces prédictions, qui découlent de l'utilisation des spécifications des fluctuations transitoires et de la tendance de l'inflation à un mois, ont été comparées aux résultats obtenus à l'aide d'un modèle Arima sur l'inflation mensuelle¹. L'erreur moyenne de prévision des deux modèles est assez proche (0,1). La qualité prédictive de nos indicateurs est cependant supérieure au regard du nombre de points correctement anticipés (erreur de prévision inférieure à 0,05 point).

4.2. L'utilisation des indicateurs pour une prévision semestrielle de l'inflation tendancielle

À l'horizon d'un semestre, nos indicateurs prévisionnels sont utilisés seulement pour une *prédiction du mouvement de l'inflation tendancielle*. Ils renseignent moins sur un chiffrage de l'évolution mensuelle de l'indice des prix à la consommation que sur une *direction qualitative de moyen terme des tendances des prix*.

La sensibilité de la tendance des prix à la réactualisation mensuelle du lissage de l'inflation rend un modèle Arima sur l'inflation tendancielle moins robuste en prévision que nos indicateurs². En effet, *le modèle Arima est apparu fragile en raison des effets qu'entraîne sur le calcul de l'inflation tendancielle l'application périodique du filtre HP*. La mise à jour de la composante tendancielle de l'inflation mensuelle entraîne une révision assez sensible de cette série, notamment de ses points les plus récents. Ainsi, un modèle à terme autorégressif, exploitant essentiellement les derniers points d'une série, ne peut fournir une prévision robuste.

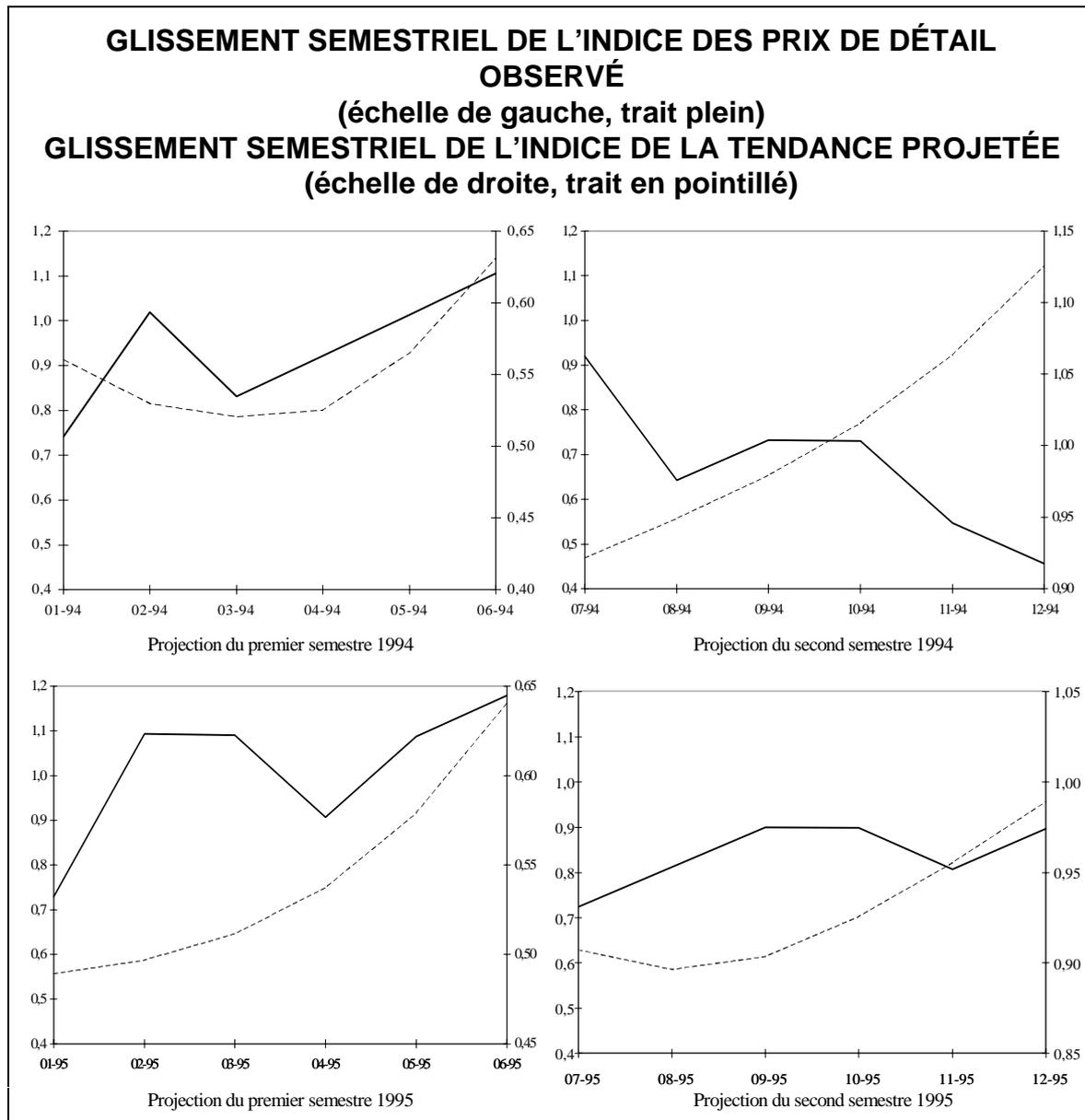
¹ Le modèle Arima est succinctement présenté en annexe 3.

² Le modèle Arima est succinctement présenté en annexe 4.

Un essai de modélisation à court terme de l'évolution mensuelle des prix de détail

On considère donc nos six modèles prévisionnels de la tendance de l'inflation mensuelle de un mois à six mois. Sur la période 1994-1995, les exercices de prévision de décembre et de juin sur la tendance semestrielle à venir de l'inflation mensuelle sont réalisés.

Pour apprécier une direction qualitative de moyen terme des prix, un indice mensuel de la tendance des prix de détail a été reconstitué pour ces quatre exercices de prévision. Il s'obtient en prolongeant la composante tendancielle de l'inflation mensuelle obtenu par l'utilisation du filtre HP, jusqu'au dernier mois précédant l'exercice, par les prévisions. On détermine alors le glissement semestriel de cet indice que l'on compare au glissement semestriel de l'indice des prix de détail.



La prévision semestrielle de l'inflation tendancielle est considérée comme satisfaisante si l'évolution du glissement semestriel des prix de détail suit l'orientation anticipée six mois auparavant par le glissement semestriel de l'indice construit. Les graphiques ci-dessus présentent la prévision du glissement semestriel de l'indice construit et le glissement semestriel de l'indice des prix de détail effectif. Le second étant plus volatile que le premier, une double échelle est nécessaire pour apprécier leurs mouvements respectifs.

Hormis la projection du second semestre 1994, les indicateurs prévisionnels auraient bien indiqué l'orientation effectivement suivie par l'indice des prix de détail en glissement semestriel.

En définitive, à travers, notamment, l'analyse de données d'enquête de conjoncture, ce travail nous a permis d'élaborer une modélisation originale de l'évolution mensuelle des prix de détail décomposée en une tendance et une composante de fluctuations transitoires. Ainsi, l'estimation de la tendance des prix est correctement appréciée à l'horizon de six mois, tandis que les fluctuations transitoires de l'indice des prix de détail sont prévisibles au mois le mois.

Concernant ces dernières, la modélisation reste fragile, néanmoins des modèles alternatifs de type Arima, tant sur l'inflation brute mensuelle que sur sa tendance, ne fournissent pas de meilleurs résultats.

En fait, outre l'apport des spécifications présentées dans cette étude, on ne saurait se passer du diagnostic de « l'expert », seul à même de tenir compte de l'impact de chocs exogènes sur les prix (aléas climatiques, mouvements de fiscalité indirecte, troubles politiques ...) susceptibles d'affecter l'inflation à venir.

ANNEXE 1

INTERPRÉTATION DES COMPOSANTES PRINCIPALES DE L'ACP GLOBALE

Variables	Axe 1	Axe 2	Axe 3	Axe 4	Axe 5
Biens de consommation, évolution de la production	+++	--		++	
Biens de consommation, évolution des livraisons	++	-		++	
Biens de consommation, évolution des commandes reçues	+++	-		++	
Biens de consommation, évolution des commandes étrangères	+++	--	+	+	
Biens de consommation, état du carnet de commandes	++++				
Biens intermédiaires, évolution de la production	+++	--			
Biens intermédiaires, évolution des livraisons	+++	--		+	
Biens intermédiaires, évolution des commandes reçues	+++	--			
Biens intermédiaires, évolution des commandes étrangères	+++	--			
Biens intermédiaires, état du carnet de commandes	++++				
Biens intermédiaires, prévision de production	++++	--			
Automobile et transport, évolution de la production	++	--	--	+	
Automobile et transport, évolution des livraisons	++	-	-	+	
Automobile et transport, évolution des commandes reçues	++	--	-	++	+
Automobile et transport, évolution des commandes étrangères	++	-	--	+	
Automobile et transport, état du carnet de commandes	++++	--	-	-	
Automobile et transport, prévision de production	++	-	-		
Biens d'équipement, évolution de la production	++++				
Biens d'équipement, évolution des livraisons	+++	-			
Biens d'équipement, évolution des commandes reçues	+++	--		-	
Biens d'équipement, évolution des commandes étrangères	++	--		--	
Biens d'équipement, état du carnet de commandes	++++	+			
Biens d'équipement, prévision de production	++++			-	
Industrie alimentaire et agricole, évolution des effectifs	+++				++
Biens de consommation, évolution des effectifs	+++		+		
Biens d'équipement, évolution des effectifs	+++	++	++		
Biens intermédiaires, évolution des effectifs	++++		+		
Automobile et transport, évolution des effectifs	++		++	+	+
Industrie alimentaire et agricole, prévision d'effectifs	+++				++
Biens de consommation, prévision d'effectifs	+++		++		
Biens d'équipement, prévision d'effectifs	+++	++	+		
Biens intermédiaires, prévision d'effectifs	++++		++		
Automobile et transport, prévision d'effectifs	+++		++		
Textile, évolution des effectifs	++	+++			+
Textile, prévision des effectifs	++				
Ménages, situation future du chômage	---		---		
Industrie alimentaire et agricole, capacité de production	+++	++	---	+	
Biens de consommation, capacité de production	++++	+	-		-
Biens d'équipement, capacité de production	++++	++			
Biens intermédiaires, capacité de production	++++				
Automobile et transport, capacité de production	++++		-		
Industrie alimentaire et agricole, évolution du prix des matières premières	+++	-			---
Biens de consommation, évolution du prix des matières premières	+++	--	++		
Biens d'équipement, évolution du prix des matières premières	+++	-	++		--
Biens intermédiaires, évolution du prix des matières premières	+++	--	+	-	
Automobile et transport, évolution du prix des matières premières	+++		+		-

Un essai de modélisation à court terme de l'évolution mensuelle des prix de détail

Variables	Axe 1	Axe 2	Axe 3	Axe 4	Axe 5
Industrie alimentaire et agricole, évolution du prix des produits finis	+++		-		--
Biens de consommation, évolution du prix des produits finis	+++	+			
Biens d'équipement, évolution du prix des produits finis	++++	++			-
Biens intermédiaires, évolution du prix des produits finis	++++			-	
Automobile et transport, évolution du prix des produits finis	++	+		+	
Ménages, évolution passée des prix		+++		+	++
Ménages, évolution future des prix		+++		+	
Ménages, opportunité d'achat	++++				
Ménages, opportunité d'épargne	---		+++	+	
Ménages, indicateur de niveau de vie	++++				
Biens de consommation, prévision de stocks de produits finis	++	+			-
Biens intermédiaires, prévision de stocks de produits finis	+++			-	
Biens de consommation, évolution des stocks de matières premières			++		++
Biens d'équipement, évolution des stocks de matières premières		+++			
Biens intermédiaires, évolution des stocks de matières premières		+++		++	++
Industrie alimentaire et agricole, niveau des stocks de produits finis	---				
Biens d'équipement, niveau des stocks de produits finis	---	++		++	
Automobile et transport, niveau des stock de produits finis	---	++	+		
Variation mensuelle de M1		+		--	
Variation mensuelle de M3	++	++		--	+
Variation mensuelle du taux d'appel d'offres réel	+			+	
Variation mensuelle du taux de mise en pension réel	+			++	
Variation mensuelle du crédit des établissements de crédit	+++	++	--	-	
Variation mensuelle du crédit des établissements de crédit aux sociétés	+++	++	-	-	
Variation mensuelle du crédit des établissements de crédit aux ménages	+++		---	-	
Variation mensuelle du crédit des banques	+++	++	--	-	
Variation mensuelle du crédit des banques aux sociétés	++	++	--	-	
Variation mensuelle du crédit des banques aux ménages	++		-	-	
Commerce alimentation, évolution des ventes	++			+	--
Commerce alimentation, évolution des livraisons	++			+	--
Commerce alimentation, évolution des effectifs					--
Commerce alimentation, évolution des stocks	-		---		
Commerce alimentation, évolution des commandes			++		
Commerce alimentation, situation de la trésorerie	++	+++			
Commerce alimentation, prévision des ventes	+			-	+
Commerce alimentation, prévision des effectifs	-	++			---
Commerce textile, évolution des ventes	++	++			
Commerce textile, évolution des livraisons	++	+++	--		
Commerce textile, évolution des stocks	++		--		+
Commerce textile, évolution des commandes	++	+++	+	+	
Commerce textile, situation de la trésorerie	+++	+	-	-	
Commerce textile, prévision des ventes	++	++			
Indice Reuter converti en francs	++++		+		-
Indice Banque de France	+++		+++		--
Taux de change effectif nominal du franc au sein du SME	--	---		--	+
Taux de change effectif nominal du franc au sein de l'OCDE	---		+++		++
Taux de change effectif nominal du franc au sein de l'UE	---	--	+++		

+ + + + / ---- : corrélation supérieure à 75 %

+ + + / --- : corrélation entre 50 % et 75 %

+ + / -- : corrélation entre 30 % et 50 %

+ / - : corrélation entre 20 % et 30 %

Les corrélations inférieures à 20 % ne sont pas mentionnées.

INTERPRÉTATION DES COMPOSANTES PRINCIPALES DES ACP THÉMATIQUES

AXE EFFECTIFS soldes d'opinion concernant l'évolution des effectifs	
Variables	Axe 1
Industrie alimentaire et agricole, évolution des effectifs	+++
Biens de consommation, évolution des effectifs	++++
Biens d'équipement, évolution des effectifs	++++
Biens intermédiaires, évolution des effectifs	++++
Automobile et transport, évolution des effectifs	+++
Industrie alimentaire et agricole, prévision d'effectifs	+++
Biens de consommation, prévision d'effectifs	++++
Biens d'équipement, prévision d'effectifs	++++
Biens intermédiaires, prévision d'effectifs	++++
Automobile et transport, prévision d'effectifs	++++
Ménages, situation future de l'emploi	---
Sources : Banque de France (Enquête mensuelle de conjoncture industrie et commerce de détail) INSEE (Enquête ménages)	

AXE STOCKS soldes d'opinion concernant les stocks	
Variables	Axe 1
Biens de consommation, prévision de stocks de produits finis	++
Biens de consommation, évolution des stocks de matières premières	++
Biens d'équipement, évolution des stocks de matières premières	+++
Biens intermédiaires, évolution des stocks de matières premières	++++
Industrie alimentaire et agricole, niveau des stocks de produits finis	-
Source : Banque de France (Enquête mensuelle de conjoncture industrie)	

AXE MÉNAGES solde d'opinion des ménages	
Variables	Axe 1
Ménages, opportunité d'achat	++++
Ménages, opportunité d'épargne	---
Ménages, indicateur de niveau de vie	++++
Source : INSEE (Enquête ménages)	

ANNEXE 2 (suite)

AXE MATIÈRES PREMIÈRES variables sur le prix des matières premières	
Variables	Axe 1
Industrie alimentaire et agricole, évolution du prix des matières premières	++++
Biens de consommation, évolution du prix des matières premières	++++
Biens d'équipement, évolution du prix des matières premières	++++
Biens intermédiaires, évolution du prix des matières premières	++++
Automobile et transport, évolution du prix des matières premières	+++
Indice Banque de France	++++
Indice Reuter converti en francs	++++
Sources : Banque de France – Agence Reuter	

AXE TUC taux d'utilisation des capacités de production	
Variables	Axe 1
Industrie alimentaire et agricole, capacité de production	+++
Biens de consommation, capacité de production	++++
Biens d'équipement, capacité de production	++++
Biens intermédiaires, capacité de production	++++
Automobile et transport, capacité de production	++++
Source : Banque de France (Enquête mensuelle de conjoncture industrie)	

+ + + + / ---- : corrélation supérieure à 75 %

+ + + / --- : corrélation entre 50 % et 75 %

+ + / -- : corrélation entre 30 % et 50 %

+ / - : corrélation entre 20 % et 30 %

Les corrélations inférieures à 20 % ne sont pas mentionnées.

UN MODÈLE ARIMA SUR LA TENDANCE DE L'INFLATION MENSUELLE

Les performances en prévision de nos spécifications de la tendance de l'inflation mensuelle ont été comparées à celles qui auraient été obtenues à l'aide d'un modèle Arima.

Le modèle Arima retenu pour la composante tendancielle de l'inflation est le suivant :

$$(1 - 2,3L + 2,4L^2 - 1,4L^3 + 0,4L^4) (1 - 0,2L^{12}) (1 - L) Y_t = u_t$$

(-25,6) (+11,2) (-6,5) (+4,8) (-2,7)

avec : Y_t : l'inflation tendancielle

u_t : le résidu

L : l'opérateur de retard

les statistiques de Student sont entre parenthèses.

La persistance du caractère quelque peu cyclique de la différence première de l'inflation tendancielle a entraîné l'introduction d'un terme autorégressif d'ordre 12. Le modèle vérifie alors les bonnes propriétés de :

- non-autocorrélation des résidus d'ordre 1
(statistique de Durbin et Watson à 1,98),
- non-autocorrélation des résidus d'ordre supérieur à 1
(statistique de Ljung Box à 5 % $Q(25) = 18,2$,
soit un niveau de significativité de 0,58).

ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DIVERGENTE DES SICAV ET DES FCP

Le déclin tendanciel depuis 1993 des Sociétés d'investissement à capital variable (Sicav) contraste avec l'évolution comparativement dynamique des fonds communs de placement (FCP). Cette divergence ne paraît pas devoir être expliquée par un seul facteur, mais plutôt par le fait que les FCP seraient, du fait de leurs caractéristiques, mieux à même de répondre aux multiples attentes d'une clientèle d'investisseurs. Cette étude s'efforce de mettre en lumière les différences de structures et de comportements entre Sicav et FCP à l'origine de ce développement.

GEORGES TOURNEMIRE

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

Le comportement des OPCVM ne s'était guère différencié selon la nature juridique du vecteur de désintermédiation — Sicav ou FCP — dans la période de croissance des OPCVM. Depuis 1993, l'examen de l'évolution des OPCVM fait apparaître une nette différence entre, d'une part, le recul très sensible de l'actif net des Sicav (– 409,2 milliards de francs entre décembre 1993 et décembre 1995), d'autre part, la progression régulière des FCP (+ 107,3 milliards).

Ce décalage apparaît dans le tableau suivant.

ÉVOLUTION COMPARÉE DES SICAV ET DES FCP					
	1991	1992	1993	1994	1995
Sicav (en milliards de francs).....	1 661,4	1 803,9	2 012,1	1 785,5	1 602,9
FCP (en milliards de francs).....	563,7	697,6	844,0	893,8	951,3
Sicav (en pourcentage du total des OPCVM).....	74,7	72,1	70,4	66,6	62,8
FCP (en pourcentage du total des OPCVM).....	25,3	27,9	29,6	33,4	37,2

Ce décalage touche toutes les catégories (cf. annexe) et a tendance à s'accroître. Ainsi, l'année 1995 s'est traduite par la création de 525 OPCVM. Sur ce total, 470 étaient des FCP. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cette progression différenciée.

La nature du détenteur

Alors que les Sicav sont plus particulièrement détenues par les ménages, les FCP sont majoritairement détenus par les entreprises et les assurances. Or, si la tendance vers une gestion toujours plus efficace de la trésorerie des entreprises ne connaît guère d'inflexion, ce qui plaide pour un développement régulier des FCP monétaires, au détriment des traditionnels produits bancaires (comptes ordinaires et comptes à terme), le comportement de placement en Sicav des ménages est plus instable.

La détention par les ménages s'est ainsi fortement contractée en 1994 et 1995 où des placements plus avantageux s'offraient aux ménages (retour sur des produits à taux administrés, grand emprunt d'État, assurance-vie) : le portefeuille des ménages en titres d'OPCVM français a reculé de 15,0 % en 1995, alors que celui des sociétés est resté stable (- 0,2 %) et que celui des assurances a fortement augmenté (+ 20,7 %) ¹. En revanche, compte tenu de leur horizon de placement, les entreprises n'ont guère d'autres choix en dehors des OPCVM, dès lors qu'elles souhaitent placer à court terme des disponibilités qui, de plus, ont été comparativement abondantes par rapport aux années précédentes.

La nature des placements

Les FCP sont plus orientés vers des placements internationaux, ce qui leur a permis de lisser quelque peu les médiocres résultats enregistrés en 1994 et 1995 sur les marchés obligataire et d'actions français (les catégories internationales représentent 10,3 % de l'actif net total des FCP, contre 4,6 % pour les Sicav). Ils sont aussi quasiment les seuls à se positionner dans la catégorie « garantie », qui connaît une expansion rapide.

La structure institutionnelle des FCP

Alors que les Sicav doivent être constituées à partir d'un capital minimum de 50 millions de francs, les FCP nécessitent un capital minimum de départ de seulement 2,5 millions. Faciles à créer et à restructurer, les FCP ont également une structure plus légère et par conséquent moins coûteuse (pas d'assemblée générale ni de conseil d'administration). Tant qu'ils restent de taille réduite, les FCP disposent ainsi d'un avantage comparatif leur permettant deux stratégies de gestion.

Dans une première stratégie, ils peuvent réduire les coûts pour les souscripteurs, ce qui est décisif pour les OPCVM monétaires, tant les stocks et les flux attachés à cette catégorie sont importants : ainsi, les frais de gestion des dix FCP monétaires les plus performants s'élèvent en moyenne à 0,39 % de

¹ Source : Enquête-titres sur l'ensemble de l'année 1995 (DESM - Pôle « Valeurs mobilières »)

l'actif net par an ¹. Ces frais représentent, en revanche, 0,54 % de l'actif net par an sur la moyenne des dix Sicav les plus performantes et 0,85 % l'an sur les dix plus grosses Sicav (en termes d'actif net), destinées avant tout aux particuliers.

Alternativement, les gestionnaires de FCP peuvent choisir d'investir sur des marchés peu profonds ou nécessitant une expertise particulière. Par exemple, la catégorie « garantie » est quasi exclusivement (97,9 %) constituée de FCP utilisant activement les marchés dérivés pour garantir un rendement fondé sur les indices d'actions. On constate aussi que les FCP sont également privilégiés dans la catégorie diversifiée, qui nécessite des arbitrages fréquents entre marchés.

La création de fonds « fermés » est une autre conséquence de cette absence de formalisme. Ces fonds peuvent ainsi soit être créés *ad hoc* pour quelques particuliers fortunés, soit être l'émanation juridique de la trésorerie d'une et une seule société ou assurance. L'importance de ces fonds peut être connue en étudiant deux concepts : les organismes « non offerts au public » selon la définition de la COB sont ceux qui ont moins de vingt souscripteurs ayant chacun souscrit initialement plus de 1 million de francs. Ils font l'objet d'une procédure simplifiée et ne doivent pas faire de publicité. Par ailleurs, la société Europerformance définit un concept plus large : les organismes « réservés ». Il s'agit alors d'organismes qui, bien qu'offerts en théorie au public, ne font pas de promotion commerciale effective.

OPCVM NON OFFERTS / RÉSERVÉS / COMMERCIALISÉS			
Données établies en décembre 1995			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Non offerts	Réservés	Commercialisés
Sicav	2,8	1,0	96,2
FCP	19,8	22,5	57,7
OPCVM	9,2	8,8	81,9

Sources : COB – Société Europerformance

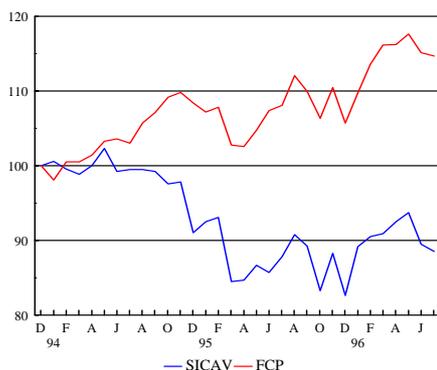
En combinant les deux critères, on s'aperçoit que les fonds non offerts et réservés représentent 42,3 % de l'encours des FCP, alors que ce pourcentage atteint moins de 4 % pour les Sicav.

Si cette évolution devait se poursuivre, il en ressortirait que la population des OPCVM, après avoir été très concentrée, aurait tendance à se partager entre un segment de masse regroupant principalement les Sicav des grands réseaux, et des « niches », qui prennent souvent la forme de FCP recherchés par une clientèle haut de gamme, prête, dans le cadre d'une gestion de portefeuille active, à consentir des frais de gestion plus élevés pour éviter le risque ou pour rechercher des rendements plus élevés. Il faut également noter que la fragmentation croissante des OPCVM pourrait rendre leur contrôle, comptable et prudentiel, plus difficile.

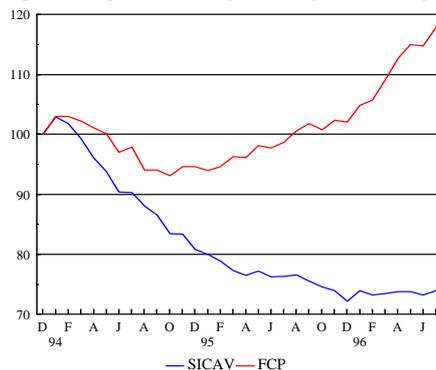
¹ Sources : Europerformance pour les Sicav, *Investir Magazine* pour les FCP

ÉVOLUTIONS RESPECTIVES DES SICAV ET DES FCP SELON LEUR CATÉGORIE (base 100 en décembre 1993)

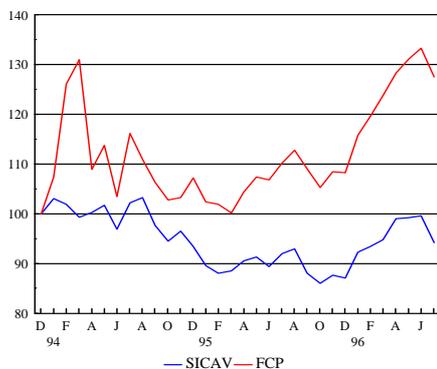
SICAV ET FCP MONÉTAIRES



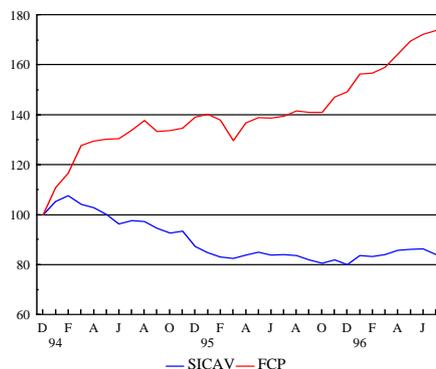
SICAV ET FCP OBLIGATIONS ET AUTRES TITRES DE CRÉANCE



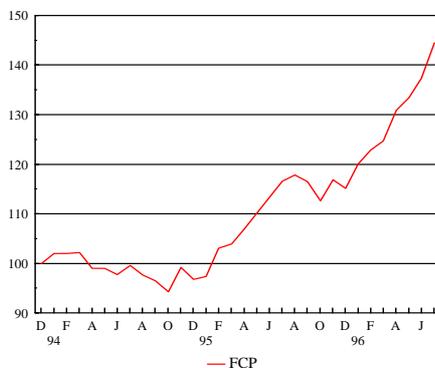
SICAV ET FCP ACTIONS



SICAV ET FCP DIVERSIFIÉS



FCP GARANTIS



Source : Commission des opérations de bourse
Réalisation : Banque de France
DESM - SASM - Tél. : 01 42 92 49 29

Mise à jour le 30 septembre 1996

DÉLAIS DE PAIEMENT ET SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES DE 1988 À 1995

Les délais de paiement, mesurés à partir des données comptables des entreprises recensées dans le fichier Fiben de la Banque de France, se sont raccourcis en 1995, alors qu'ils s'étaient allongés en 1994. Cette tendance est vérifiée, tant au niveau de l'ensemble de l'économie que dans l'industrie, et permet, dans la majorité des cas, de compenser le mouvement constaté en 1994. Cependant, la diminution des délais fournisseurs de l'ensemble des entreprises industrielles n'a pas été suffisante en 1995 pour annuler la hausse de 1994.

Cette baisse quasi générale est particulièrement marquée, dans l'industrie, pour les délais clients des très grandes sociétés et les délais fournisseurs des grandes. Ainsi, les firmes industrielles de plus de 500 salariés raccourcissent leurs délais fournisseurs de 5 jours et les petites entreprises de moins de 20 salariés de 2 jours seulement.

Les charges de trésorerie nées du crédit interentreprises se sont, dans l'ensemble, maintenues en 1995 à leur niveau de 1994. Mais, surtout, les différences d'évolution de ces charges suivant la taille des sociétés sont plus atténuées que par le passé : les petites entreprises n'ont pas subi d'alourdissement des leurs et les grandes n'ont pas connu d'allègement significatif, pour la première fois depuis plusieurs années. Seules les très grandes firmes industrielles de plus de 2 000 salariés ont pu continuer à les réduire.

Au total, la tendance continue depuis plusieurs années d'un transfert de charges en faveur des grandes entreprises, et au détriment des petites, paraît s'être estompée en 1995.

ÉLISABETH KREMP
Direction des Entreprises

Tableau 1

COMPARAISON DES CRÉANCES COMMERCIALES, DES DETTES COMMERCIALES ET DE L'ENDETTEMENT À COURT TERME AUPRÈS DES BANQUES							
<i>(en milliards de francs – taux en pourcentage)</i>							
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Créances commerciales (a)	1 552	1 712	1 837	1 879	1 782	1 885	nd
Clients et comptes rattachés.....	1 442	1 588	1 701	1 742	1 654	1 758	
<i>Taux de croissance</i>		10,1	7,1	2,4	-5,1	6,3	
Effets escomptés non échus.....	70	74	78	77	65	64	
<i>Taux de croissance</i>		5,7	5,4	-1,3	-15,0	-2,0	
Avances et acomptes versés aux fournisseurs....	39	50	58	60	63	63	
<i>Taux de croissance</i>		28,3	16,0	3,4	5,6	0,2	
Dettes commerciales (a)	1 476	1 674	1 774	1 808	1 766	1 889	nd
Dettes fournisseurs.....	1 226	1 332	1 401	1 435	1 380	1 501	
<i>Taux de croissance</i>		8,6	5,2	2,4	-3,8	8,8	
Avances et acomptes reçus des clients.....	250	342	373	373	386	387	
<i>Taux de croissance</i>		37,1	8,9	0,1	3,4	0,4	
Solde commercial net	75	38	63	71	16	-4	nd
Solde commercial brut	216	256	300	307	274	257	nd
Chiffre d'affaires hors taxes (a)	7 639	8 406	9 095	9 588	9 316	9 789	nd
<i>Taux de croissance</i>		10,5	8,2	5,4	-2,8	5,1	
Crédit des banques							
Trésorerie des entreprises (b).....	731	840	859	861	885	839	870
<i>Taux de croissance</i>		14,9	2,3	0,2	2,8	-5,2	3,6

nd : non déterminé

Définitions :

Les clients et comptes rattachés (BX), les effets escomptés non échus (YS) et les avances et acomptes versés aux fournisseurs (BV) sont des postes de l'actif du bilan et correspondent à des emplois.

Les dettes fournisseurs (DX) et les avances et acomptes reçus des clients (DW) sont des postes du passif du bilan et correspondent à des ressources.

Les créances commerciales sont égales à la somme des trois postes de l'actif du bilan.

Les dettes commerciales sont définies comme la somme des dettes fournisseurs et des avances et acomptes reçus des clients.

Par abus de langage, les créances commerciales sont parfois définies seulement comme la somme des postes clients et comptes rattachés et effets escomptés non échus; de même, les dettes commerciales ne recouvrent alors que les dettes fournisseurs.

Le solde du crédit interentreprises défini à partir des créances et des dettes commerciales est appelé solde net (c'est-à-dire net des avances et acomptes). Celui défini à partir des créances clients et effets escomptés non échus et des dettes fournisseurs est souvent qualifié de solde brut. Ces deux soldes diffèrent essentiellement pour les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment.

Note :

La source INSEE est utilisée dans ce tableau, car elle est la source qui fournit l'information la plus exhaustive. Cette exhaustivité a pour contrepartie un délai plus long pour l'obtention de l'information.

Sources :

(a) INSEE, Suse. Champ: entreprises soumises au régime réel des bénéficiaires industriels et commerciaux, appartenant au système productif marchand hors agriculture, assurances et organismes financiers et hors électricité, gaz, postes et télécommunications
Les données 1989 à 1992 sont agrégées à partir de la nomenclature NAP, celles de 1993 et 1994 à partir de la nomenclature NAF. Les champs ne sont pas parfaitement comparables et les évolutions de 1992 à 1993 sont sujettes à caution.

(b) Bulletin de la Banque de France, tableau des crédits à l'économie, répartition par agent, encours en données brutes, chiffres de décembre, différents numéros

Réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 41 24
 Mise à jour le 23 août 1996

1. L'importance du phénomène du crédit interentreprises et sa diversité

1.1. Le cadrage macro-économique ¹

Le crédit interentreprises est le résultat de pratiques commerciales entre clients et fournisseurs et provient d'un décalage dans le temps entre la vente d'un produit et son règlement : les créances clients correspondent à des ventes non encore réglées, alors que les dettes fournisseurs se rapportent à des achats non encore payés.

L'approche macro-économique permet de comparer le poids des créances et des dettes à d'autres grandeurs macro-économiques comme l'endettement à court terme auprès des banques. Elle nécessite une information la plus exhaustive possible sur les entreprises. C'est ce qui est fait ici en utilisant la base Suse de l'INSEE qui comprend plus de 350 000 bilans d'entreprises soumises aux bénéfices industriels et commerciaux ².

Les dettes commerciales sont la principale source de financement à court terme des firmes en France (cf. tableau 1). En 1994, dernière année disponible à partir des données individuelles fiscales, les dettes commerciales, comme les créances commerciales, sont de l'ordre de 1 900 milliards de francs. Comparativement, les crédits de trésorerie accordés par les banques aux entreprises sont de l'ordre de 840 milliards de francs ³.

La charge globale née du crédit interentreprises calculée à partir du solde commercial net, c'est-à-dire en prenant en compte l'ensemble des avances et acomptes reçus et versés, est proche de 0, alors qu'elle était de 75 milliards de francs en 1989.

Le solde défini à partir des créances clients, des effets escomptés non échus et des dettes fournisseurs est de 257 milliards en 1994. Exprimé en jours de chiffre d'affaires hors taxes (HT), ce solde s'est légèrement alourdi de 1989 à 1991, puis s'est allégé. Cette évolution s'est faite au bénéfice, dans un premier temps, des très grandes entreprises de plus de 2 milliards de francs de chiffre d'affaires, puis de l'ensemble des firmes, à l'exception des petites sociétés de moins de 10 millions de chiffre d'affaires. En 1994, ces dernières sont les seules à subir une augmentation de leur charge. Toutes les autres bénéficient d'un allègement. Les très grandes firmes n'ont plus qu'une charge de l'ordre de 1 jour de chiffre d'affaires (HT) ⁴.

Les données exhaustives confirment ainsi le mouvement de redistribution du poids du crédit interentreprises, au détriment des petites entreprises et au profit des grandes, signalé à partir des données de la base Fiben (Kremp, 1995).

¹ Cf. encadré en fin d'article pour la définition des approches macro et micro-économiques

² La définition du champ des données de Suse est donnée en note du tableau 1. Elle est identique à celle retenue par M. Dietsch sur ces mêmes données (cf. Dietsch, 1991). Dans le calcul des créances clients et du solde du crédit interentreprises, les effets escomptés non échus sont inclus. D'autre part, le chiffre d'affaires est ici calculé *hors taxes* (HT). On ne peut donc calculer de délais de paiement, et les rotations de créances clients et de dettes fournisseurs ne sont pas directement comparables (toutes choses égales par ailleurs, elles sont plus élevées) avec les délais de paiement calculés à partir de la base Fiben.

³ La comptabilité nationale, avec le tableau des opérations financières (TOF), fournit aussi une évaluation des créances et des dettes commerciales. Le champ retenu est plus large que celui du tableau 1. En 1994, l'ensemble des créances commerciales détenues par les sociétés et quasi-sociétés (SQS), les grandes entreprises nationales (GEN) et les entreprises individuelles (EI) sont de 2 714 milliards de francs et les dettes commerciales de 2 580 milliards (ligne F65 : crédits commerciaux et prêts de toute nature entre agents non financiers). Les crédits en francs à moins de 1 an des agents financiers aux SQS, GEN et EI sont de 816 milliards (ligne F61, version SD1 du TOF de 1994).

⁴ Les données issues de Suse et fournies dans le tableau 1 permettent aussi de calculer la rotation des créances clients en fonction du chiffre d'affaires hors taxes. Au cours de la période 1989-1993, ce ratio est revenu de 71 jours à 66 jours de chiffre d'affaires HT, puis a légèrement augmenté en 1994.

1.2. Sa diversité

Basés sur une approche micro-économique à partir des bilans de la base Fiben, des travaux antérieurs ont mis en évidence un certain nombre de caractéristiques, qui sont rappelées ici avec les données 1995¹.

Calculées tous secteurs confondus, les moyennes annuelles des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises masquent des disparités sectorielles très fortes. Par exemple, en 1995, si la moyenne non pondérée des délais clients est de 61 jours de chiffre d'affaires pour l'ensemble des secteurs, sa valeur s'étend de 16 jours pour les services aux particuliers à 88 jours pour les industries des biens d'équipement, 86 jours pour les services aux entreprises et 80 jours pour les biens intermédiaires. Pour les délais fournisseurs (70 jours d'achats pour l'ensemble des secteurs), la disparité entre secteurs est moins grande : 53 jours pour les industries agro-alimentaires, contre 86 jours pour les industries des biens d'équipement et 83 jours pour la construction.

Le solde brut du crédit interentreprises, toujours selon l'approche micro-économique, correspond à une charge pour les entreprises de l'ordre de 16 jours de chiffre d'affaires en 1995. Là encore, ces chiffres relatifs aux firmes de l'ensemble des secteurs économiques masquent des divergences importantes en fonction des secteurs. Les services aux entreprises, suivis des industries des biens d'équipement, des industries des biens intermédiaires et de la construction, sont les secteurs les plus fortement prêteurs, de l'ordre de 49 jours de chiffre d'affaires pour le premier et entre 36 jours et 32 jours pour les trois autres. Par contre, dans le commerce, les sous-secteurs de la réparation automobile et du commerce de détail sont structurellement emprunteurs (respectivement – 12 jours et – 27 jours) et bénéficient du crédit interentreprises. Pour l'ensemble des entreprises industrielles, cette charge est de 28 jours.

La dispersion des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises d'un secteur d'activité à l'autre apparaît plus forte que celle liée à la taille de l'entreprise à l'intérieur d'un secteur. Ce constat est essentiel et doit conduire à prendre des précautions lors de l'interprétation, sur l'ensemble de l'économie, de différences de niveau suivant l'importance des sociétés.

2. Les évolutions des délais de paiement

2.1. Le retour à la baisse des délais de paiement en 1995

L'année 1994 s'était inscrite en rupture par rapport aux années précédentes : la hausse des délais clients était de près de 1 jour de chiffre d'affaires et celle des délais fournisseurs de près de 2 jours d'achats (cf. graphiques A et B ci-après).

Les évolutions de l'année 1995 semblent gommer cette rupture avec, pour l'ensemble de l'économie, une diminution de 0,6 jour pour les délais clients et de 1,4 jour pour les délais fournisseurs.

Calculées pour les seules entreprises de l'industrie, ces baisses sont comprises entre 2 jours et 3 jours (cf. graphiques D et E ci-après). Cependant, le fléchissement en 1995 des délais fournisseurs n'a pas été suffisant pour annuler la hausse de 1994.

En 1994, la progression de 2,6 jours de la moyenne des ratios des délais clients des entreprises industrielles de plus de 500 salariés, d'une part, et la quasi-stabilité du ratio moyen, d'autre part, soulignaient le comportement spécifique des très grandes firmes industrielles françaises et mettaient l'accent sur leur pouvoir de négociation (cf. graphiques D ci-après). Parmi celles de plus de

¹ Les chiffres cités correspondent à des moyennes non pondérées de ratios individuels. Les séries statistiques complètes des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises sur la période 1988-1995, pour l'ensemble de l'économie, pour l'industrie, par secteur, en NAF 16 et en NAF 36, et par taille, ainsi qu'une représentation graphique des principales évolutions, sont publiées sous le timbre de la Banque de France (cf. Kremp E. et Truy C. [1996]).

500 salariés, la moyenne augmentait de 3 jours pour les entreprises de 500 salariés à 2 000 salariés, alors que les firmes de plus de 2 000 salariés ne connaissaient pas de hausse.

En 1995, la baisse des délais clients se manifeste dans toutes les catégories d'entreprises. Elle est très faible pour les petites firmes et plus marquée pour les grandes et surtout les très grandes firmes industrielles : la moyenne des ratios individuels des firmes industrielles de plus de 500 salariés baisse de près de 1,7 jour, alors que le ratio moyen chute de près de 5 jours. Ainsi, même dans un contexte différent de 1994, les grandes ou très grandes entreprises industrielles bénéficient toujours de l'évolution la plus favorable.

Du côté des délais fournisseurs, la hausse constatée en 1994 avait aussi profité aux grandes entreprises. En 1995, les disparités de comportement sont moins nettes entre grandes et très grandes sociétés qu'elles ne le sont pour les délais clients et concernent plutôt les petites et les grandes firmes. Ainsi, les firmes industrielles de plus de 500 salariés raccourcissent leurs délais fournisseurs de 5 jours et les petites entreprises de moins de 20 salariés de 2 jours seulement. Le comportement des grandes entreprises industrielles s'est donc modifié vis-à-vis de leurs fournisseurs, puisque, contrairement à l'année 1994, elles répercutent du côté fournisseurs la baisse constatée du côté de leurs clients.

Le mouvement en dents de scie constaté les deux dernières années sur l'évolution des délais de paiement se retrouve essentiellement dans quatre secteurs importants de par leur nombre d'entreprises : le secteur des biens intermédiaires, le secteur des biens d'équipement, la construction et le commerce de gros¹.

2.2. Les évolutions sectorielles sur longue période

Sur l'ensemble de la période 1988-1995, la baisse des délais clients est de l'ordre de 3,5 jours de chiffre d'affaires et celle des délais fournisseurs de l'ordre de 7 jours d'achats. Les niveaux atteints en 1995 sont respectivement de 61 jours et de 70 jours pour l'ensemble de la population et de 76 jours et 77 jours pour la moyenne des entreprises de l'industrie.

Cette baisse, plus forte pour les délais fournisseurs que pour les délais clients, est effective respectivement pour dix et onze des douze secteurs étudiés en nomenclature NAF 16. Seuls, le secteur des activités immobilières ne connaît aucune diminution de ses délais fournisseurs et le secteur de l'agriculture aucun fléchissement de ses délais de paiement. Les secteurs pour lesquels la baisse est en général la plus forte sont aussi ceux où les niveaux étaient, en 1988, les plus élevés. Ainsi, les industries des biens d'équipement, qui avaient des délais fournisseurs de 97 jours en 1988, les ont réduits de 12 jours sur l'ensemble de la période.

Au cours des huit années sous revue, la distinction des évolutions des délais clients suivant la taille des entreprises est souvent significative². Ainsi, pour plusieurs secteurs importants de par leur nombre d'entreprises (biens intermédiaires, biens d'équipement, construction et, dans une moindre mesure, biens de consommation) et aussi pour des secteurs plus petits comme le secteur des industries agro-alimentaires, les grandes entreprises ont imposé à leurs clients un raccourcissement du règlement des factures plus conséquent que les autres. De même, dans le commerce de gros, les grandes entreprises avaient réussi à diminuer leurs délais clients de 13 jours de 1988 à 1992. Depuis, les délais ont à nouveau augmenté de 1 jour, pour atteindre 59 jours en 1995. Ceux des PME n'ont fléchi que de 3 jours sur l'ensemble de la période, pour atteindre 66 jours en 1995.

De 1988 à 1995, dans le secteur des biens intermédiaires, les délais fournisseurs des grandes entreprises baissent moins que ceux des petites entreprises et des PME. Dans le secteur des biens de

¹ En 1995, sur un échantillon de près de 120 000 entreprises, ces secteurs représentent respectivement : biens intermédiaires (14 800), biens d'équipement (7 100), construction (13 300), commerce de gros (25 000).

² Les tendances mises en évidence suivant la taille ont été testées économétriquement par secteur. Il a été vérifié, avant de souligner une conclusion au niveau agrégé en fonction de la taille des entreprises, que ces résultats par taille se retrouvaient au niveau de chaque secteur d'activité.

consommation, par exemple, les délais fournisseurs des grandes firmes sont, en 1988 comme en 1995, de l'ordre de 70 jours de chiffre d'affaires, alors que ceux des petites reviennent au cours de la période de 86 jours à 79 jours. Dans le secteur des biens d'équipement, la chute des délais fournisseurs est, par contre, de même ampleur quelle que soit la taille des entreprises.

2.3. L'arrêt du transfert des charges nées du crédit interentreprises des grandes entreprises vers les plus petites

Sur l'ensemble de la période étudiée, le phénomène important qui caractérise l'évolution du crédit interentreprises est la divergence de comportement suivant la taille (cf. graphiques C pour l'ensemble de l'économie et F pour les seules entreprises industrielles, ci-après).

Les grandes entreprises de plus de 500 salariés voient, au cours de la période, leur charge fortement diminuer, alors que les très petites, qui, bien que globalement prêteuses, étaient dans une situation beaucoup plus favorable à la fin des années quatre-vingt, voient leur situation relative se dégrader par l'alourdissement de leur solde du crédit interentreprises.

Cette évolution divergente des charges nées du crédit interentreprises suivant la taille se constate dans tous les secteurs d'activité au niveau de la NAF 16, même si l'ampleur du phénomène varie d'un secteur à l'autre.

Lorsque l'on compare les grandes firmes aux plus petites, les tendances à la baisse de leurs délais clients sont plus accentuées et celles de leurs délais fournisseurs moins marquées. Au total, le solde de leur crédit interentreprises subit une contraction importante dans les industries agro-alimentaires (14 jours), les industries des biens intermédiaires (9 jours), les industries des biens d'équipement (8 jours), les transports (8 jours) et les services aux entreprises (6 jours).

L'évolution des pratiques commerciales a conduit les grandes entreprises à réduire de façon remarquable leur rôle de redistribution de fonds et à se libérer des contraintes financières associées à l'existence des délais. Cette modération de la charge de financement supportée par les grandes entreprises semble la traduction d'une plus grande attention portée à la gestion du risque client.

Cependant, en 1995, les différences d'évolution des charges suivant la taille sont plus atténuées que par le passé. Que ce soit pour l'ensemble de l'économie ou pour l'industrie, les charges du crédit interentreprises des plus petites se sont stabilisées ; les entreprises de plus de 500 salariés n'ont pas connu de réduction, pour la première fois depuis plusieurs années. Seules, les très grandes firmes industrielles de plus de 2 000 salariés semblent continuer à bénéficier d'un allègement.

Au niveau sectoriel, les charges des petites sociétés arrêtent de s'alourdir dans les industries de biens de consommation, de biens intermédiaires, de biens d'équipement, dans les transports et l'agriculture.

3. Les déterminants de l'évolution des délais de paiement

3.1. La détérioration de la relation entre l'évolution des délais de paiement et la variation de l'activité en 1994

L'évolution des délais de paiement n'est pas sans relation avec les variations du chiffre d'affaires. La période 1990-1994, caractérisée par la succession d'un ralentissement de l'activité, d'une forte récession et d'une phase de reprise, a permis de mettre en évidence l'existence d'une relation inverse entre la variation des délais de paiement et celle de l'activité par le biais d'une analyse graphique, puis économétrique, distinguant les entreprises suivant leur taille (Kremp, 1996).

Cette étude avait permis deux constats principaux sur la période 1990-1994.

– La relation négative et décroissante entre variation des délais de paiement (clients et fournisseurs) et taux de croissance du chiffre d'affaires n'est pas identique pour les entreprises avec un taux de croissance négatif de leur chiffre d'affaires et pour celles avec un taux positif. Elle est plus forte pour les entreprises à taux de croissance négatif, ce qui suggère que les délais de paiement sont donc plus sensibles à une réduction de l'activité qu'à une augmentation.

– En 1994, l'évolution défavorable du chiffre d'affaires s'accompagnait d'une augmentation des délais clients plus forte qu'en 1993¹. De plus, les entreprises connaissant une évolution positive de leur chiffre d'affaires n'avaient pas connu de baisse de leurs délais de paiement, comme par le passé. Ce phénomène était d'autant plus marqué que les entreprises étaient grandes. Ainsi, pour les entreprises de plus de 500 salariés, une augmentation de leur chiffre d'affaires, quelle que soit son ampleur, ne correspondait à aucune diminution des délais clients.

3.2. Le rôle d'autres facteurs financiers et stratégiques

Ces observations relatives à 1994 suggéraient qu'au-delà des variations de l'activité, d'autres facteurs financiers et stratégiques déterminaient l'évolution des délais de paiement et que, malgré une certaine reprise, le risque client s'était accru en 1994 (Dietsch et Kremp, 1996). Ainsi, en analysant la valeur de plusieurs ratios comme le taux de croissance du chiffre d'affaires, le taux de marge, la part des frais financiers dans la valeur ajoutée en fonction de la position des firmes face au crédit interentreprises (condition de prêteur ou d'emprunteur) et de leur taille, est apparu le rôle de facteurs de dépendance économique et/ou de facteurs strictement financiers.

Les sociétés petites et moyennes, qui bénéficient fortement du crédit interentreprises, connaissent des difficultés financières (niveau moyen d'endettement plus important, taux de marge en moyenne nettement plus faible) qui les obligent à tirer sur le crédit fournisseur. Cependant, il faut distinguer entre les deux populations. Les très petites entreprises (TPE) confrontées à un taux de variation négatif de leur chiffre d'affaires semblent perdre le contrôle de l'évolution du solde et se trouver en état de forte dépendance vis-à-vis de créances clients ; les PME, avec une situation plus favorable en termes de croissance du chiffre d'affaires, sont en meilleure posture pour utiliser le crédit de leurs fournisseurs. Si elles constituent un débouché important, ces derniers n'ont d'autre alternative que de leur accorder un soutien financier.

La situation de grand prêteur que connaissent d'autres TPE et PME paraît également résulter du jeu des contraintes financières et des facteurs de dépendance économique. Variation négative de leur chiffre d'affaires (cas des TPE), faible rentabilité (cas des PME), recours aux dettes bancaires et financières, peuvent s'expliquer par les difficultés de leur clientèle, qui provoquent à la fois une augmentation sensible de leur portefeuille clients, un ralentissement des ventes et une réduction des marges brutes. Les problèmes de trésorerie se répercuteraient par un effet de contagion.

Enfin, la situation des entreprises de grande taille en matière de solde du crédit interentreprises apparaît dans une certaine mesure comme détachée des contraintes financières et commerciales, et indépendante de l'état de leur rentabilité, de l'évolution de leur chiffre d'affaires et du poids de leurs frais financiers. Leur politique d'allègement de la charge née du crédit interentreprises ne semble donc pas être définie sous la pression de contraintes financières particulières, mais traduit plutôt l'apparition d'une stratégie de recherche d'un meilleur contrôle du crédit client, qui s'est traduite par un transfert de risque sur les entreprises de petite taille.

¹ Des graphiques non publiés réalisés sur l'ensemble de la période (1990-1994) et sur les délais fournisseurs confirmaient les mêmes constats : atypisme de l'année 1994 par rapport aux trois années précédentes (dont les courbes étaient pratiquement confondues) et comportement plus marqué des grandes entreprises concernant l'évolution de leurs délais clients.

3.3. Le rétablissement de la relation entre délais de paiement et activité en 1995

Les graphiques reliant la variation des délais de paiement et celle de l'activité sont actualisés en 1995 sans distinction de taille pour alléger la présentation ¹ (cf. graphiques G ci-après). Les entreprises sont regroupées en dix classes en fonction du taux de variation de leur chiffre d'affaires ². Les entreprises appartenant à la première classe connaissent un taux de variation fortement négatif (inférieur à - 20 %), alors que les entreprises appartenant à la dernière classe ont un taux de croissance supérieur à 20 %.

Ces graphiques retracent la variation moyenne des délais de paiement pour les années 1993, 1994 et 1995, pour les entreprises appartenant à chacune des dix classes de chiffre d'affaires. Ils confirment l'atypisme de l'année 1994 et suggèrent qu'en 1995 les mécanismes sont plus conformes à ceux du début de la décennie quatre-vingt-dix : les données se situent entre celles de 1993 et celles de 1994.

En 1995, une évolution défavorable du chiffre d'affaires s'accompagne d'une augmentation des délais clients moins forte qu'en 1994 et les entreprises, avec une évolution positive de leur chiffre d'affaires, connaissent, comme par le passé, une baisse de leurs délais de paiement.

Après plusieurs années de baisse des délais de paiement, le retournement de 1994 est apparu surprenant en période de reprise de l'activité : les causalités traditionnelles entre évolution des délais et évolution de l'activité ne semblaient plus à l'œuvre. Par contre, le transfert de la charge née du crédit interentreprises se poursuivait en faveur des grandes et au détriment des petites sociétés.

Les résultats de l'année 1995 apportent deux éléments nouveaux. Ils montrent un retour à la baisse des délais de paiement, évolution plus conforme à celle du début de la décennie, et font de l'année 1994 une année atypique et non la première année d'une nouvelle tendance.

Le second élément notable est la stabilisation des charges nées du crédit interentreprises par catégorie de taille. L'important transfert de charge au détriment des petites semble pour le moment suspendu, sans que l'on puisse savoir s'il avait atteint les limites de l'acceptable ou si cette stabilisation n'est que provisoire.

¹ Des graphiques non publiés dans cette étude ont été réalisés en distinguant les entreprises suivant leur taille, comme dans les travaux antérieurs, pour vérifier la validité des conclusions.

² Les dix classes sont définies à partir du taux de croissance du chiffre d'affaires de la façon suivante :

(en pourcentage)

classe 1	classe 2	classe 3	classe 4	classe 5	classe 6	classe 7	classe 8	classe 9	classe 10
< à -20	entre -20 et -15	entre -15 et -5	entre -5 et -1	entre -1 et 0	entre 0 et 1	entre 1 et 5	entre 5 et 15	entre 15 et 20	> à 20

DÉFINITIONS

Une bonne compréhension des véritables enjeux du crédit interentreprises nécessite une définition précise des concepts utilisés. Les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial brut, peuvent être appréhendés de deux façons.

D'un point de vue micro-économique :

– le ratio « délais clients » rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours de chiffre d'affaires ;

– le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360, pour être exprimé en nombre de jours d'achats ;

– le solde du crédit interentreprises correspond au solde, exprimé en jours de chiffre d'affaires, des créances clients de l'entreprise et de ses dettes fournisseurs. On peut le définir de façon équivalente comme la différence entre le ratio délais clients et le ratio délais fournisseurs, ce dernier étant corrigé du ratio achats sur chiffre d'affaires. Il reflète la situation prêteuse (solde positif) ou emprunteuse (solde négatif) de l'entreprise.

On calcule ensuite des moyennes de ratios individuels, aussi appelées moyennes non pondérées. Cette approche micro-économique, où chaque entreprise, quelle que soit sa taille, exerce le même poids dans le calcul de la moyenne, permet de prendre en compte l'hétérogénéité des observations individuelles.

D'un point de vue macro-économique :

– pour les délais de paiement, on calcule le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, ces totaux étant respectivement rapportés au total cumulé des chiffres d'affaires et au total cumulé des achats, et toujours multipliés par 360 pour être exprimé en jours (de chiffre d'affaires ou d'achats) ;

– le solde du crédit interentreprises est égal à la différence entre le total cumulé des créances clients et le total cumulé des dettes fournisseurs de l'ensemble des sociétés, cette différence étant rapportée au total cumulé des chiffres d'affaires et multipliée par 360.

Cette approche macro-économique accorde à chaque entreprise un poids proportionnel à sa taille et reflète donc plus particulièrement le comportement des grandes entreprises. Elle repose sur le calcul d'un ratio moyen, qui peut être interprété comme une moyenne des ratios individuels, pondérés par le dénominateur de chaque ratio, c'est-à-dire par le chiffre d'affaires de chaque entreprise. Elle permet de comparer l'évolution globale du poids des créances et des dettes à d'autres grandeurs macro-économiques, comme l'endettement à court terme auprès des établissements de crédit.

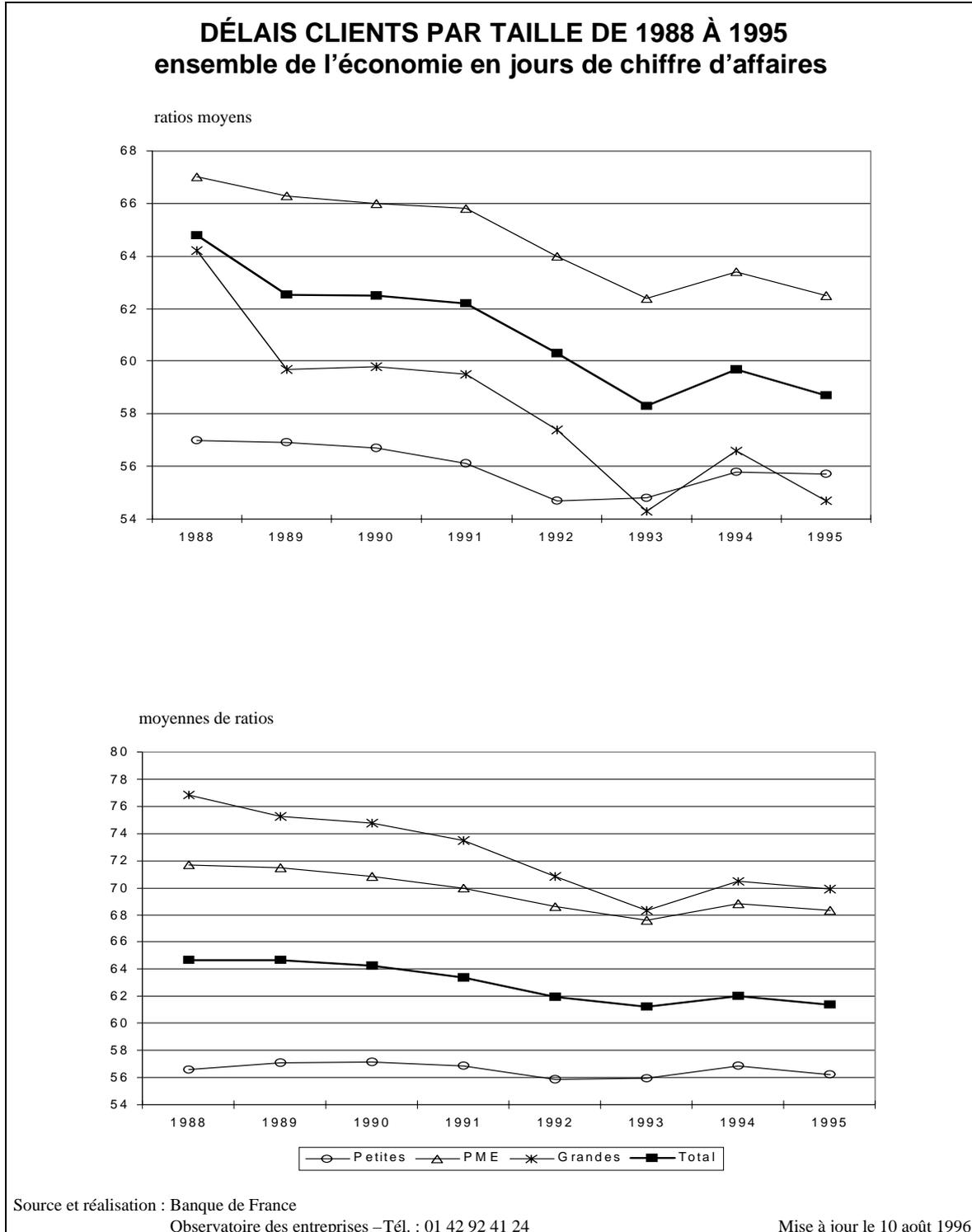
Les entreprises subissent une charge d'endettement car l'encours total des créances clients des entreprises est supérieur à celui de leurs dettes fournisseurs. Ceci est dû à plusieurs facteurs.

– D'une part, les avances et acomptes versés aux fournisseurs et les avances et acomptes reçus des clients ne sont pas inclus dans les créances clients et les dettes fournisseurs, ces deux postes intervenant dans la définition des créances et des dettes commerciales (cf. tableau 1). Or, si ces postes sont de faibles montants dans la plupart des secteurs, ils jouent, pour les avances clients, un rôle important dans les secteurs à cycle d'exploitation long, comme le bâtiment.

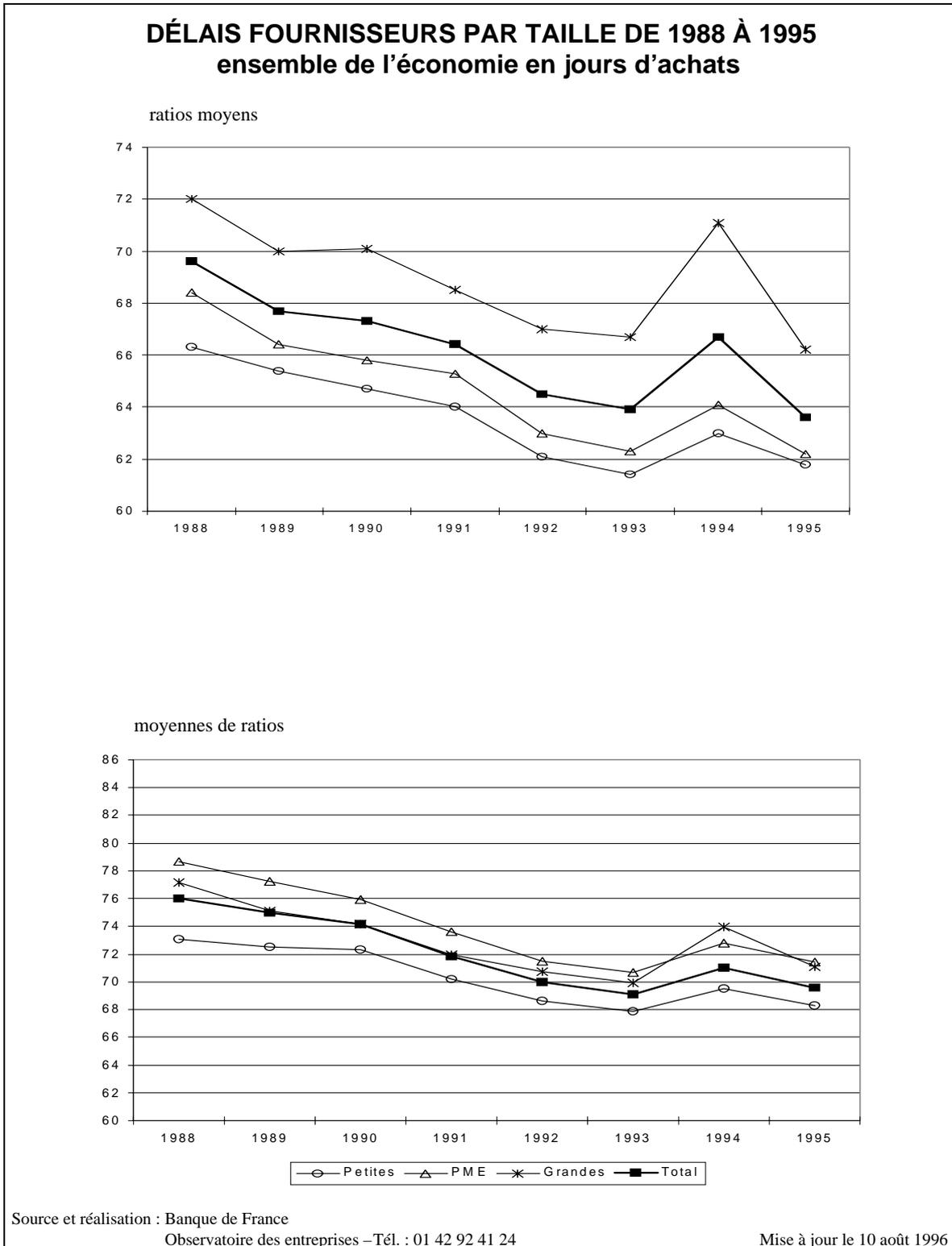
– D'autre part, les créances et les dettes commerciales des entreprises comprennent aussi celles vis-à-vis d'autres agents économiques : l'État, les collectivités locales, la Sécurité sociale, les ménages et les non-résidents, sans qu'il soit possible de les isoler à partir des données bilantielles.

Les travaux de l'Observatoire des entreprises à partir de la base Fiben ont jusqu'à présent privilégié l'approche micro-économique pour analyser le comportement de l'entreprise-type. En effet, l'approche macro-économique nécessite une information sur l'ensemble des entreprises car l'absence éventuelle d'informations sur certaines catégories, ou la sous-représentation de certaines catégories par rapport à d'autres, peut conduire à une mauvaise interprétation des niveaux ou/et des tendances macro-économiques. Néanmoins, la constitution de séries chronologiques sur la période 1988-1995 et la confrontation des évolutions macro-économiques issues de la base Fiben avec celles de la base Suse suggèrent que si les niveaux doivent être interprétés avec précaution, les tendances macro-économiques calculées à partir de la base Fiben sont représentatives.

Graphique A



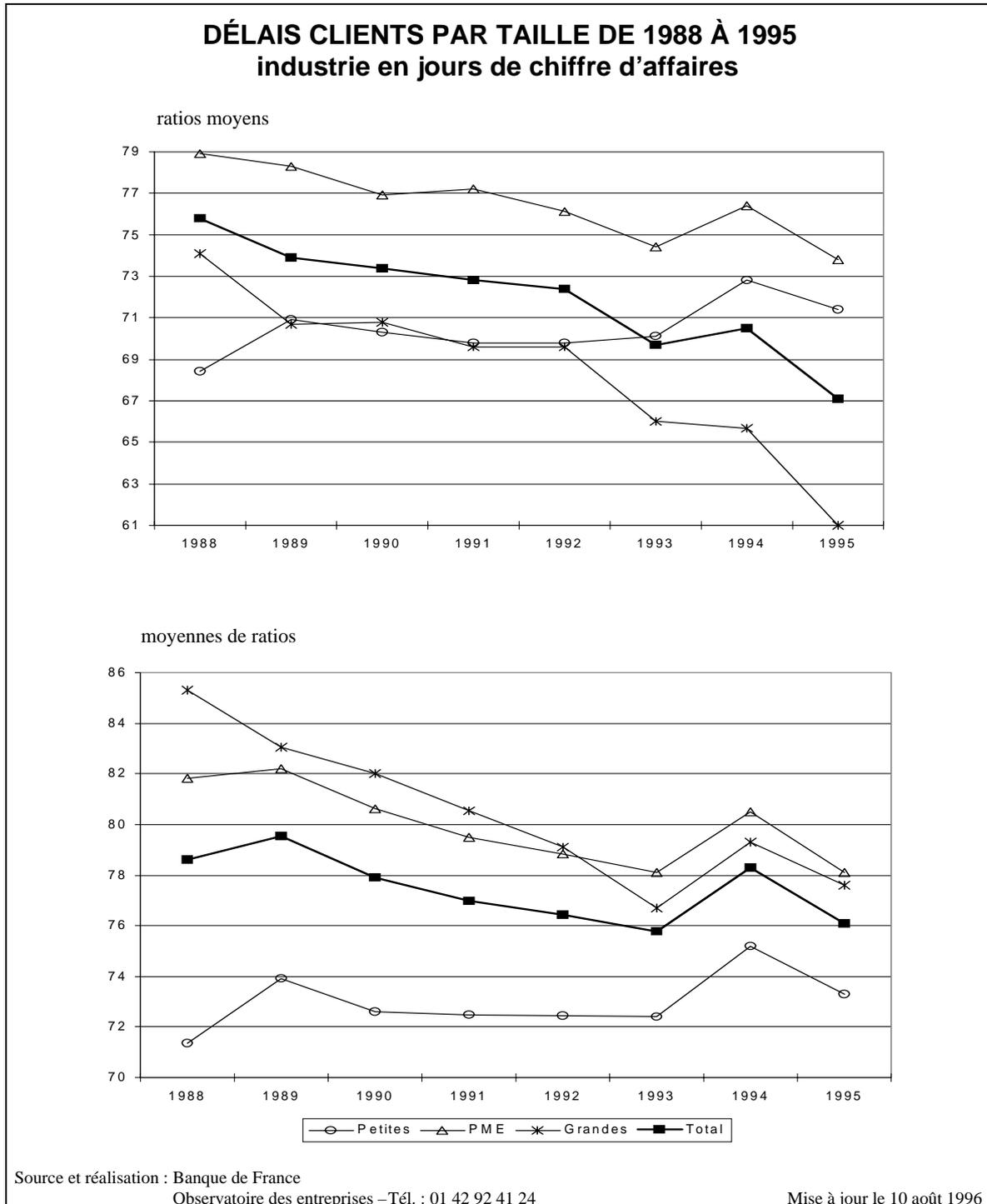
Graphique B



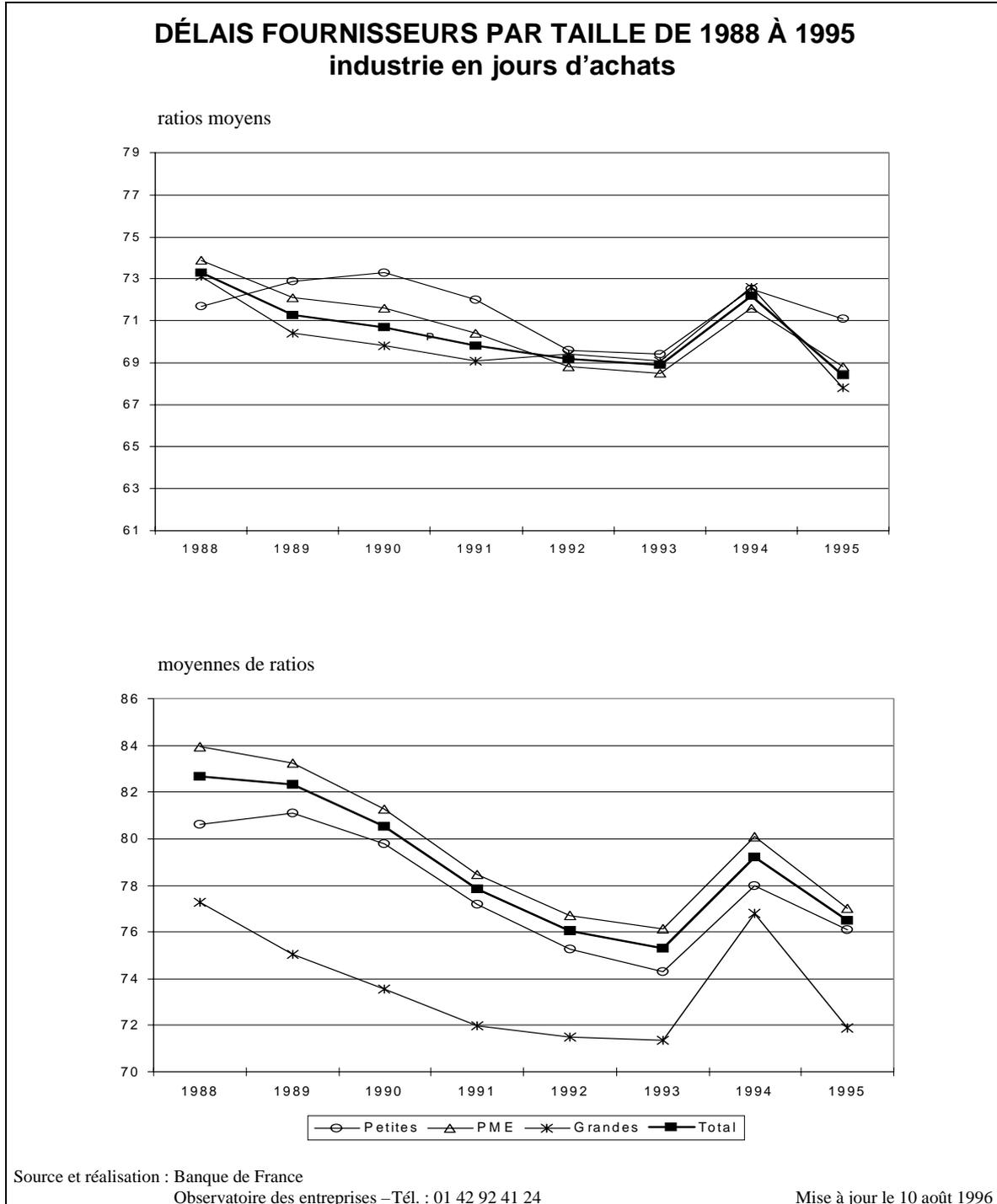
Graphique C



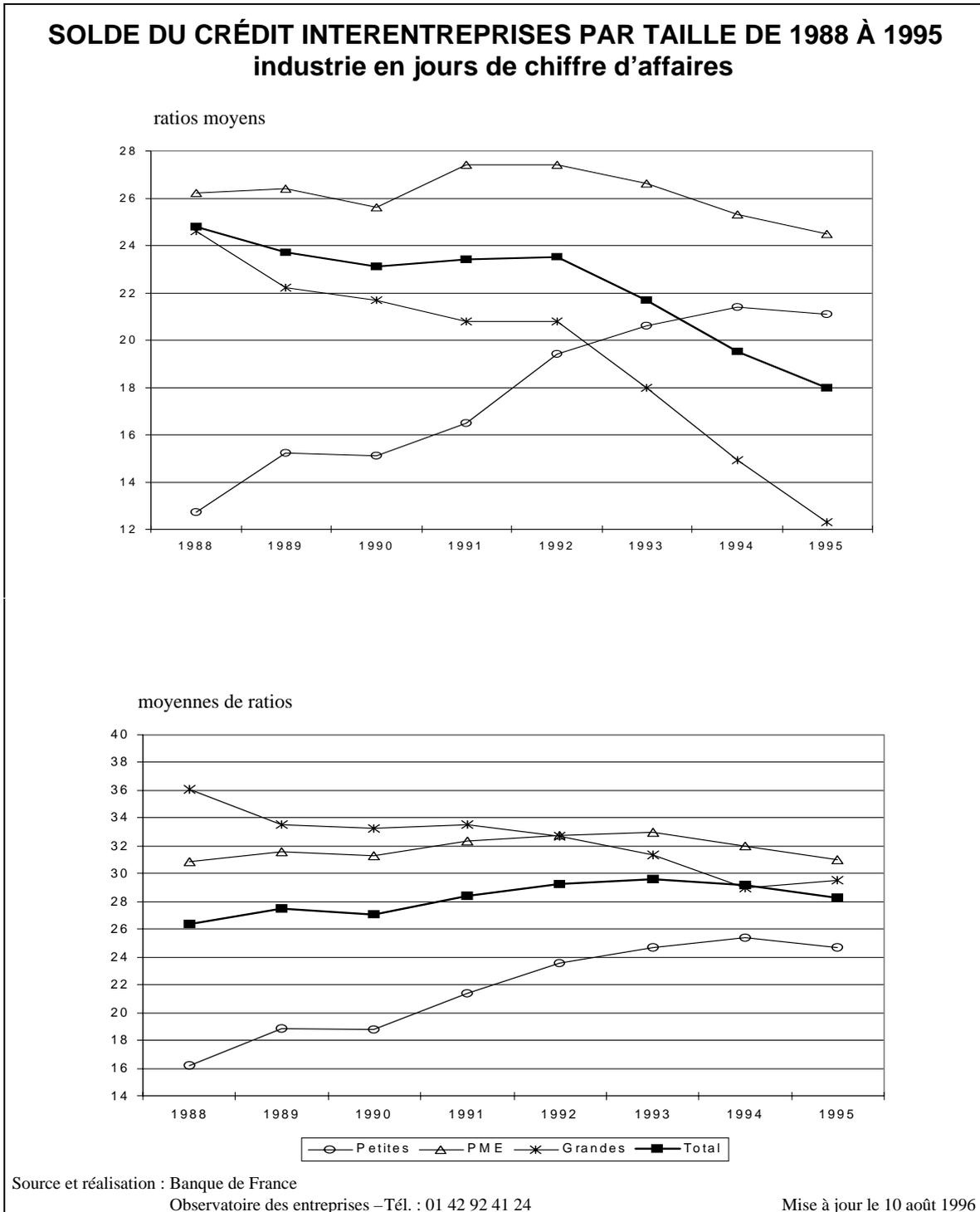
Graphique D



Graphique E

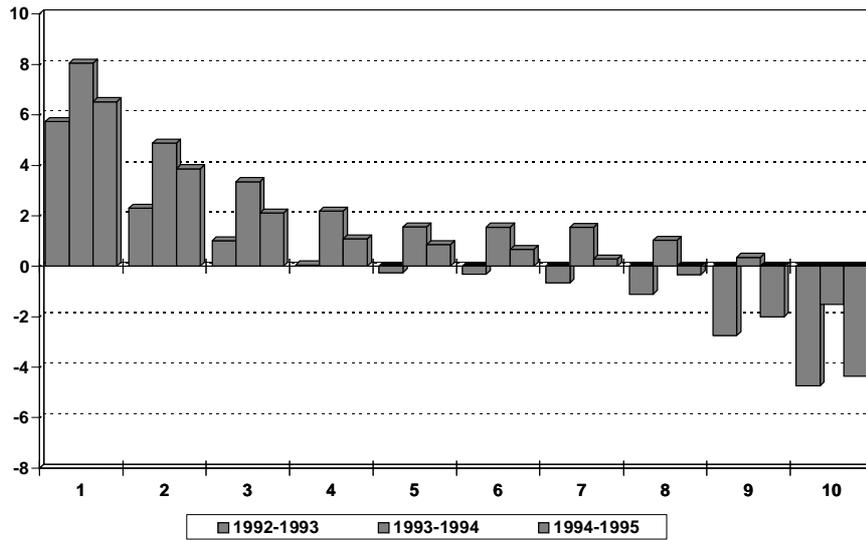


Graphique F

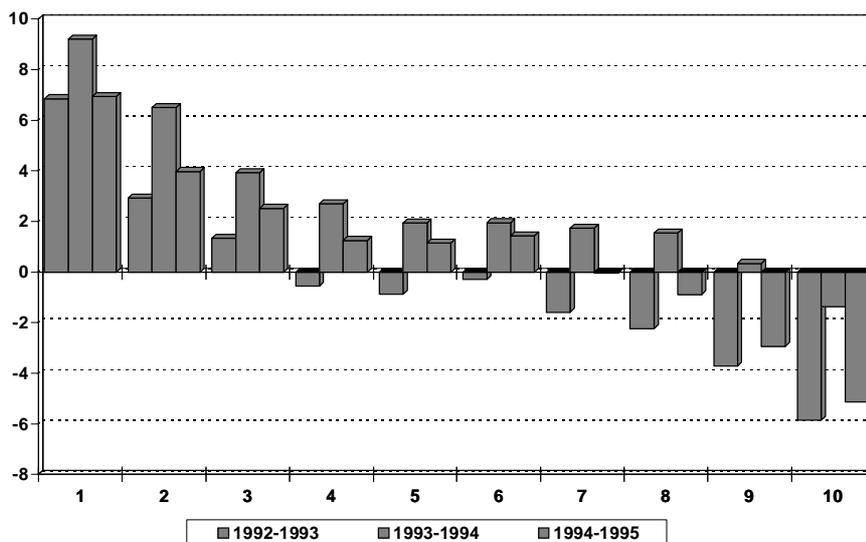


Graphique G

VARIATION DES DÉLAIS CLIENTS SUIVANT LA VARIATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES



VARIATION DES DÉLAIS FOURNISSEURS SUIVANT LA VARIATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES



Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises - Tél. : 01 42 92 41 24

Mise à jour le 10 août 1996

Références bibliographiques

Dietsch M. et Kremp É. (1996) : « Délais de paiement et mesures du risque client », *Revue d'Économie Financière*, n° 37, Été, pp. 81-96.

INSEE (1995a) : Situation de trésorerie dans l'industrie – Informations rapides, derniers résultats, série I, n° 194, 10 juillet 1995.

Kremp É. (1995) : « Délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1994 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 22, octobre 1995, pp. 153-180.

Kremp É. (1996) : « Délais de paiement et du solde du crédit interentreprises de 1990 à 1994 », *Rapport du Conseil national du crédit – 1995*.

Kremp É. et Truy C. (1996) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises : statistiques de 1988 à 1995 en nomenclature NAF », à paraître sous le timbre Banque de France – Observatoire des entreprises.

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN JUIN 1996

Selon les données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, l'*encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) s'élevait à 195,5 milliards de francs à fin juin 1996*, en augmentation de 3,8 % par rapport au trimestre précédent et de 14,1 % sur un an. *La tendance à une contraction du nombre des PEA s'est accélérée (- 2,1 %, contre - 0,3 % au trimestre précédent)*. *Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 75 200 francs à fin juin, en augmentation de 6 % par rapport à mars 1996 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 147 000 francs. Les PEA les plus importants restaient concentrés dans les banques d'affaires ¹ et les sociétés de bourse.*

Ils atteignaient en moyenne 347 000 francs à fin juin chez cette catégorie de dépositaires, contre 98 000 francs chez les trois grandes banques et 60 000 francs chez les « autres établissements ». Le nombre de PEA en fonctionnement (2,6 millions) a diminué de près de 62 000 au cours du premier semestre 1996 et de plus de 250 000 depuis fin juin 1994, date marquant le début du mouvement de baisse.

¹ Le concept de « banque d'affaires », qui est utilisé dans la suite de cette note, fait référence à la classification par groupes homogènes du secrétariat général de la Commission bancaire.

La présente étude fait apparaître que les investissements nets en actions (détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM) ont fait progresser d'environ 7 % les encours de la clientèle des banques d'affaires et des sociétés de bourse, cette dernière étant probablement très sensible à l'attrait fiscal du PEA, que la loi de finances pour 1996 n'a pas entamé.

MONIQUE CHOCHRON

LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires**Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données présentées permettent d'appréhender l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du deuxième trimestre 1996. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions » et obligations — dont ils sont issus.

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

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

1. Résultats globaux

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

COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES					
	Montant (en millions de francs)		Variation (en pourcentage)	Structure (en pourcentage)	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
Actions.....	71 616	75 686	5,7	38,0	38,7
Obligations émises par l'État.....	40 001	39 410	- 1,5	21,3	20,2
OPCVM « actions ».....	76 713	80 391	4,8	40,7	41,1
TOTAL.....	188 330	195 487	3,8	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	2 653 439	2 598 935	- 2,1		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 26 septembre 1996		

¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, les caisses d'épargne et La Poste

La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1996

En juin 1996, par rapport à mars 1996, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 3,8 % et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 195,5 milliards de francs (contre 188,3 milliards à fin mars) auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 6,7 milliards¹.

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et d'OPCVM « actions » ont augmenté globalement de 1,2 % et les encours d'obligations ont diminué de 2,0 %.

Le nombre de PEA (environ 2,6 millions), en baisse par rapport au deuxième trimestre 1996 (-2,1 %), se situe à un niveau inférieur à celui de décembre 1993.

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

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre les encours des PEA et les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions »)³, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : mars 1996). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 22 points pour le premier trimestre de 1996). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions » à fin juin 1996 l'emporte, comme précédemment, sur celle des autres titres (41,1 %, contre 38,7 % pour les actions détenues en direct et 20,2 % pour les obligations) (cf. 1.1.).

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN MARS 1996		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	348 980	35,0
Obligations	519 063	52,0
Titres d'OPCVM « actions »	130 414	13,0
TOTAL	998 457	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 26 septembre 1996		

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES		
	(en pourcentage)	
	Mars 1996	Juin 1996
Actions	20,5	21,7
Obligations	7,7	7,6
Titres d'OPCVM « actions »	58,8	61,6
TOTAL	18,9	19,6
Total des portefeuilles (a)	9,9	10,3
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangère:		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 26 septembre 1996		

¹ La représentativité de l'enquête peut être appréciée par rapport aux données de la direction du Trésor sur le montant total du PEA bancaire à fin juin 1996, qui s'élève à 207 milliards de francs pour 2,8 millions de plans.

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 4,0 % au deuxième trimestre 1996 – Indice Crédit lyonnais des emprunts d'État : + 0,5 %

³ Selon la nouvelle classification de la Commission des opérations de bourse (COB), entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1994

La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1996

À la fin du deuxième trimestre 1996, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 10,3 % des portefeuilles-titres à fin mars 1996¹.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été dès l'origine plus grande pour les titres d'OPCVM « actions » que pour les actions gérées en direct (cet écart atteignait 40 points à fin juin 1996).

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

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
Actions françaises.....	26 945	26 990	29 122
Obligations françaises.....	40 077	15 075	15 164
Titres d'OPCVM « actions ».....	10 069	28 911	30 932
Autres titres (a).....	70 054	-	-
TOTAL	147 145	70 976	75 218

(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 26 septembre 1996

Au 31 mars 1996, on dénombrait 12 951 713 comptes-titres¹ et, au 30 juin 1996, on comptait 2 598 935 PEA, soit 20 % du total.

Selon l'enquête, 54 500 PEA ont disparu au cours du deuxième trimestre 1996, contre 7 200 au trimestre précédent. Au total, le nombre des PEA en fonctionnement s'est réduit de plus de 250 000 depuis juin 1994, date à laquelle s'est amorcée le mouvement de baisse.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 75 200 francs à fin juin 1996 (+ 6 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 mars 1996 environ 147 000 francs.

Il existe, toutefois, de grandes disparités à cet égard selon la catégorie socio-professionnelle des ménages et, comme on le verra dans la seconde partie de cette étude, selon les catégories d'établissements dépositaires.

¹ Derniers chiffres connus

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

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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions.....	7 670	8 294	63,0	63,6
Obligations émises par l'État.....	2 037	1 923	16,7	14,7
OPCVM « actions ».....	2 467	2 828	20,3	21,7
TOTAL.....	12 174	13 045	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	35 197	37 600		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions.....	26 924	28 347	37,1	37,8
Obligations émises par l'État.....	15 010	14 733	20,7	19,6
OPCVM « actions ».....	30 610	31 950	42,2	42,6
TOTAL.....	72 544	75 030	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	817 069	768 862		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions.....	37 022	39 045	35,7	36,3
Obligations émises par l'État.....	22 954	22 754	22,2	21,2
OPCVM « actions ».....	43 636	45 613	42,1	42,5
TOTAL.....	103 612	107 412	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	1 801 173	1 792 473		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82				
Mise à jour le 26 septembre 1996				

Le tableau ci-dessus montre que la structure des PEA a peu varié d'un trimestre à l'autre chez les trois groupes d'établissements. On notera cependant que la part des obligations a diminué au profit de celles des actions et des OPCVM « actions » chez les trois groupes d'établissements.

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,4 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 29,6 % pour les trois grandes banques et 69,0 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent¹, les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert au 30 juin 1996 plus de PEA que les autres réseaux.

¹ L'enquête-titres du premier trimestre 1996 indique que les trois grandes banques gèrent 25 % de l'ensemble des comptes-titres.

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS

(en pourcentage)

	Juin 1996/Mars 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	8,1
Obligations émises par l'État	- 5,6
OPCVM « actions »	14,6
TOTAL	7,2
Nombre de PEA	6,8
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	5,3
Obligations émises par l'État	- 1,8
OPCVM « actions »	4,4
TOTAL	3,4
Nombre de PEA	- 5,9
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	5,5
Obligations émises par l'État	- 0,9
OPCVM « actions »	4,5
TOTAL	3,7
Nombre de PEA	- 0,5
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82	
Mise à jour le 26 septembre 1996	

La baisse globale du nombre de PEA (- 2,1 %) traduit en réalité une diminution importante chez les trois grandes banques (près de 6 %, soit plus de 48 000 comptes), une quasi-stabilité chez les « autres établissements » (- 0,5 %) et une progression de près de 7 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (+ 6,8 %).

Pour les trois groupes d'établissements, la valeur des portefeuilles a augmenté de manière significative (respectivement, 3,4 %, 3,7 % et 7,2 %). Toutefois, on notera que pour les deux premiers groupes, cette progression est du même ordre que celle des indices boursiers (+ 4 % pour le SBF 250), ce qui laisse penser que la clientèle de ces réseaux n'a pas placé l'épargne nouvelle sur ce type de produit. En revanche, elle est plus importante chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, en liaison notamment avec l'ouverture de nouveaux comptes.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Mars 1996	Juin 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	13,1	14,2
Obligations	13,2	12,4
Titres d'OPCVM « actions ».....	28,7	32,9
TOTAL	14,8	15,8
Total des portefeuilles (a)	6,9	7,4
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	20,5	21,6
Obligations	11,0	10,7
Titres d'OPCVM « actions ».....	63,3	66,1
TOTAL	22,9	23,7
Total des portefeuilles (a)	11,9	12,3
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	23,3	24,5
Obligations	6,3	6,2
Titres d'OPCVM « actions ».....	59,4	62,1
TOTAL	17,3	17,9
Total des portefeuilles (a)	9,2	9,6
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 26 septembre 1996

À fin juin 1996, les PEA représentaient 23,7 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions » dans les trois grandes banques, 17,9 % dans les « autres établissements » et 15,8 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, chiffres plus importants que ceux du trimestre précédent.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 12,3 % du total pour les trois grandes banques, 9,6 % pour les « autres établissements » et 7,4 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

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

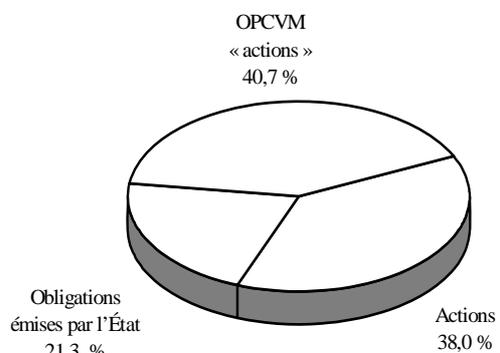
À fin juin 1996, la valeur moyenne des PEA représentait 41,5 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 50,8 % dans les « autres établissements » et 51,9 % dans les trois grandes banques.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (63 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (42,6 % du portefeuille des trois grandes banques et 42,5 % du portefeuille des « autres établissements »).

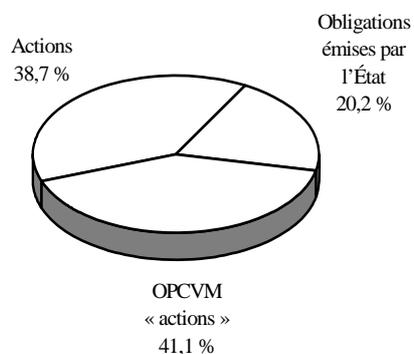
¹ Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (Tél. : 01 42 92 52 87).

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

Mars 1996

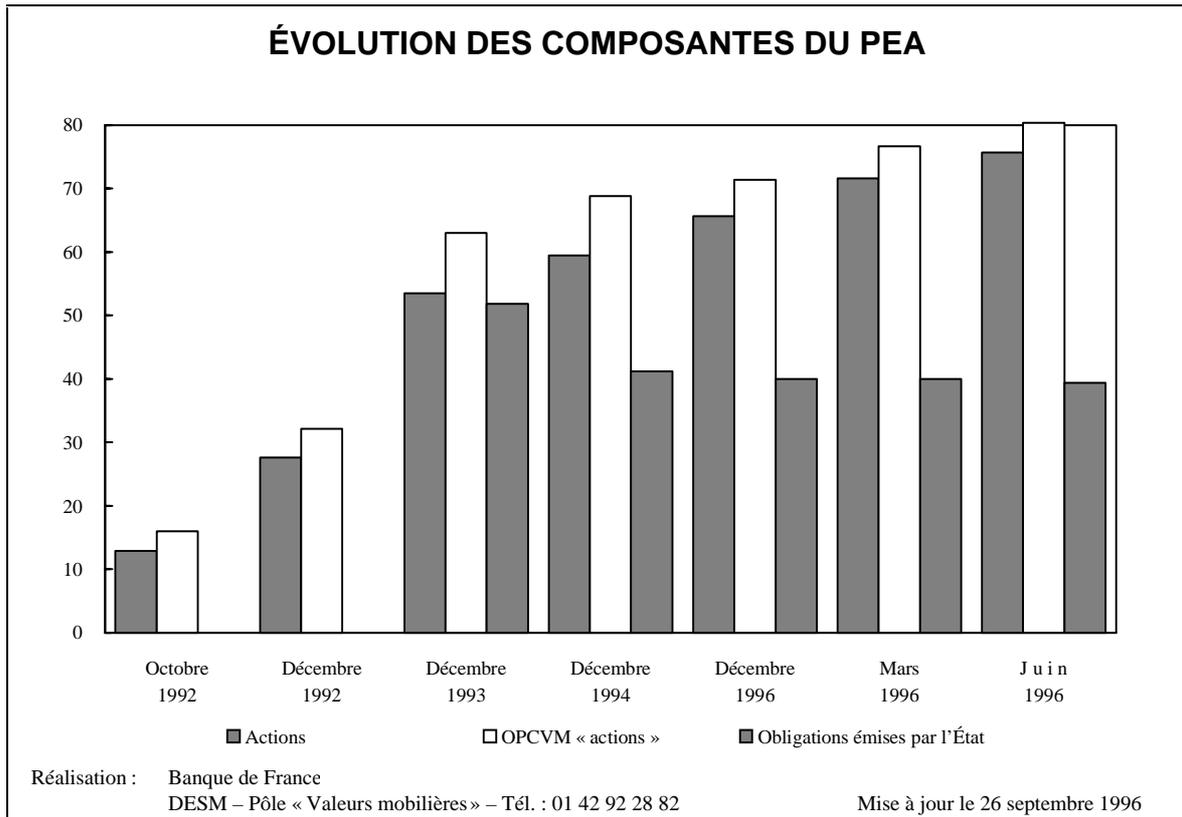


Juin 1996

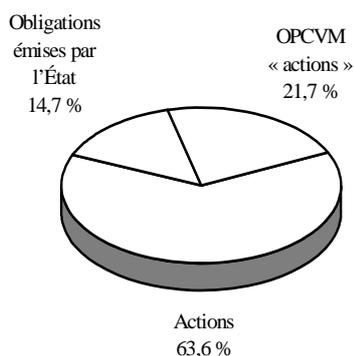


Réalisation : Banque de France
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

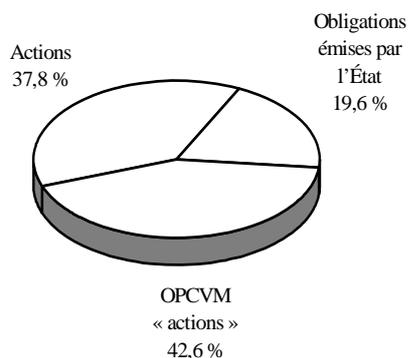
Mise à jour le 26 septembre 1996



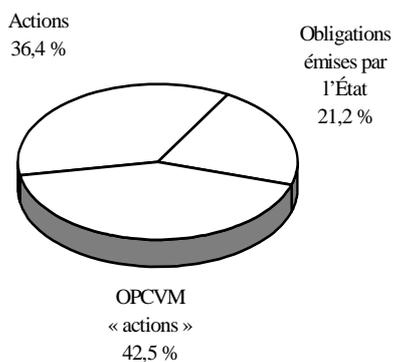
RÉPARTITION DU PEA À FIN JUIN 1996

Banques d'affaires ou de portefeuilles
et sociétés de bourse

Les trois grandes banques



Autres établissements



Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 26 septembre 1996

E N Q U Ê T E S

LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1996

Les résultats de l'enquête-titres pour le deuxième trimestre 1996 reflètent à la fois la progression modérée du marché des actions après la tendance haussière observée au trimestre précédent et un léger raffermissement du cours des obligations.

Le marché obligataire français, qui est resté soutenu pour l'essentiel par les achats des sociétés d'assurance-vie, a bien résisté dans

un environnement international incertain. Les tensions sur les taux d'intérêt, apparues en fin de période, ont contribué à ralentir la croissance du *marché des actions* qui avait atteint au premier trimestre de l'année son meilleur niveau depuis août 1994.

Selon *Europerformance*, ces évolutions se sont répercutées de façon contrastée sur les différents types de Sicav. Les performances des *Sicav actions* ont fait progresser les encours de près de 5 %. Les portefeuilles de *Sicav obligations* ont continué de s'éroder.

L'impact des demandes de rachats importantes apparues au mois de juin pour les *Sicav de trésorerie* a été atténué par le phénomène performance très constant sur cette catégorie de produits.

Dans l'enquête-titres, le fait marquant au deuxième trimestre 1996 est l'accroissement très sensible des placements en obligations étrangères (de l'ordre de 110 milliards de francs) observé chez les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurance et caisses de retraite, établissements de crédit et assimilés, OPCVM) et les non-résidents.

L'examen des comportements sectoriels montre que :

- les *ménages*, après correction des indices de cours, ont pratiquement stabilisé leur position en actions et obligations françaises. Les désinvestissements en titres d'OPCVM, notamment monétaires, interrompus au premier trimestre, ont repris en fin de période, mais ont été compensés par un accroissement sensible de la détention des valeurs étrangères ;
- l'épargne investie en valeurs mobilières par les *sociétés* a légèrement diminué (– 1,1 %, contre + 11,8 % au premier trimestre). En volume, la détention d'actions a baissé de près de 5 % ;
- les *entreprises d'assurance et caisses de retraite* ont fortement augmenté leurs placements en obligations, françaises et surtout étrangères (+ 31 %). Par ailleurs, ce secteur continue d'investir dans toutes les catégories de titres d'OPCVM, contrairement aux autres institutionnels (+ 5,4 %, dont + 5,8 % pour les titres d'OPCVM monétaires) ;
- les *non-résidents* ont également été acheteurs nets en obligations étrangères (+ 21 %), tout en restant vendeurs nets d'obligations françaises. Ce dernier phénomène s'est toutefois atténué par rapport à la période précédente (– 3,0 % en volume, contre – 11,5 %). Par ailleurs, les non-résidents ont poursuivi leurs achats d'actions françaises cotées (+ 2 %, hors plus-values) ;
- dans le portefeuille des *OPCVM*, les actions et surtout les obligations étrangères ont progressé sensiblement (près de 28 % pour ces dernières). À l'inverse, la détention des obligations françaises et des titres d'OPCVM a reculé (– 3,4 %, en volume, pour les obligations, qui représentent les trois cinquièmes des portefeuilles).

À fin juin 1996, les *entreprises d'assurances et caisses de retraites* sont devenues les premiers détenteurs de valeurs mobilières (toutes catégories confondues) avec 26 % des portefeuilles analysés, *place occupée jusque-là par les ménages* (25,2 % des encours).

À la même date, on dénombrait dans l'enquête *12,6 millions de comptes-titres de ménages* (- 2,4 % par rapport à mars 1996) dont environ *2,6 millions de plans d'épargne en action (PEA)*.

Le portefeuille moyen des ménages était de 151 000 francs, contre 137 000 francs environ un an plus tôt. Le montant moyen des PEA dénombrés dans l'enquête atteignait pour sa part 75 000 francs, soit une augmentation de 19 % par rapport à fin juin 1995.

L'enquête du deuxième trimestre 1996 porte sur les opérations de la clientèle, à l'exclusion de celles que les établissements informateurs effectuent pour leur propre compte.

L'échantillon couvrait, à fin juin 1996, *56,5 % des actions françaises cotées, 84,0 % des obligations françaises et 77,0 % des titres d'OPCVM français*.

Les résultats sont présentés, pour ce qui concerne les titres d'OPCVM, selon la classification mise en place par la Commission des opérations de bourse au 1^{er} janvier 1994.

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

Direction des Études et Statistiques monétaires

Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières

1. Résultats globaux

1.1. Représentativité de l'enquête par rapport à la capitalisation boursière globale

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Mars 1996	Juin 1996
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	56,0	56,5
Obligations françaises.....	84,7	83,5
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	78,0	76,8
OPCVM monétaires.....	83,6	84,4
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 7 octobre 1996		

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête s'est légèrement détériorée pour les obligations françaises et les titres d'OPCVM (- 1,2 point). En revanche, elle a progressé pour les actions (+ 0,5 point).

1.2. Importance relative des actions françaises cotées et des obligations françaises dans l'enquête d'une part, et dans la capitalisation boursière d'autre part

STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Actions françaises cotées.....	30,9	31,7	40,4	40,7
Obligations françaises.....	69,1	68,3	59,6	59,3
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82				
Mise à jour le 7 octobre 1996				

Comme pour les enquêtes précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête-titres que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est de 9 points. Les actions émises au nominatif pur, conservées et gérées par les émetteurs, expliquent la sous-représentativité des actions cotées dans l'enquête dans la mesure où cette catégorie de titres n'est pas appréhendée par l'actuel circuit de collecte des informations, constitué par les conservations des principaux établissements dépositaires de titres.

1.3. Évolution des portefeuilles selon les catégories de titres

ÉVOLUTION DES ENCOURS ET STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	1 957 448	2 035 588	4,0		
Françaises cotées.....	1 567 467	1 632 636	4,2	19,4	19,7
Françaises non cotées.....	123 086	134 754	9,5	1,5	1,6
Étrangères.....	266 895	268 198	0,5	3,3	3,2
OBLIGATIONS.....	3 943 012	4 079 924	3,5		
Françaises.....	3 501 464	3 516 795	0,4	43,3	42,3
Étrangères.....	441 548	563 129	27,5	5,5	6,8
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 147 223	2 142 992	-0,2		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	930 525	920 431	-1,1	11,5	11,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	498 825	494 907	-0,8	6,2	6,0
OPCVM actions.....	198 547	200 941	1,2	2,5	2,4
OPCVM diversifiés.....	94 585	104 278	10,2	1,2	1,3
OPCVM garantis.....	56 658	58 960	4,1	0,7	0,7
<i>Autres titres d'OPCVM</i>					
OPCVM monétaires.....	368 083	363 475	-1,3		
OPCVM monétaires.....	157 699	152 725	-3,2	1,9	1,8
Autres titres d'OPCVM.....	210 384	210 750	0,2	2,6	2,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	45 382	46 356	2,1	0,6	0,6
TOTAL.....	8 093 065	8 304 860	2,6	100,0	100,0
Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse du trimestre (évaluation fraction courue du coupon comprise, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un faible montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent au siège des sociétés.					
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 7 octobre 1996					

Au cours du deuxième trimestre 1996, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a augmenté de 2,6 % (3,1 % au cours de la même période de 1995).

Les portefeuilles en *actions françaises cotées* et en *obligations françaises* ont progressé, respectivement, de 4,2 % et de 0,4 %.

L'encours global des *titres d'OPCVM français* est resté pratiquement stable (-0,2 %, contre +7,7 % au trimestre précédent). Parmi ceux-ci, les titres d'*OPCVM monétaires et obligataires* ont perdu environ 1 % de leur valeur.

Les statistiques d'*Europformance* indiquent des résultats voisins, l'encours des *Sicav* diminuant de 0,5 % au deuxième trimestre 1996 (contre une progression de 7,5 % au trimestre précédent).

Les performances enregistrées par toutes les catégories de *Sicav* (+27 milliards de francs) n'ont pas compensé totalement l'excédent des rachats sur les souscriptions (30 milliards, dont 24 milliards pour les seules *Sicav* de trésorerie).

Les meilleurs résultats ont été obtenus par les *Sicav actions et diversifiées*, dont l'encours a progressé de 12 % grâce à l'effet valorisation.

Les évolutions du deuxième trimestre 1996 ont peu modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était à fin mars 1996.

1.4. Évolution des marchés selon les catégories de titres

ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES					
<i>(capitalisation en milliards de francs)</i>					
	Capitalisation boursière (a)		Variation	Indices (b)	Enquête-titres
	(en pourcentage)				
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Juin 1996/ Mars 1996
Actions françaises cotées.....	2 797	2 889	3,3	4,0	4,2
Obligations françaises.....	4 133	4 211	1,9	0,7	0,4
Titres d'OPCVM français (c)	2 754	2 792	1,4	–	- 0,2
– OPCVM monétaires.....	1 302	1 271	- 2,4	–	- 1,4
Valeurs étrangères.....	–	–	–	–	16,4

(a) Sources : COB – Sicovam
 (b) Indice SBF 250 pour les actions françaises cotées et indice Crédit lyonnais pour les obligations françaises
 (c) Actif net des OPCVM

Réalisation : Banque de France
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

L'évolution de la valeur des portefeuilles pendant la période considérée résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes ¹.

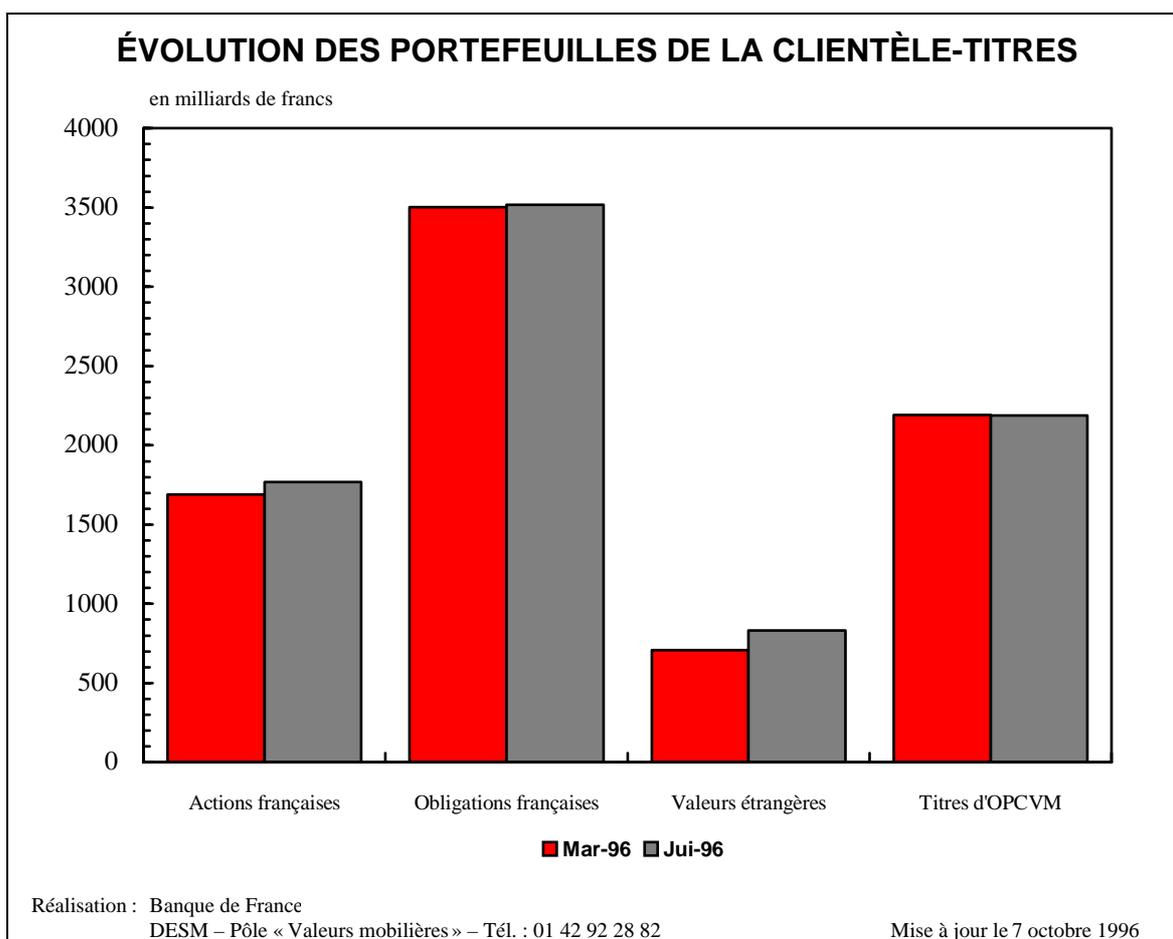
Au deuxième trimestre 1996, la hausse des portefeuilles d'actions françaises cotées dans l'enquête a été plus marquée que celle de la capitalisation boursière (respectivement 4,2 % et 3,3 %). Par ailleurs, l'indice SBF 250 des cours boursiers enregistre une augmentation d'ampleur comparable (4,0 %).

Pour les *obligations françaises*, l'enquête-titres fait apparaître une augmentation des encours légèrement inférieure à celle de l'indice Crédit lyonnais (respectivement 0,4 % et 0,7 %), laissant à penser que le solde des transactions sur ces valeurs a été légèrement négatif.

¹ Souscriptions + achats – ventes, pour les actions
 Souscriptions + achats – ventes – remboursements, pour les obligations
 Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* recensés dans l'enquête est resté relativement stable (-0,2 %), alors que l'actif net de ces organismes a progressé de 1,4 %¹. Pour les *titres d'OPCVM monétaires*, les évolutions sont également très proches (-1,4 % et -2,4 %).

On observe enfin, dans la continuité des années précédentes, une progression importante des valeurs étrangères dans l'enquête (16,4 %).



¹ Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

2. Répartition des valeurs selon les groupes de porteurs

2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

Au deuxième trimestre 1996, l'augmentation globale des encours (2,6 %) résulte de la progression, plus ou moins importante, des portefeuilles des groupes de porteurs, à l'exception de ceux des sociétés et des administrations publiques.

Le portefeuille des ménages

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	409 622	434 212	6,0		
Françaises cotées.....	314 332	326 206	3,8	16,5	17,1
Françaises non cotées.....	34 753	40 694	17,1	1,8	2,1
Étrangères.....	60 537	67 312	11,2	3,2	3,5
OBLIGATIONS.....	532 998	537 410	0,8		
Françaises.....	519 093	516 771	-0,4	27,2	27,1
Étrangères.....	13 905	20 639	48,4	0,7	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	940 961	913 957	-2,9		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	310 704	288 011	-7,3	16,3	15,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	361 512	352 670	-2,4	19,0	18,5
OPCVM actions.....	130 460	132 685	1,7	6,8	7,0
OPCVM diversifiés.....	32 073	34 951	9,0	1,7	1,8
OPCVM garantis.....	47 139	47 324	0,4	2,5	2,5
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	59 073	58 316	-1,3		
OPCVM monétaires.....	20 814	19 063	-8,4	1,1	1,0
Autres titres d'OPCVM.....	38 259	39 253	2,6	2,0	2,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	22 660	22 583	-0,3	1,2	1,2
TOTAL.....	1 906 241	1 908 162	0,1	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les portefeuilles des *ménages*, qui représentent 25,2 % des valeurs couvertes par l'enquête, sont restés, à fin juin, inchangés par rapport à mars 1996. Les évolutions ont toutefois été différentes selon les catégories de titres.

Les encours d'*actions françaises cotées* ont progressé, mais plus faiblement qu'au trimestre précédent (3,8 %, contre 9,7 %).

Les portefeuilles en *titres d'OPCVM français*, qui avaient augmenté au premier trimestre, après presque trois années de repli, se sont de nouveau réduits, de près de 3 %. La diminution a concerné les *titres d'OPCVM monétaires* (- 7,4 %) et dans une moindre mesure les *titres d'OPCVM obligataires et titres de créances* (- 2,4 %). On observe toutefois que les désinvestissements en titres d'OPCVM ont été compensés par un accroissement de la détention des *valeurs étrangères* qui représente pour la période considérée 13,5 milliards de francs.

Entre mars et juin 1996, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises cotées et d'obligations françaises ont baissé, respectivement, de 0,2 % et 1,1 %.

La *structure du portefeuille des ménages* n'a pas subi de modification importante au cours du deuxième trimestre 1996.

Dans le portefeuille des ménages, le PEA bancaire représentait 195,5 milliards de francs à fin juin 1996

STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA au 30 juin 1996					
	Encours des portefeuilles-titres		Encours des PEA		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (en pourcentage)
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions.....	366 795	36,1	75 686	38,7	20,6
Obligations.....	516 741	50,8	39 410	20,2	7,6
Titres d'OPCVM actions.....	132 639	13,1	80 391	41,1	60,6
TOTAL.....	1 016 175	100,0	195 487	100,0	19,2
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82					
Mise à jour le 7 octobre 1996					

Il ressort du tableau précédent que, dans les portefeuilles titres, la part des titres d'OPCVM actions est nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 23 points) et que l'inverse est observé dans les PEA (écart de 2,4 points au bénéfice des OPCVM actions).

On remarque par ailleurs que, dans les portefeuilles-titres, l'importance relative des titres gérés sous dossier PEA est presque trois fois plus grande pour les titres d'OPCVM actions que pour les actions gérées en direct (respectivement 60,6 % et 20,6 %).

Le portefeuille des sociétés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS	320 963	308 621	-3,8		
Françaises cotées.....	197 673	196 581	-0,6	19,9	20,0
Françaises non cotées.....	57 244	56 822	-0,7	5,7	5,8
Étrangères.....	66 046	55 218	-16,4	6,6	5,6
OBLIGATIONS	239 164	243 364	1,8		
Françaises.....	195 621	195 563	0,0	19,6	19,9
Étrangères.....	43 543	47 801	9,8	4,4	4,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	428 488	425 326	-0,7		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	305 449	302 925	-0,8	30,7	30,8
OPCVM obligataires et titres de créances.....	31 363	33 139	5,7	3,2	3,4
OPCVM actions.....	10 028	8 245	-17,8	1,0	0,8
OPCVM diversifiés.....	12 709	15 412	21,3	1,3	1,6
OPCVM garantis.....	2 619	3 238	23,6	0,3	0,3
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	66 320	62 367	-6,0		
OPCVM monétaires.....	40 991	42 064	2,6	4,1	4,3
Autres titres d'OPCVM.....	25 329	20 303	-19,8	2,5	2,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	6 982	7 163	2,6	0,7	0,7
TOTAL	995 597	984 474	-1,1	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les portefeuilles des sociétés (13 % des valeurs de l'enquête) apparaissent en légère baisse à la fin du deuxième trimestre 1996 (-1,1 %).

Corrigés de l'évolution des indices de cours, les portefeuilles en valeurs françaises — actions cotées et obligations — ont diminué, respectivement, de 4,6 % et 0,7 %.

Après une progression de 19,0 % au premier trimestre, l'encours des titres d'OPCVM monétaires a de nouveau légèrement chuté (-0,4 %).

La structure des portefeuilles des sociétés n'a pratiquement pas subi de modifications au cours du deuxième trimestre 1996.

Le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE ET DES CAISSES DE RETRAITE					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	174 853	177 601	1,6		
Françaises cotées.....	150 709	154 505	2,5	8,1	7,8
Françaises non cotées.....	2 319	3 296	42,1	0,1	0,2
Étrangères.....	21 825	19 800	-9,3	1,2	1,0
OBLIGATIONS.....	1 336 241	1 431 070	7,1		
Françaises.....	1 189 769	1 239 049	4,1	63,9	62,6
Étrangères.....	146 472	192 021	31,1	7,9	9,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS...	345 780	363 707	5,2		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	82 613	87 724	6,2	4,4	4,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	60 280	62 860	4,3	3,2	3,2
OPCVM actions.....	45 458	47 299	4,0	2,4	2,4
OPCVM diversifiés.....	30 555	31 603	3,4	1,6	1,6
OPCVM garantis.....	2 595	3 523	35,8	0,1	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	124 279	130 698	5,2		
OPCVM monétaires.....	46 296	48 656	5,1	2,5	2,5
Autres titres d'OPCVM.....	77 983	82 042	5,2	4,2	4,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	5 536	6 486	17,2	0,3	0,3
TOTAL.....	1 862 410	1 978 864	6,3	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82
 Mise à jour le 7 octobre 1996

Les portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (26,1 % des valeurs de l'enquête) ont progressé de 6,3 % au deuxième trimestre 1996 (+ 4,6 % au trimestre précédent), dans le prolongement de la tendance amorcée à la fin de l'année 1994. Les obligations françaises et étrangères ont contribué pratiquement à parts égales à l'augmentation des encours (de l'ordre de 2,5 points).

Corrigé des indices de cours, l'accroissement des portefeuilles d'obligations françaises (3,4 %) a compensé largement la diminution en volume des portefeuilles d'actions françaises cotées (- 1,5 %).

Les chiffres du tableau précédent reflètent l'importance des fonds collectés par les sociétés d'assurance, principalement au titre de l'assurance-vie.

À fin juin 1996, les titres d'OPCVM occupent la deuxième place dans le portefeuille des entreprises d'assurance et des caisses de retraite (18,7 %), loin cependant après les obligations françaises (62,6 %).

Par ailleurs, la part relative des obligations étrangères est désormais supérieure à celle des actions françaises cotées dans les encours de valeurs mobilières détenus par ce secteur (respectivement 9,7 %, contre 7,8 %).

Le portefeuille des associations et groupements divers

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	13 279	11 428	-13,9		
Françaises cotées.....	9 704	7 909	-18,5	5,5	4,3
Françaises non cotées.....	1 221	1 325	8,5	0,7	0,7
Étrangères.....	2 354	2 194	-6,8	1,3	1,2
OBLIGATIONS.....	42 171	48 059	14,0		
Françaises.....	35 022	38 374	9,6	20,0	21,1
Étrangères.....	7 149	9 685	35,5	4,1	5,3
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	118 565	121 667	2,6		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	84 623	87 719	3,7	48,4	48,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	13 216	14 528	9,9	7,6	8,0
OPCVM actions.....	2 171	1 816	-16,4	1,2	1,0
OPCVM diversifiés.....	2 457	2 703	10,0	1,4	1,5
OPCVM garantis.....	868	1 121	29,1	0,5	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	15 230	13 780	-9,5		
OPCVM monétaires.....	11 609	10 244	-11,8	6,6	5,6
Autres titres d'OPCVM.....	3 621	3 536	-2,3	2,1	1,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 006	1 115	10,8	0,6	0,6
TOTAL.....	175 021	182 269	4,1	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les portefeuilles des *associations et groupements divers* (2,4 % des valeurs de l'enquête) se sont accrus de 4,1 % au deuxième trimestre 1996 ; plus de 80 % de cette progression sont à imputer à celle des *obligations* (françaises et étrangères).

En conséquence, la *structure des portefeuilles des associations et groupements divers* a subi quelques modifications au deuxième trimestre 1996 au bénéfice des obligations.

Le portefeuille des administrations publiques

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS	57 876	48 583	-16,1		
Françaises cotées.....	57 729	48 409	-16,1	31,7	26,8
Françaises non cotées.....	10	28	ns	0,0	0,0
Étrangères.....	137	146	6,6	0,1	0,1
OBLIGATIONS	58 901	61 850	5,0		
Françaises.....	57 152	59 859	4,7	31,4	33,2
Étrangères.....	1 749	1 991	13,8	1,0	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	65 046	69 913	7,5		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	33 550	36 498	8,8	18,5	20,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	5 384	5 332	-1,0	3,0	3,0
OPCVM actions.....	1 559	2 141	37,3	0,9	1,2
OPCVM diversifiés.....	937	909	-3,0	0,5	0,5
OPCVM garantis.....	726	1 007	38,7	0,4	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	22 890	24 026	5,0		
OPCVM monétaires.....	7 805	8 136	4,2	4,3	4,5
Autres titres d'OPCVM.....	15 085	15 890	5,3	8,3	8,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	18	19	5,6	0,0	0,0
TOTAL	181 841	180 365	-0,8	100,0	100,0

ns : non significatif

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les portefeuilles des administrations publiques (2,4 % des valeurs de l'enquête) sont restés pratiquement stables au deuxième trimestre 1996 (-0,8 %).

L'augmentation des encours d'obligations françaises et des titres d'OPCVM monétaires a compensé la diminution des actions françaises cotées, qui se poursuit depuis plusieurs trimestres.

Les obligations françaises arrivent en tête dans la composition des portefeuilles des administrations publiques, avec un tiers environ des encours, contre 26,8 % pour les actions françaises cotées et 24,7 % pour les titres d'OPCVM monétaires.

Le portefeuille des non-résidents

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	554 009	586 840	5,9		
Françaises cotées.....	533 841	565 149	5,9	53,2	53,8
Françaises non cotées.....	3 485	4 464	28,1	0,3	0,4
Étrangères.....	16 683	17 227	3,3	1,7	1,6
OBLIGATIONS.....	424 416	438 430	3,3		
Françaises.....	323 420	316 242	-2,2	32,2	30,1
Étrangères.....	100 996	122 188	21,0	10,1	11,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	23 709	24 011	1,3		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	10 648	10 533	-1,1	1,1	1,0
OPCVM obligataires et titres de créances.....	4 272	4 356	2,0	0,4	0,4
OPCVM actions.....	2 084	2 008	-3,6	0,2	0,2
OPCVM diversifiés.....	1 114	1 304	17,1	0,1	0,1
OPCVM garantis.....	355	299	-15,8	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	5 236	5 511	5,3		
OPCVM monétaires.....	1 794	1 911	6,5	0,2	0,2
Autres titres d'OPCVM.....	3 442	3 600	4,6	0,3	0,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 693	1 834	8,3	0,2	0,2
TOTAL.....	1 003 827	1 051 115	4,7	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les portefeuilles des non-résidents recensés dans l'enquête (13,9 % de l'ensemble des valeurs) ont augmenté de 4,7 % au deuxième trimestre 1996 (+ 3,3 % au premier trimestre).

Corrigées de l'évolution des indices de cours, les *actions françaises cotées* ont augmenté de près de 2 %. Les non-résidents ont été également acheteurs nets en obligations étrangères (21,2 milliards de francs), tout en restant vendeurs nets d'obligations françaises (- 3,0 % en volume, contre - 11,5 % au premier trimestre).

Enfin, de mars à juin 1996, la *part relative des obligations françaises* s'est réduite d'environ 2 points, notamment au profit de celle des obligations étrangères.

Le portefeuille des établissements de crédit et assimilés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	146 110	166 223	13,8		
Françaises cotées.....	98 975	116 008	17,2	14,2	16,0
Françaises non cotées.....	19 302	22 136	14,7	2,8	3,0
Étrangères.....	27 833	28 079	0,9	4,0	3,9
OBLIGATIONS.....	421 858	432 048	2,4		
Françaises.....	373 165	364 206	-2,4	53,7	50,1
Étrangères.....	48 693	67 842	39,3	7,0	9,3
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	124 585	125 270	0,5		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	52 324	52 487	0,3	7,5	7,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	16 705	16 030	-4,0	2,4	2,2
OPCVM actions.....	2 860	2 419	-15,4	0,4	0,3
OPCVM diversifiés.....	9 293	11 308	21,7	1,3	1,6
OPCVM garantis.....	989	1 191	20,4	0,1	0,2
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	42 414	41 835	-1,4		
OPCVM monétaires.....	4 978	4 527	-9,1	0,7	0,6
Autres titres d'OPCVM.....	37 436	37 308	-0,3	5,4	5,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2 742	2 792	1,8	0,4	0,4
TOTAL.....	695 295	726 333	4,5	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

Les résultats du tableau ci-dessus ne représentent que de façon partielle l'évolution et la structure du portefeuille des établissements de crédit, les portefeuilles propres de ces établissements n'étant recensés dans l'enquête que lorsqu'ils sont gérés par d'autres organismes.

Le portefeuille des OPCVM

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES OPCVM					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Mars 1996	Juin 1996	Juin 1996/ Mars 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS.....	280 736	302 080	7,6		
Françaises cotées.....	204 504	217 869	6,5	16,1	16,8
Françaises non cotées.....	4 752	5 989	26,0	0,4	0,5
Étrangères.....	71 480	78 222	9,4	5,6	6,0
OBLIGATIONS.....	887 263	887 693	0,0		
Françaises.....	808 222	786 731	-2,7	63,5	60,8
Étrangères.....	79 041	100 962	27,7	6,2	7,8
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	100 089	99 141	-0,9		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	50 614	54 534	7,7	4,0	4,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	6 093	5 992	-1,7	0,5	0,5
OPCVM actions.....	3 927	4 328	10,2	0,3	0,3
OPCVM diversifiés.....	5 447	6 088	11,8	0,4	0,5
OPCVM garantis.....	1 367	1 257	-8,0	0,1	0,1
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	32 641	26 942	-17,5		
OPCVM monétaires.....	23 412	18 124	-22,6	1,8	1,4
Autres titres d'OPCVM.....	9 229	8 818	-4,5	0,7	0,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	4 745	4 364	-8,0	0,4	0,3
TOTAL.....	1 272 833	1 293 278	1,6	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

L'encours total des *OPCVM* (17,1 % des valeurs de l'enquête) a progressé de 1,6 % au cours du deuxième trimestre 1996 (contre + 0,9 % au cours du premier trimestre). En volume, les *obligations françaises*, qui représentaient près de 61 % de la valeur des portefeuilles de ce secteur à fin juin 1996, ont baissé de 3,4 %. À l'inverse, les *actions françaises et étrangères* et surtout les *obligations étrangères* ont progressé très sensiblement (+ 2,5 %, hors plus-values, pour les actions françaises cotées et + 19,0 % pour les valeurs étrangères, ce qui représente globalement, pour ces dernières, un solde positif d'apports de capitaux de 28,7 milliards de francs).

La structure des portefeuilles des *OPCVM* s'est modifiée au cours du trimestre. La part des obligations françaises s'est réduite de 2,7 points au profit de celle des obligations étrangères (+ 1,6 point) et de celle des actions françaises et étrangères (+ 1,1 point).

2.2. Répartition par groupes de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit

Les tableaux ci-après indiquent dans quelle proportion chaque catégorie de titres recensés dans l'enquête est détenue par les différents groupes de porteurs, autres que les établissements de crédit.

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Actions					
	Françaises cotées		Françaises non cotées		Étrangères	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Ménages.....	21,4	21,5	33,5	36,1	25,3	28,0
Sociétés.....	13,5	13,0	55,2	50,5	27,6	23,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	10,3	10,2	2,2	2,9	9,1	8,2
Associations et groupements divers.....	0,7	0,5	1,2	1,2	1,0	0,9
Administrations publiques.....	3,9	3,2	0,0	0,0	0,1	0,1
Non-résidents.....	36,4	37,3	3,4	4,0	7,0	7,2
OPCVM.....	13,9	14,4	4,6	5,3	29,9	32,6
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	Titres d'OPCVM français				Titres d'OPCVM étrangers	
	OPCVM français		dont monétaires		étrangers	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Ménages.....	46,5	45,3	32,2	30,2	53,1	51,8
Sociétés.....	21,2	21,1	33,6	34,0	16,4	16,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	17,1	18,0	12,5	13,4	13,0	14,9
Associations et groupements divers.....	5,9	6,0	9,3	9,6	2,4	2,6
Administrations publiques.....	3,2	3,5	4,0	4,4	0,0	0,0
Non-résidents.....	1,2	1,2	1,2	1,2	4,0	4,2
OPCVM.....	4,9	4,9	7,2	7,2	11,1	10,0
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France						
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 7 octobre 1996						

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(en pourcentage)

	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères			
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Ménages.....	16,6	16,4	3,5	4,2	25,8	25,2
Sociétés.....	6,3	6,2	11,1	9,7	13,5	13,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	38,0	39,3	37,3	38,8	25,2	26,1
Associations et groupements divers.....	1,1	1,2	1,8	2,0	2,4	2,4
Administrations publiques.....	1,8	1,9	0,4	0,4	2,5	2,4
Non-résidents.....	10,3	10,0	25,7	24,7	13,6	13,9
OPCVM.....	25,8	25,0	20,1	20,4	17,2	17,1
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

La répartition des valeurs autres que celles détenues par les établissements de crédit s'est légèrement modifiée au cours du deuxième trimestre 1996.

À fin juin 1996, les ménages, jusque-là premiers détenteurs de valeurs mobilières, sont devancés par les entreprises d'assurance et les caisses de retraite (25,2 % et 26,1 %).

Les non-résidents arrivent en tête dans cette étude pour la détention des actions françaises cotées (37,3 %, contre 36,4 % à fin mars) ; les ménages occupent la deuxième place avec 21,5 %.

Les obligations françaises et étrangères sont détenues majoritairement par les entreprises d'assurance et les caisses de retraite (environ 39 %).

Les ménages détiennent plus de 45 % des titres d'OPCVM français (- 1,2 point par rapport au trimestre précédent).

Les sociétés occupent la première place pour la détention des titres d'OPCVM monétaires (34,0 %, contre 30,2 % pour les ménages, qui ont par ailleurs perdu 2 points de détention en trois mois).

2.3. Répartition par groupes de porteurs des obligations d'État autres que celles détenues par les établissements de crédit

Parmi les obligations, les *valeurs d'État* (autres que celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 47,0 % des obligations françaises recensées dans l'enquête à fin juin 1996¹, sont détenues essentiellement par les entreprises d'assurance et caisses de retraite (36,3 %), les OPCVM (30,9 %) et les non-résidents (16,1 %).

Les parts relatives des obligations d'État détenues par les non-résidents et les OPCVM ont diminué, respectivement, de 1,6 point et 0,6 point. Symétriquement, le taux de détention des entreprises d'assurance et caisses de retraite a progressé de 2,4 points.

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AUTRES QUE CELLES DÉTENUES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Mars 1996	Juin 1996
Ménages	7,7	7,7
Sociétés.....	5,2	5,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	33,9	36,3
Associations et groupements divers.....	0,9	0,9
Administrations publiques.....	3,2	3,2
Non-résidents.....	17,7	16,1
OPCVM.....	31,5	30,9
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0
(a) Sous-échantillon		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 7 octobre 1996

¹ Pour un sous-échantillon représentant lui-même 82 % des encours d'obligations françaises

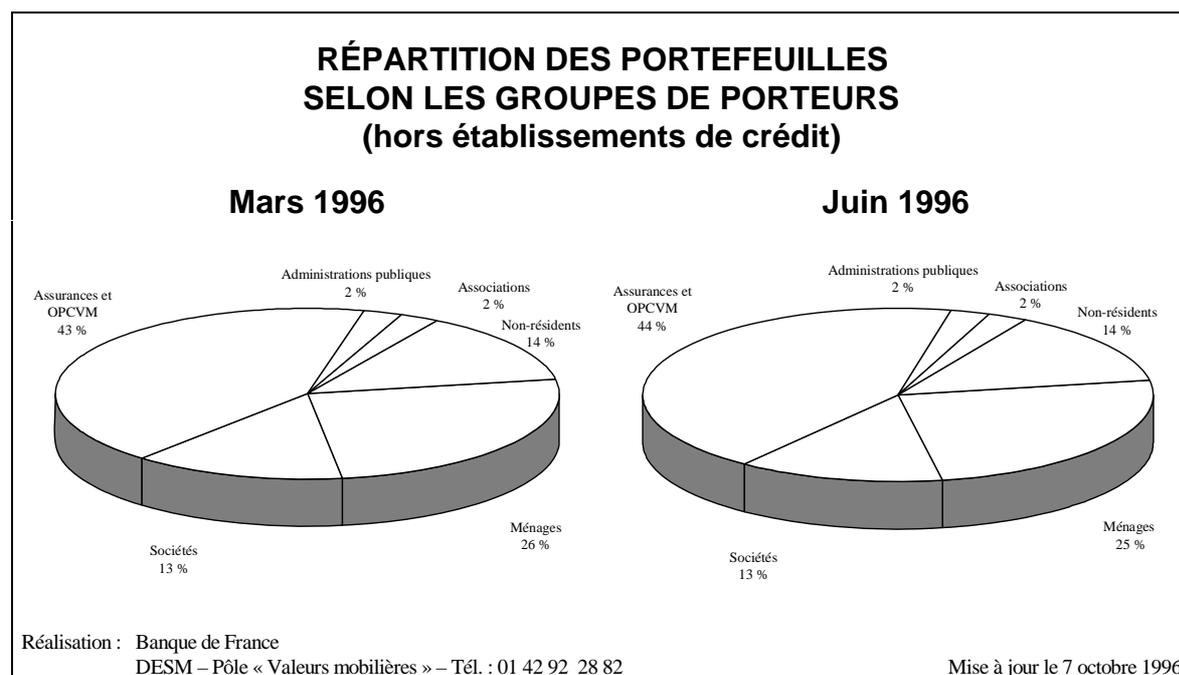
**2.4. Répartition par groupes de porteurs des titres d'OPCVM
autres que ceux détenus par les établissements de crédit**

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	OPCVM « maison »					
	monétaires		obligataires et titres de créances		actions	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Ménages.....	35,4	33,2	75,0	73,6	66,7	66,8
Sociétés.....	34,8	34,9	6,5	6,9	5,1	4,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	9,4	10,1	12,5	13,1	23,2	23,8
Associations et groupements divers.....	9,6	10,1	2,7	3,0	1,1	0,9
Administrations publiques.....	3,8	4,2	1,1	1,1	0,8	1,1
Non-résidents.....	1,2	1,2	0,9	0,9	1,1	1,0
OPCVM.....	5,8	6,3	1,3	1,3	2,0	2,2
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	OPCVM « maison »					
	diversifiés		garantis			
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996		
Ménages.....	37,6	37,6	84,7	81,9		
Sociétés.....	14,9	16,6	4,7	5,6		
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	35,8	34,0	4,7	6,1		
Associations et groupements divers.....	2,9	2,9	1,6	1,9		
Administrations publiques.....	1,1	1,0	1,3	1,7		
Non-résidents.....	1,3	1,4	0,6	0,5		
OPCVM.....	6,4	6,5	2,5	2,2		
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0		
Réalisation : Banque de France						
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 7 octobre 1996						

RÉPARTITION PAR GROUPES DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT				
<i>(en pourcentage)</i>				
	OPCVM « non maison »			
	monétaires		autres titres d'OPCVM	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Ménages.....	13,6	12,9	22,1	22,6
Sociétés.....	26,8	28,4	14,6	11,7
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	30,3	32,8	45,1	47,3
Associations et groupements divers.....	7,6	6,9	2,1	2,0
Administrations publiques.....	5,1	5,5	8,7	9,2
Non-résidents.....	1,2	1,3	2,0	2,1
OPCVM.....	15,3	12,2	5,3	5,1
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
	OPCVM étrangers		TOTAL OPCVM	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
	Ménages.....	53,1	51,8	46,7
Sociétés.....	16,4	16,4	21,1	21,0
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	13,0	14,9	17,0	18,0
Associations et groupements divers.....	2,4	2,6	5,8	6,0
Administrations publiques.....	0,0	0,0	3,2	3,4
Non-résidents.....	4,0	4,2	1,2	1,3
OPCVM.....	11,1	10,0	5,1	5,0
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France				
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 7 octobre 1996	

À fin juin 1996, les *ménages* détenaient 45,4 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements de crédit), contre 46,7 % à la fin du trimestre précédent (33,2 %, contre 35,4 %, pour les OPCVM monétaires « maison »¹ et 73,6 %, contre 75,0 %, pour les OPCVM obligataires et autres titres de créances). Les *sociétés*, au deuxième rang des détenteurs de titres d'OPCVM, possédaient 21,0 % du sous-ensemble analysé (34,9 % pour les OPCVM monétaires « maison »).

RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES SELON LES GROUPES DE PORTEURS (hors établissements de crédit)



2.5. Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS				
(en francs)				
	Ménages		Sociétés	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
Actions.....	31 725	34 472	989 844	967 137
Obligations.....	41 281	42 664	737 578	762 638
OPCVM.....	74 632	74 351	1 342 982	1 355 306
TOTAL.....	147 638	151 487	3 070 404	3 085 081

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82
Mise à jour le 7 octobre 1996

¹ Les OPCVM dont l'établissement est gestionnaire

Au 30 juin 1996, on dénombrait dans l'enquête 12 596 216 *comptes-titres des ménages* (- 2,4 % par rapport à fin mars 1996), dont 2,6 millions de PEA environ (20,6 % du total des comptes-titres).

Le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires et les sociétés de bourse représentait 1,4 % du total, contre 29,6 % pour les trois grandes banques et 69,0 % pour les autres établissements.

Le tableau précédent montre qu'au deuxième trimestre 1996, le montant du compte-titres moyen des ménages a progressé de 2,6 % et qu'il s'élevait à 151 487 francs à fin juin. À la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 75 000 francs.

Le montant du compte-titres moyen des *sociétés* a augmenté, au cours de la même période, de 0,5 % (dont - 2,3 % pour sa composante actions). Il s'élevait à 3,1 millions de francs à fin juin 1996.

3. Structure du portefeuille des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires¹, les trois grandes banques et dans les autres établissements

Les tableaux ci-après font ressortir certaines particularités dans le comportement des sociétés et des ménages en matière de placements en valeurs mobilières, selon le type d'établissement dépositaire.

3.1. Structure du portefeuille des ménages

Aucune différence de structure importante n'apparaît entre mars et juin 1996 dans les portefeuilles gérés par les différents groupes. Les titres d'OPCVM sont toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire (entre 47,0 % et 50,5 % à fin juin 1996).

Un peu moins d'un tiers environ du portefeuille-titres (31,9 %) est composé d'actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre respectivement 22,0 % et 12,0 % chez les trois grandes banques et les « autres établissements ».

¹ Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	32,7	31,9	21,5	21,9	11,2	12,1
Actions françaises non cotées.....	0,6	0,9	0,1	0,1	3,0	3,5
Actions étrangères.....	9,5	10,9	4,2	4,6	1,7	1,7
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	8,8	8,6	22,5	22,5	32,7	32,6
Obligations étrangères.....	0,9	0,8	0,4	0,4	0,9	1,5
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM monétaires.....	23,1	22,6	13,6	12,7	16,7	15,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	10,4	10,2	23,3	22,9	18,0	17,4
OPCVM actions.....	4,9	4,4	7,9	8,2	6,5	6,7
OPCVM diversifiés.....	2,4	3,3	1,8	1,9	1,5	1,6
OPCVM garantis.....	1,5	1,6	1,3	1,4	3,3	3,2
AUTRES TITRES D'OPCVM						
OPCVM monétaires.....	1,8	1,3	0,5	0,5	1,3	1,2
Autres titres d'OPCVM.....	1,5	1,5	1,2	1,3	2,5	2,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS						
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	2,0	2,1	1,7	1,6	0,8	0,8
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

3.2. Structure du portefeuille des sociétés

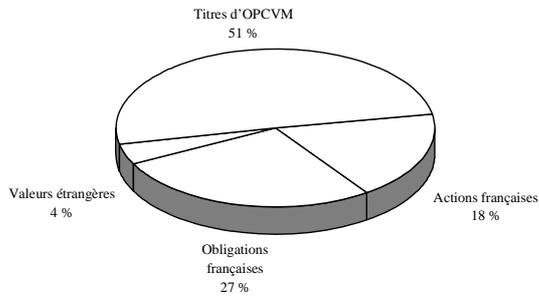
La structure du portefeuille des sociétés est restée pratiquement stable pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse et pour les « autres établissements ». En revanche, la part des actions françaises cotées a progressé chez les sociétés clientes des trois grandes banques au détriment de celle des actions étrangères.

Les actions françaises et étrangères sont majoritaires chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (environ 55 %). Elles occupent la deuxième place chez les trois grandes banques après les titres d'OPCVM (environ 29 % et 61 %). Elles arrivent en dernière position chez les « autres établissements » (environ 13 %) derrière les obligations (31 %) et les titres d'OPCVM (56 %).

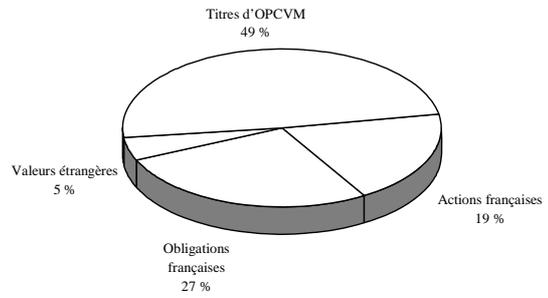
STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996	Mars 1996	Juin 1996
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	30,5	30,2	20,0	22,9	10,6	10,3
Actions françaises non cotées.....	13,9	13,9	1,8	0,8	0,7	1,4
Actions étrangères.....	10,8	10,8	9,4	4,8	1,6	1,7
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	21,8	22,1	9,3	9,5	23,0	22,7
Obligations étrangères.....	2,7	2,9	1,1	1,6	7,4	7,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM monétaires.....	13,6	14,2	47,5	49,0	37,1	36,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	1,3	1,6	5,4	5,8	3,7	3,8
OPCVM actions.....	0,7	0,3	2,1	2,1	0,7	0,7
OPCVM diversifiés.....	1,3	2,0	0,9	1,0	1,4	1,5
OPCVM garantis.....	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5
AUTRES TITRES D'OPCVM						
OPCVM monétaires.....	0,3	0,3	0,9	0,9	9,0	9,0
Autres titres d'OPCVM.....	2,6	1,3	0,5	0,7	3,5	3,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS						
	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0	1,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 7 octobre 1996						

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES

Mars 1996



Juin 1996

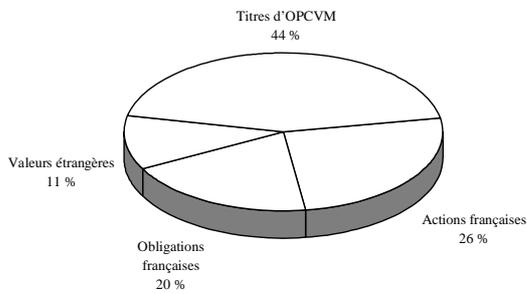


Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

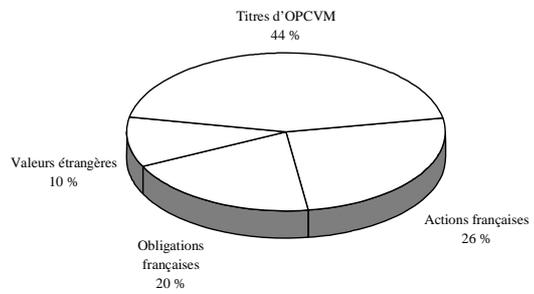
Mise à jour le 7 octobre 1996

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS

Mars 1996



Juin 1996



Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 7 octobre 1996

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 3 846 déclarations
et portant sur la période du 1^{er} au 13 juillet 1996)

Entre début avril 1996 et début juillet 1996, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont tous réduits. Sur un an, ils marquent tous également des baisses.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début avril et début juillet 1996

1.1. La réduction des taux moyens des crédits aux entreprises s'est poursuivie

Les baisses de taux, qui ont concerné les prêts de toute nature, tant à court terme qu'à moyen et long terme, se sont ainsi étagées de 0,05 point pour les autres prêts à court terme à 0,41 point pour l'escompte.

Sur la même période, le TBB a été abaissé de 0,25 point, passant ainsi de 7,0 % à 6,75 % le 23 avril 1996.

Entre fin avril et fin juillet 1996, le taux moyen au jour le jour a fléchi de 0,26 point.

Le TIOP à un mois et le TIOP à trois mois ont, quant à eux, diminué respectivement de 0,20 point et de 0,16 point.

1.2. S'agissant des évolutions du coût des crédits selon la nature des concours et les tranches de montant, les réductions de taux ont été relativement sensibles pour toutes les catégories

Les baisses les plus marquées ont notamment affecté les autres prêts à court terme d'un montant compris entre 300 000 francs et 500 000 francs (– 0,54 point), ainsi que les crédits à moyen et long terme compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs (– 0,51 point).

2. Sur un an, soit entre juillet 1995 et juillet 1996

Les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses comprises entre 0,51 point pour les découverts et 1,23 point pour les prêts à moyen et long terme

L'examen par montant fait ressortir que toutes les catégories ont connu une réduction sur un an, allant de 0,76 point pour l'escompte d'un montant compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs à 1,61 point pour les découverts d'un montant inférieur à 100 000 francs.

Sur la même période, le TBB a reculé de 1,5 point.

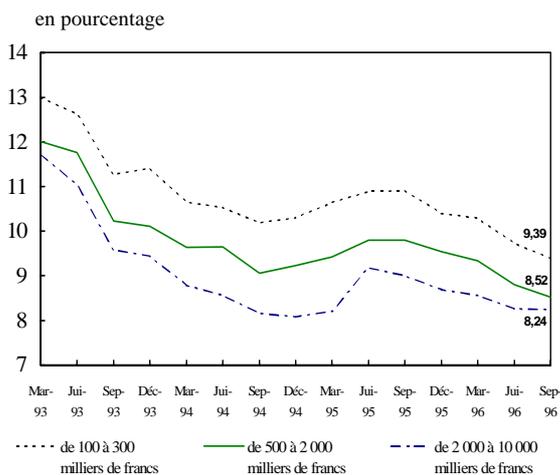
Entre fin juillet 1995 et fin juillet 1996, le taux moyen au jour le jour s'est réduit de 3,18 points, le TIOP à un mois de 2,88 points et celui à trois mois de 2,62 points.

TAUX OBSERVÉS							
<i>(en pourcentage)</i>							
Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs						Ensemble (taux moyen)
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	10,18	9,39	8,90	8,52	8,24	ns	8,28
Taux minimum.....	6,45	7,50	7,25	5,30	6,75	ns	
Taux maximum.....	14,45	14,45	14,05	13,90	12,00	ns	
DÉCOUVERT							
moyen.....	11,18	9,88	9,10	8,89	8,04	ns	8,31
Taux minimum.....	6,75	6,75	7,25	6,87	7,00	ns	
Taux maximum.....	15,40	15,40	14,25	13,30	8,30	ns	
AUTRES COURT TERME							
moyen.....	8,91	8,70	8,03	8,29	7,32	ns	6,96
Taux minimum.....	6,25	6,25	6,90	5,82	ns	ns	
Taux maximum.....	13,40	10,75	9,40	11,75	ns	ns	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	7,41	7,38	7,24	7,24	6,76	(a)	7,14
Taux minimum.....	5,48	5,31	6,25	5,07	5,08	(a)	
Taux maximum.....	10,55	10,55	10,00	10,55	9,00	(a)	

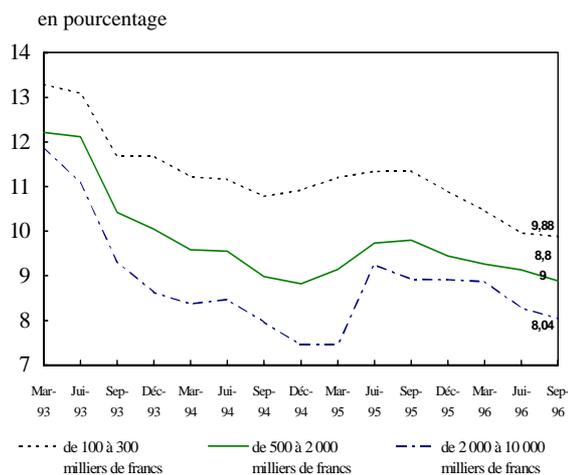
(a) Aucun crédit n'a été recensé pour cette catégorie durant la période sous revue.
ns : non significatif

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

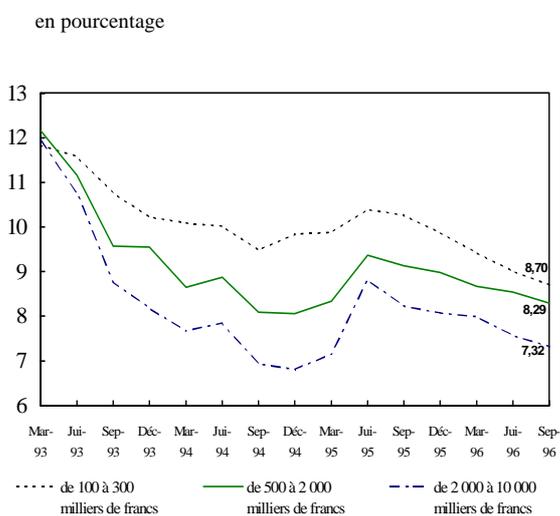
ESCOMPTE



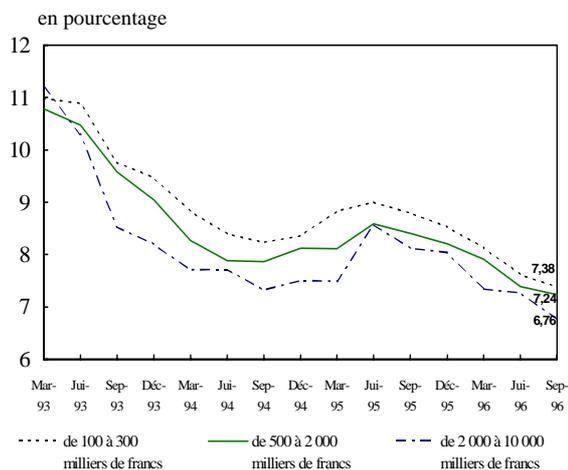
DÉCOUVERT



AUTRES COURT TERME



CRÉDITS À MOYEN ET LONG TERME



BULLETIN OFFICIEL

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Décision n° 96-01 du Conseil général, relative à l'émission d'une nouvelle coupure de 200 francs

– en date du 19 septembre 1996

Le Conseil général de la Banque de France,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment ses articles 5 et 11 ;

Vu le décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France, notamment son article 40 ;

Après en avoir délibéré,

décide :

Article premier : La Banque de France émet, à compter du 29 octobre 1996, une coupure d'une valeur faciale de 200 francs (deux cents francs) à l'effigie de Gustave Eiffel, célèbre ingénieur français qui édifia de nombreux ouvrages métalliques et notamment la tour portant son nom à Paris. Les caractéristiques de ce billet sont les suivantes :

– Format : 143 x 80 mm

– Couleur dominante : rouge

Description générale :

Au recto

– un portrait de Gustave Eiffel,

– la représentation sous forme stylisée ou symbolique :

. d'une vue en plan d'un des quatre piliers de la Tour Eiffel (en haut à gauche),

. d'une vue en coupe de l'Observatoire de Nice (en haut à gauche du portrait de Gustave Eiffel),

. de la Tour Eiffel (en bas à gauche du portrait de Gustave Eiffel).

Au verso

– une vue de la Tour Eiffel et du Champ de Mars lors de l'Exposition universelle de 1889,

– la représentation stylisée ou symbolique :

. d'une partie de la structure métallique de la Tour Eiffel (en haut à gauche du filigrane),

. de la Tour Eiffel.

Principaux éléments de sécurité :

– Filigrane représentant un portrait de Gustave Eiffel dessiné dans l'épaisseur du papier.

– Système de transfert réfléchissant anti-photocopie (« STRAP ») constitué par une bande verticale discontinue réfléchissante (au recto et à droite du filigrane).

– Fil de sécurité intégré dans l'épaisseur du papier et situé à droite du « STRAP ».

– Encre à couleur changeante, variant du vert au bleu selon l'inclinaison du billet, utilisée pour l'impression de la vue en plan d'un des quatre piliers de la Tour Eiffel.

– Encre incolore brillante utilisée pour l'impression, au recto, du profil du viaduc de Garabit (en dessous du filigrane).

– Transvision (Tour Eiffel, imprimée en rouge et de façon partielle au recto et au verso ; vue par transparence, elle apparaît entièrement).

Article 2 : Les billets de 200 francs à l'effigie de Montesquieu conservent le cours légal et peuvent donc circuler concurremment avec ceux qui sont à l'effigie de Gustave Eiffel.

Article 3 : La présente décision sera publiée au Journal officiel de la République française.

Communiqué de la Banque de France relatif au taux des appels d'offres

– en date du 19 septembre 1996

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France fixe le taux des appels d'offres à 3,25 %, contre 3,35 %.

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

du 1^{er} au 30 septembre 1996

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,25 % février 2004, 6,50 % octobre 2006 et TEC 10 octobre 2006

(Communiqué de la Banque de France)

– en date du 3 septembre 1996

Le jeudi 5 septembre 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 16 milliards de francs et 18 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 8,25 % février 2004 de 2 000 francs. Jouissance du 27 février 1996. Coupon annuel : 165 francs payable le 25 septembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 27 février 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 27 février 1996 au 25 septembre 1996, soit 95,12 francs par obligation.

2. OAT 6,50 % octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1995. Coupon annuel : 130 francs payable le 25 septembre 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 25 septembre 1996, soit 119,34 francs par obligation.

3. OAT TEC 10 octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 juillet 1996.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 juillet 1996 au 25 septembre 1996, soit 17,88 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 septembre 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 5 septembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 6 septembre 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 8,25 % FÉVRIER 2004			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
112,08	500 000 000	500 000 000	112,08
112,06	3 330 000 000	3 830 000 000	112,06
112,06	2 220 000 000	6 050 000 000	112,06
112,04	6 450 000 000	12 500 000 000	112,05
112,02	1 750 000 000	14 250 000 000	112,05
112,00	850 000 000	15 100 000 000	112,04
111,98	2 000 000 000	17 100 000 000	112,04
111,96	250 000 000	17 350 000 000	112,04
111,90	1 000 000 000	18 350 000 000	112,03
Prix limite retenu : 112,06 % (taux de rendement : 6,17 %) Demandes servies à ce prix limite : 60,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 112,06 % (taux de rendement : 6,17 %)			

OAT 6,50 % OCTOBRE 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,98	300 000 000	300 000 000	99,98
99,96	5 500 000 000	5 800 000 000	99,96
99,94	5 850 000 000	11 650 000 000	99,95
99,92	1 200 000 000	12 850 000 000	99,95
99,90	1 800 000 000	14 650 000 000	99,94
99,88	2 900 000 000	17 550 000 000	99,93
99,84	50 000 000	17 600 000 000	99,93
99,78	100 000 000	17 700 000 000	99,93
Prix limite retenu : 99,96 % (taux de rendement : 6,50 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,96 % (taux de rendement : 6,50 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 1 ^{er} août 1996	Séance du 5 septembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	11 620	5 800	-5 820
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,43	6,50	0,07
– au prix moyen pondéré.....	6,42	6,50	0,08

OAT TEC 10 OCTOBRE 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
100,86	3 600 000 000	3 600 000 000	100,86
100,84	3 000 000 000	6 600 000 000	100,85
100,82	1 090 000 000	7 690 000 000	100,85
100,82	4 360 000 000	12 050 000 000	100,84
100,80	5 550 000 000	17 600 000 000	100,83
100,78	2 500 000 000	20 100 000 000	100,82
100,76	600 000 000	20 700 000 000	100,82
100,74	1 150 000 000	21 850 000 000	100,81
100,70	1 000 000 000	22 850 000 000	100,81
90,00	50 000 000	22 900 000 000	100,79
Prix limite retenu : 100,82 %			
Demandes servies à ce prix limite : 20,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 100,85 %			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 4 juillet 1996	Séance du 5 septembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	5 700	7 690	1 990

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

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 5 septembre 1996, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 313 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 453 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 17 320 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 20 086 millions de francs se répartissant comme suit :

(en millions de francs)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 8,25 % février 2004	3 830	128	555	4 513
OAT 6,50 % octobre 2006	5 800	45	812	6 657
OAT TEC 10 octobre 2011	7 690	140	1 086	8 916
Total.....	17 320	2 766		20 086
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67				

**Adjudication de bons du Trésor à taux fixe et intérêt annuel (BTAN) à 5 ans en écus et d'obligations assimilables du Trésor 7 % avril 2006 en écus
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 10 septembre 1996

Le jeudi 12 septembre 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », de bons du Trésor à taux fixe et intérêt annuel (BTAN) à 5 ans en écus et d'obligations assimilables du Trésor 7 % avril 2006 en écus.

Le montant global émis pour ces deux catégories de titres sera compris entre 300 millions d'écus et 500 millions.

1. BTAN 5 ans 5 % mars 1999 en écus. Jouissance du 16 mars 1996.

Remboursement en totalité au pair le 16 mars 1999.

Prix d'acquisition des titres du 16 mars au 26 septembre 1996, soit 26 575 écus par million d'écus de nominal souscrit.

Règlement des fonds le 26 septembre 1996.

2. OAT 7 % avril 2006 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 35 écus payable le 26 septembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 26 septembre 1996, soit 14,765 écus par obligation.

Règlement des fonds et cotation le 26 septembre 1996.

Pour les deux catégories de titres, les soumissionnaires devront présenter leurs soumissions par tranche de 5 millions d'écus ou multiple. Les prix d'acquisition devront être exprimés en multiples de 0,02 % de la valeur nominale pour les OAT, et en multiples de 0,01 % de la valeur nominale pour les BTAN.

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 13 septembre 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjugé en séance pour chacune des lignes de titres.

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 d'OAT et de BTAN en écus (juin, juillet et août 1996).

OAT 7 % AVRIL 2006 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
101,24	5 000 000	5 000 000	101,24
101,22	85 000 000	90 000 000	101,22
101,20	95 000 000	185 000 000	101,21
101,18	120 000 000	305 000 000	101,20
101,16	165 000 000	470 000 000	101,18
101,14	70 000 000	540 000 000	101,18
101,12	90 000 000	630 000 000	101,17
101,10	70 000 000	700 000 000	101,16
101,08	10 000 000	710 000 000	101,16
101,06	5 000 000	715 000 000	101,16
101,04	20 000 000	735 000 000	101,16
101,00	10 000 000	745 000 000	101,16

Prix limite retenu : 101,20 %
(taux de rendement : 6,82 %)
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %
Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 101,21 %
(taux de rendement : 6,82 %)

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 8 août 1996	Séance du 12 septembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	254	185	-69
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	6,90	6,82	-0,08
– au prix moyen pondéré.....	6,90	6,82	-0,08

– *Résultat global de l'adjudication du 12 septembre 1996*

Dans le cadre de l'adjudication de bons du Trésor et d'obligations assimilables du Trésor en écus du 12 septembre 1996, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) s'élève à 119 millions d'écus.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des titres de même catégorie souscrits par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 470 millions d'écus.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 589 millions d'écus se répartissant comme suit :

<i>(en millions d'écus)</i>			
	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
BTAN 5 % mars 1999	285	72	357
OAT 7 % avril 2006	185	47	232
Total	470	119	589

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

**Journal officiel du 19 septembre 1996 –
Seuils de l'usure applicables
à compter du 1^{er} octobre 1996**

TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiques au 3 ^e trimestre 1996	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} octobre 1996
CRÉDITS AUX PARTICULIERS		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe	8,52	11,36
– Prêts à taux variable.....	7,43	9,91
– Prêts relais.....	9,24	12,32
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	15,76	21,01
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	13,62	18,16
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	10,57	14,09
CRÉDITS AUX ENTREPRISES		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	11,20	14,93
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable.....	7,54	10,05
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	8,25	11,00
– Découverts en compte (a).....	10,90	14,53
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans.....	10,23	13,64
<p><i>Note</i> : Les taux moyens ont été calculés à partir des données des enquêtes sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers effectuées par la Banque de France.</p> <p>(a) <i>Commissions de plus fort découvert</i> : Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de juillet 1996 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois. La commission de plus fort découvert a été calculée à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.</p>		
<p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 49 43</p>		

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 19 SEPTEMBRE 1996

- Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 22 SEPTEMBRE 1996

- Décret n° 96-836 du 20 septembre 1996 pris pour l'application de l'article 29 de la loi de finances rectificative pour 1995 (n° 95-1347 du 30 décembre 1995).

JO DES 23 ET 24 SEPTEMBRE 1996

- Décret n° 96-839 du 17 septembre 1996 modifiant le décret n° 96-282 pris pour l'application de la loi n° 96-209 du 14 mars 1996 visant à étendre aux collectivités locales et à leurs groupements l'accès aux prêts distribués à partir des fonds déposés sur les comptes pour le développement industriel afin d'accompagner le développement ou l'implantation des petites et moyennes entreprises et à créer une obligation d'information sur l'utilisation de ces fonds.

JO DU 26 SEPTEMBRE 1996

- Arrêté du 16 septembre 1996 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de juillet 1996.

- Arrêté du 16 septembre 1996 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'août 1996.

JO DU 27 SEPTEMBRE 1996

- Décret n° 96-848 du 26 septembre 1996 fixant pour 1996 la rémunération de la garantie accordée par l'État aux fonds collectés par les caisses d'épargne et de prévoyance et aux fonds déposés sur les livrets d'épargne populaire.