

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 36

DÉCEMBRE 1996

LE « BULLETIN » ÉVOLUE

Le *Bulletin de la Banque de France* achève avec ce numéro de décembre sa troisième année d'existence.

À la lumière d'une enquête menée auprès de nos lecteurs, il s'avère que la formule mise en place début 1994 est appréciée, mais qu'il est possible d'améliorer encore la présentation et l'accès aux informations.

Pour cette raison, à compter du mois de janvier 1997 :

- le supplément trimestriel « **Études** » disparaît ;
- son contenu sera transféré dans le support mensuel. Cette solution permettra de localiser plus rapidement, dans un sommaire unique, les contributions recherchées, tout en autorisant la diffusion immédiate d'études de fond dont la formule antérieure conduisait à différer la publication en fin de trimestre.

Dans cette perspective, la rubrique « **Études** » sera réservée aux articles de réflexion précédemment publiés au titre des « **Études générales** » du supplément trimestriel.

Deux autres rubriques seront constituées :

- les articles d'actualité ou les synthèses périodiques des évolutions économiques ou monétaires seront regroupés dans une rubrique « **Analyses** » ;
- les résultats des enquêtes effectuées par la Banque, qui constituaient jusqu'ici un sous-ensemble de la partie « **Études** » du support mensuel, feront désormais l'objet d'une rubrique à part entière « **Enquêtes** ».

En outre, eu égard à la proximité des échéances retenues pour le passage à la monnaie unique et à l'importance des enjeux qui lui sont liés, les contributions traitant de ce thème bénéficieront désormais d'une présentation nettement différenciée à l'intérieur du sommaire.

Aucune modification n'est apportée au supplément « *Statistiques* », qui continuera de mettre à votre disposition, le deuxième mois de chaque trimestre, des séries de moyen et court terme complétant celles, principalement de court terme, publiées mensuellement dans le *Bulletin de la Banque de France*.

Ce faisant, nous espérons favoriser le repérage des informations par le lecteur tout en rendant plus aisée la tâche des documentalistes, et permettre ainsi au *Bulletin* de mieux remplir son rôle d'instrument de travail au service des professionnels de la finance et de tous ceux qui souhaitent disposer d'une information précise et fiable sur l'évolution des phénomènes économiques, monétaires et financiers.

C'est, avec les meilleurs vœux que nous adressons à tous nos lecteurs, le souhait que nous formons pour l'année 1997.

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

La croissance se poursuit aux États-Unis, mais à un rythme plus modéré. Au Japon, les signes d'amélioration de la conjoncture tardent à se confirmer. En Europe, l'activité est généralement plus soutenue. Les tensions inflationnistes restent partout modérées et les taux d'intérêt à long terme ont encore fléchi dans la plupart des pays.

L'évolution des principales devises en novembre

Le dollar a marqué un repli assez prononcé contre le yen et, dans une moindre mesure, le deutschemark, mais s'est repris en fin de période. Les monnaies flottantes ont fait preuve d'une grande volatilité. La livre sterling s'est appréciée, au cours du mois, de plus de 4,50 % par rapport au deutschemark en raison, notamment, d'anticipations de hausse des taux britanniques. La lire a régulièrement progressé au cours des trois premières semaines, avant de réintégrer le mécanisme de change européen (MCE) le 24 novembre. Le deutschemark, après un repli en début de mois du fait de la publication de données économiques défavorables, s'est quelque peu raffermi mais a subi, en fin de période, le contrecoup du retour de la lire dans le MCE. Le franc est demeuré stable jusqu'en milieu de mois, avant d'être temporairement affecté par une reprise du débat sur son taux de change par rapport au dollar et au deutschemark.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en novembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a, dans l'ensemble, marqué le pas, du fait d'un repli dans le secteur automobile et dans certains compartiments des biens intermédiaires. Au cours des prochains mois, l'activité industrielle devrait s'orienter vers une progression plus soutenue dans la plupart des secteurs, notamment dans les biens d'équipement, les biens de consommation et les biens intermédiaires.

La demande globale est restée stable. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle, qui s'était raffermie en octobre, s'est révélée moins dynamique, tandis que la composante étrangère demeure mieux orientée.

Les carnets de commandes se regarnissent lentement mais restent inférieurs à la normale ; dans certains secteurs cependant (biens d'équipement et industries agro-alimentaires), leur niveau apparaît satisfaisant. Les stocks, toujours jugés supérieurs au niveau désiré, se sont alourdis dans la plupart des secteurs, en raison, pour partie, des retards de livraison occasionnés par la grève dans les transports routiers.

Les cours des matières premières sont restés stables, à l'exception de ceux de l'aluminium, du cuivre et du zinc, qui ont sensiblement progressé. Les prix des produits finis, en légère baisse dans les biens d'équipement, les biens intermédiaires et l'automobile, se sont, dans l'ensemble, maintenus.

Les programmes d'investissement de l'exercice 1996, qui sont en voie d'achèvement, ne portent pratiquement que sur l'amélioration de la productivité. Les projets pour l'année prochaine sont en cours d'élaboration, mais leur mise en œuvre apparaît toujours liée à l'évolution effective de la demande.

Après un repli en octobre, l'activité commerciale s'est sensiblement redressée.

Les effectifs ont globalement peu varié dans l'industrie, sauf dans l'automobile où ils se sont sensiblement contractés ; ils sont restés stables dans les services et le commerce mais ont encore diminué dans le bâtiment. Dans la plupart des cas, les baisses constatées ponctuellement sont dues au non-renouvellement d'emplois saisonniers ou de contrats à durée déterminée.

La balance des paiements en septembre

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial*, après un record au mois d'août (13,4 milliards de francs) retrouve, à 10,1 milliards, le niveau du mois de juillet. En données brutes, il s'établit à 8,6 milliards de francs, portant le cumul sur neuf mois à 85 milliards, contre 69,8 milliards pour la période correspondante de 1995. Sur douze mois glissants, le solde positif cumulé atteint 113,7 milliards de francs, contre 99,6 milliards pour la période des douze mois précédents.

Le *compte de transactions courantes* a enregistré en septembre un excédent de 17,2 milliards de francs en données brutes (contre 1,6 milliard en août) et de 14,2 milliards en données cvs (après 10,4 milliards). Cumulé sur les neuf premiers mois de l'année, le solde positif atteint, 78,1 milliards de francs en données brutes, contre 63,4 milliards pour la période correspondante de 1995.

Le *compte financier* s'est soldé, en données brutes, par des sorties de 11,8 milliards de francs, ce qui porte à 100,3 milliards le solde négatif pour les trois premiers trimestres. Les *investissements directs* ont dégagé un léger excédent (0,4 milliard de francs) et enregistrent pour l'ensemble du troisième trimestre un solde positif de 8 milliards de francs, après deux trimestres consécutifs de déficit. Les *investissements de portefeuille* ont entraîné des sorties nettes de 26,8 milliards de francs, portant à 36,9 milliards le solde négatif de l'ensemble du trimestre. Les *autres investissements* ont été excédentaires de 14,6 milliards de francs mais génèrent pour l'ensemble du trimestre 6,4 milliards de francs de sorties nettes, au contraire des six premiers mois pour lesquels un excédent de 231 milliards avait été dégagé. Les *avoirs de réserve*, qui n'ont quasiment pas varié en septembre, se sont accrus de 0,2 milliard de francs sur l'ensemble du trimestre.

Les marchés de capitaux en novembre

Pour le troisième mois consécutif, les compartiments court et long des marchés de taux français ont été tous deux bien orientés, tout en marquant des évolutions légèrement différentes.

Les rendements à court terme, qui ont enregistré des fluctuations relativement limitées, ont surtout décrû sur les échéances supérieures à trois mois. Plutôt stables au cours des deux premières décades, ils se sont ensuite quelque peu raffermis, en liaison avec une détérioration passagère du franc sur les marchés de change, consécutive à des déclarations sur le niveau jugé trop élevé des monnaies européennes par rapport au dollar.

À cette remontée ponctuelle a néanmoins succédé une détente durant les derniers jours du mois. Favorisé par plusieurs déclarations communes des autorités françaises et allemandes soulignant le niveau adéquat du taux de change du franc, ce mouvement, en se manifestant essentiellement sur les échéances supérieures à trois mois, a également reflété la réapparition d'anticipations de nouvelles baisses des taux en Europe à l'horizon du premier semestre 1997.

Dans ce contexte, les taux obligataires n'ont pratiquement pas cessé de se détendre. Au total, ils se sont repliés de près de 40 points de base sur le mois, le taux à 10 ans s'établissant, le 30 novembre, à 5,63 %, soit légèrement au-dessus de son plus bas niveau historique, 5,58 %, atteint le 4 janvier 1994. Cette évolution très favorable s'est opérée en liaison avec une nette détente des rendements longs aux États-Unis et dans la plupart des pays européens.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi en fin de mois à 1 419,1 milliards de francs, contre 1 405,3 milliards en octobre. Les billets de trésorerie ont enregistré la plus forte variation (+ 6,7 milliards de francs), suivis par les certificats de dépôt (+ 5,3 milliards) et les bons à moyen terme négociables (+ 2,6 milliards), tandis que les bons des institutions et des sociétés financières reculaient de 0,8 milliard. Les taux de rendement à l'émission se sont détendus pour tous les titres et toutes les échéances. Les durées ont été marquées par une légère diminution des maturités.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une diminution des taux à long terme, qui a de nouveau permis au Matif de dépasser son plus haut niveau de l'année, les émissions obligataires sont restées stables d'un mois à l'autre. Cette stabilité recouvre une légère diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur et un accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents et une nouvelle émission du Royaume d'Espagne (3 milliards de francs).

La Bourse de Paris a été très bien orientée tout au long du mois, à l'image des marchés de New York et de Francfort, qui ont établi de nouveaux records. Le mois boursier a ainsi terminé sur un gain important (4,8 %) et une liquidation positive, la neuvième depuis le début de l'année, phénomène sans précédent depuis 1988.

Les agrégats monétaires

À fin octobre, la progression annuelle des moyens de paiement ($M1$) demeurait soutenue (5,8 %), même si leur encours a diminué de 2 % au cours du mois. Les placements à taux réglementé ($M2 - M1$) ont été dynamiques (+ 1,4 % en octobre, après – 0,2 % en septembre, et + 9,6 % sur douze mois). Ainsi, l'agrégat $M2$, bien qu'en légère baisse en octobre (– 0,4 %), a enregistré un rythme de croissance annuel élevé (7,5 %).

L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est contracté (– 1 % en octobre), notamment sous l'effet de rachats nets de titres de Sicav monétaires, qui ont avoisiné, sur le seul mois d'octobre, le total des souscriptions nettes enregistrées depuis janvier (environ 21 milliards de francs). Ce mouvement a fortement contribué à la baisse des placements à taux de marché (– 1,7 % en octobre, après – 1,2 % en septembre et – 10,1 % sur un an à fin octobre) et on constate une évolution similaire de l'agrégat $M3$ (– 1,0 % en octobre et – 0,4 % en rythme annuel à fin octobre).

Dans le contexte actuel de bas taux d'intérêt à court terme, les plans d'épargne-logement demeurent très attractifs et en particulier ceux de durée résiduelle inférieure à un an, qui sont plus rémunérateurs que les placements à taux de marché de durée équivalente. Cette situation favorise une progression continue et forte des placements d'épargne contractuelle ($P1$) tant en rythme mensuel (1,4 % en octobre) qu'en rythme annuel (18,5 % à fin octobre). Le taux de croissance annuel de l'ensemble $M3 + P1$ demeure ainsi proche de 4 % à fin octobre.

À fin septembre, l'endettement intérieur total (EIT) a marqué un léger fléchissement, s'établissant à + 3,3 % en taux annuel (contre + 3,9 % à fin août).

Les crédits à l'économie, qui représentent 58 % de l' EIT , ont diminué (– 0,3 % en septembre et – 0,3 % sur douze mois). Cette évolution reflète le comportement de demande des agents économiques. Si les crédits accordés aux ménages sont en phase de reprise (+ 0,3 % en septembre et + 1,4 % sur douze mois), les crédits accordés aux sociétés ont diminué en septembre (– 1,1 %), ce qui a porté leur baisse sur un an à 2,3 % (après – 0,8 % à fin août).

La progression en rythme annuel de la dette de l'État s'est également ralentie (+ 6,9 %, contre + 8,0 % à fin août).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Le système bancaire

5 novembre Le groupe de travail de la Commission des Finances du Sénat, présidé par Alain Lambert, rend public son rapport, baptisé « Banques, votre santé nous intéresse », sur la situation et les perspectives du secteur.

Les privatisations

8 novembre L'État cède, pour 1 franc symbolique, sa participation de 75,7 % dans la Compagnie française de navigation rhénane à l'ATIC, un groupement de clients détenant déjà 16,0 % du capital, et s'engage à recapitaliser la société à hauteur de FRF 45,6 millions.

13 novembre L'État cède la quasi-totalité de la participation de 9,85 % qu'il détenait encore dans le capital d'Elf Aquitaine. Il continue toutefois de disposer d'une « golden share » qui lui permet de s'opposer à toute prise de contrôle hostile.

14 novembre Le gouvernement interrompt la procédure de privatisation du groupe bancaire CIC.

Les finances publiques

13 novembre Le Conseil des ministres adopte un projet de loi de finances rectificative qui prévoit quelque FRF 23 milliards de dépenses nouvelles et FRF 13 milliards d'économies, mais maintient le déficit inchangé à FRF 287,9 milliards.

15 novembre Fin septembre, le déficit budgétaire s'élevait à FRF 279,7 milliards, en amélioration de 32,6 milliards par rapport au niveau enregistré un an auparavant.

20 novembre L'Assemblée nationale adopte le projet de loi de finances pour 1997, qui prévoit un déficit de FRF 284,844 milliards.

Les fonds de pension

22 novembre L'Assemblée nationale adopte la proposition de loi instaurant un régime d'épargne retraite pour tous les salariés.

La protection sociale

- 28 novembre** Le Parlement adopte définitivement le projet de loi de financement de la Sécurité sociale, qui prévoit un déficit de FRF 30 milliards pour 1997.
- 30 novembre** L'Assemblée nationale adopte la proposition de loi, déjà votée par le Sénat, instituant une nouvelle prestation pour les personnes âgées dépendantes.

Le conflit routier

- 29 novembre** Mettant fin à un conflit de plusieurs jours, syndicats et patrons du transport routier signent plusieurs protocoles d'accord, ouvrant notamment le droit à la pré-retraite à 55 ans et modifiant la réglementation sur le temps de travail. Ces dispositions et la réduction des charges sociales des entreprises concernées coûteront environ FRF 1 milliard à l'État en 1997.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Le PIB au troisième trimestre

- 28 novembre** Au troisième trimestre, le PIB a progressé de 0,9 % par rapport à la période précédente et de 1,4 % en glissement annuel.

La production industrielle

- 24 novembre** En septembre, la production industrielle a reculé de 2,0 %, après une progression de 3,7 % (chiffre révisé) en juillet-août. Sur l'ensemble du troisième trimestre, elle s'est accrue de 2,9 % par rapport aux trois mois précédents et de 1,0 % sur un an.

Les défaillances d'entreprises

- 13 novembre** En juin, le nombre des défaillances d'entreprises (4 234) s'est inscrit en recul de 5,0 % sur un mois et de 1,4 % sur un an, selon les données cvs de l'INSEE.
- 19 novembre** Selon Euler (nouvelle dénomination de la Société française d'assurance crédit — SFAC), les défaillances ont augmenté de 10 % au cours des dix premiers mois de l'année.

Les investissements

- 18 novembre** Interrogés par l'INSEE en octobre, les chefs d'entreprise évaluent à 3 % en volume la progression de l'investissement dans l'industrie cette année, et à 2 % en 1997.

La consommation des ménages

- 13 novembre** En juillet, le chiffre d'affaires en volume des services aux particuliers a diminué de 1,9 %, en données cvs, par rapport au mois précédent, selon l'INSEE.
- 14 novembre** En juillet, l'activité dans le commerce de détail (corrigée des variations saisonnières et des jours ouvrables) a diminué de 0,7 % par rapport au mois précédent, selon l'INSEE.
- 26 novembre** En octobre, la consommation des ménages en produits manufacturés a chuté de 2,6 %, après une baisse de 1,6 % en septembre. Sur un an, elle ressort en hausse de 5,5 %.

Les immatriculations d'automobiles

4 novembre En octobre, les immatriculations ont progressé, sur un an, de 24,7 % en données brutes et de 19,3 % en données cvs.

Les mises en chantier de logements

28 novembre En octobre, les mises en chantier de logements neufs ont augmenté de 9,4 % par rapport à septembre, mais ont baissé de 4,4 % sur les dix premiers mois de l'année.

L'emploi

15 novembre Au troisième trimestre, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a diminué de 0,1 %, selon le ministère du Travail.

Les prix

25 novembre En octobre, les prix à la consommation ont augmenté de 0,3 % sur un mois et de 1,8 % sur un an, selon l'indice définitif de l'INSEE.

Les comptes extérieurs

15 novembre En août, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 10,4 milliards (cvs), portant l'excédent cumulé des huit premiers mois de l'année à FRF 69,8 milliards, contre 62,8 milliards pour la période correspondante de 1995.

26 novembre En septembre, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 10 milliards. Sur les neuf premiers mois, l'excédent cumulé atteint FRF 86,8 milliards, contre 72,3 milliards un an auparavant.

2.2. Étranger

- 1^{er} novembre** Aux États-Unis, création de 210 000 emplois non agricoles et taux de chômage de 5,2 % en octobre. M. Bentsen — ancien secrétaire au Trésor — déclare qu'un dollar fort n'est pas dans l'intérêt des États-Unis.
- 4 novembre** En Allemagne, baisse de 1,8 % de la production industrielle en septembre.
- 5 novembre** Aux États-Unis, réélection de M. Clinton à la présidence, majorité républicaine au Congrès.
- En Norvège, la Banque centrale abaisse d'1/2 % ses taux directeurs, à 6 % et 4 %.
- Au Royaume-Uni, augmentation de 0,5 % de la production industrielle en septembre.
- 7 novembre** En Allemagne, progression de 41 000 du nombre des demandeurs d'emploi en octobre, taux de chômage cvs de 10,1 %.
- M. Sakakibara — directeur du département international du ministère des Finances — indique dans le *Nikkei Financial Daily* que le mouvement de « correction » sur le taux de change dollar-yen est désormais achevé et que la monnaie nippone ne devrait pas se déprécier davantage.
- 8 novembre** En Allemagne, excédent commercial de DEM 8,2 milliards en août.
- 12 novembre** En Allemagne, augmentation de 0,2 % des prix de gros en octobre.
- 13 novembre** Aux États-Unis, progression de 0,4 % de l'indice des prix à la consommation en octobre.
- Au Royaume-Uni, baisse de 40 800 du nombre des demandeurs d'emploi en octobre, soit un taux de chômage de 7,2 %, niveau plus bas depuis 5 ans et demi.
- 14 novembre** Aux États-Unis, les prix de détail ressortent en hausse de 0,3 % en octobre (soit + 3,0 % sur un an) et les ventes de détail en progression de 0,2 % sur le même mois.
- Au Royaume-Uni, les prix de détail n'ont pas varié en octobre (+ 2,7 % en glissement annuel).
- 15 novembre** En Allemagne, publication du rapport des Cinq Sages prévoyant pour 1997 une croissance de 2,5 %, une inflation de 1,75 % et une absence de remontée des taux d'intérêt.
- Aux États-Unis, recul de 0,5 % de la production industrielle en octobre ; le taux d'utilisation des capacités de production ressort à 82,7 % pour le même mois.
- 18 novembre** En Italie, M. Prodi annonce sa décision d'entamer rapidement les discussions sur la rentrée de la lire dans le mécanisme de change européen.
- Au Japon, l'excédent commercial ressort à JPY 470,9 milliards en octobre (en baisse de 12,9 % par rapport au mois d'octobre 1995) ; toutefois, l'excédent bilatéral avec les États-Unis s'inscrit en progression de 31,3 % entre septembre et octobre, pour atteindre JPY 354,8 milliards.

- 18 novembre** Au Portugal, la Banque centrale diminue de 10 points de base son taux de prises en pension, à 6,90 %, et son taux d'absorption des liquidités de 40 points de base, de 6,80 % à 6,40 %. Son taux des prêts d'urgence a été réduit de 50 points de base, à 8,50 %.
- Au Royaume-Uni, l'excédent de financement du secteur public ressort à GBP 4,4 milliards en octobre.
- 19 novembre** Aux États-Unis, le président de l'Association nationale des industries manufacturières indique que la récente progression du dollar entraînera un ralentissement économique aux États-Unis, en raison d'une diminution des exportations.
- 20 novembre** En Allemagne, publication de l'indice IFO du climat des affaires : 97,4 en octobre (contre 95,7 en septembre), soit son plus haut niveau depuis juillet 1995 ; M3 progresse de 8,4 % en octobre en rythme annuel.
- Aux États-Unis, le déficit commercial ressort à USD 11,34 milliards en septembre et le déficit bilatéral avec le Japon à USD 3,79 milliards.
- Au Royaume-Uni, les ventes de détail progressent de 0,4 % en octobre.
- 21 novembre** En Allemagne, les ventes au détail reculent de 3 % en septembre.
- En Espagne, le gouverneur de la Banque centrale, M. Rojo, indique que le taux d'inflation sera probablement de 3,3 % en 1996, contre une précédente estimation de 3,5 %.
- Au Japon, annonce de l'arrêt des opérations de la banque Hanwa.
- Au Royaume-Uni, la croissance du PIB pour le troisième trimestre ressort à + 0,8 % (soit + 2,3 % en rythme annuel).
- 22 novembre** En Allemagne, les prix à la production progressent de 0,1 % en octobre.
- 25 novembre** En Italie, rentrée de la lire dans le mécanisme de change européen au cours de FRF 3,38773 pour ITL 1 000, et ITL 990 pour DEM 1.
- 26 novembre** Au Royaume-Uni, présentation du budget 1997-1998 par M. Clarke.
- En Suède, la Banque centrale abaisse son taux de prises en pension de 0,25 point, à 4,35 %, précédemment fixé à 4,60 % depuis le 29 octobre. Depuis janvier 1996, la Banque centrale a réduit 23 fois son principal taux directeur.
- 27 novembre** Aux États-Unis, hausse des prix des biens durables progressent de 0,1 % en octobre.
- Au Japon, publication du rapport *Tankan* pour le mois de novembre ; l'indice d'anticipation des industries manufacturières ressort à – 3.
- Au Royaume-Uni, le déficit commercial hors Europe ressort à GBP 424 millions en octobre (contre 851 millions, chiffre révisé en septembre).
- 28 novembre** Au Japon, hausse de 3,50 % de la production industrielle en octobre.
- 29 novembre** Aux États-Unis, progression de 0,5 % de la consommation des ménages en octobre.

5 décembre En Espagne, la Banque centrale diminue son taux d'intervention de 0,50 point, à 6,25 %.

En Suède, la Banque centrale abaisse de 0,50 point les taux du « corridor ». Celui des dépôts est ramené à 3,75 % (précédemment 4,25 %, depuis le 24 octobre) et celui des avances à 5,25 % (5,75 %, depuis le 24 octobre).

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

La croissance se poursuit aux États-Unis, mais à un rythme plus modéré. Au Japon, les signes d'amélioration de la conjoncture tardent à se confirmer, tandis que, en Europe, l'activité est généralement plus soutenue. Les tensions inflationnistes restent partout modérées et les taux d'intérêt à long terme ont encore fléchi dans la plupart des pays.

Aux **États-Unis**, l'économie continue à croître, mais à un rythme désormais plus modéré. Le PIB a progressé, en deuxième (et avant-dernière) estimation, de 2,0 % en termes annualisés au troisième trimestre, au lieu de 2,2 % précédemment annoncés, la contribution de l'extérieur ayant été plus fortement négative que dans l'estimation initiale. Les exportations se sont, en effet repliées de 0,9 % (contre + 0,6 % précédemment annoncé) et les importations ont augmenté de 9,9 %. Les indicateurs disponibles pour le mois d'octobre confirment le ralentissement de la croissance : baisse de la production industrielle (- 0,5 %, après + 0,3 % en septembre), due principalement à un recul de 8,1 % du secteur de l'automobile, suite à une grève chez General Motors, ralentissement des commandes à l'industrie (0,9 %, après 2,6 % au mois précédent), notamment de biens durables, baisse des ventes de maisons neuves. Toutefois, les dépenses de consommation des ménages se sont redressées, en volume, en octobre (+ 0,2 %), après une baisse en septembre (- 0,1 %), et les dépenses de construction ont été également plus soutenues sur ce mois. Le moindre dynamisme des créations d'emplois s'est confirmé en novembre, avec 118 000 créations nettes de postes, contre 224 000 en octobre et 214 000 en moyenne mensuelle depuis le début de l'année. Le taux de chômage est d'ailleurs quelque peu remonté, s'établissant à 5,4 %, contre 5,2 % en octobre. Le déficit commercial, exprimé en termes de balance des paiements, a augmenté en septembre de 10,1 %, atteignant 11,34 milliards de dollars. Sur neuf mois, il s'établit à 85,51 milliards de dollars, très proche du niveau observé sur la même période de 1995 (85,67 milliards).

La reprise économique tarde à se consolider au **Japon** : le dernier rapport mensuel de la Banque centrale (*Tankan*) confirme que l'expansion reste très progressive et irrégulière suivant les secteurs d'activité. Le produit intérieur brut a augmenté, au troisième trimestre, de 0,1 % par rapport au trimestre précédent (soit de 0,4 % en rythme annualisé), après une contraction de 0,3 % au deuxième trimestre (chiffre révisé). La contribution de la demande intérieure à la croissance est à nouveau négative, de 0,2 %, après - 0,1 %. La consommation des ménages est restée déprimée au troisième trimestre (- 0,1 %, après - 1,0 % au deuxième trimestre) et l'investissement en logement des ménages stagne pour la première fois depuis le troisième

trimestre 1995. La reprise demeure, en revanche, soutenue par le dynamisme de l'investissement des entreprises, en hausse de 1,6 %, après 1,4 % au trimestre précédent, du fait des anticipations de bénéfices pour l'année fiscale courante. L'influence de la consommation publique est encore sensible au troisième trimestre, avec + 1,4 %, après une quasi-stagnation (+ 0,1 %) au deuxième trimestre, alors que l'investissement public a diminué de 2,0 %, après une hausse de 2,1 % le trimestre précédent. La contribution de l'extérieur à la croissance devient positive pour la première fois depuis le deuxième trimestre 1995 (+ 0,3 %, après - 0,2 %), les exportations s'affichant en nette hausse (1,5 %, après 0,1 %), alors que le niveau des importations diminue de 0,7 %, après une poussée de 1,8 % au trimestre précédent.

En octobre, la consommation des ménages a reculé de 1,5 % sur un an, après une diminution de 4,4 % en septembre, alors que la production industrielle a enregistré une hausse de 3,9 % sur un mois et de 6,5 % sur un an, après une progression de 1,5 % sur un mois et de 3,8 % sur un an au mois de septembre. Le secteur de l'immobilier conserve son élan, les mises en chantier de logements ayant enregistré en octobre une hausse de 21,4 % sur un an, contre 17,4 % en septembre, du fait de l'anticipation par les agents privés de la hausse de TVA au deuxième trimestre 1997. Le taux de chômage demeure à un niveau élevé pour le Japon, à 3,4 % de la population active en octobre, après 3,3 % en septembre. Le ratio des offres sur les demandes d'emplois s'est toutefois élevé à 0,73, après 0,71 en septembre. Enfin, l'excédent cumulé de la balance des paiements courants sur les dix premiers mois de l'année 1996 se contracte de 32 % par rapport à la période correspondante de 1995. Cependant, le rythme de cette diminution tend à ralentir.

Selon les premières estimations, le PIB de l'ensemble de l'**Allemagne** a crû de 1,0 % au troisième trimestre, après 1,5 % au deuxième et un recul de 0,5 % au premier. En glissement annuel, sa progression est passée de 1,2 % à 2,4 %. Cette reprise a été soutenue principalement par les exportations et, dans une moindre mesure, par une meilleure orientation de la demande intérieure. La consommation privée est restée stable, après une hausse de 0,5 % durant les deux trimestres précédents. La consommation publique a apporté un soutien plus important que prévu à la demande, avec une progression de 1 %, comme le trimestre précédent. L'investissement des entreprises a stagné au troisième trimestre (après 1,5 % au deuxième et 0,5 % au premier), mais le niveau de l'équipement se situe 3,2 % au-dessus de celui de septembre 1995. La variation trimestrielle de la FBCF-construction s'est établie à 1 %, après une hausse de 11 % au deuxième trimestre et un recul de 9 % au premier, lié aux mauvaises conditions climatiques. Sous l'influence d'une amélioration de la compétitivité et d'un redressement de la demande étrangère, les exportations ont crû de 3,5 %, après être demeurées stables au cours des deux trimestres précédents. La croissance des importations a été limitée à 0,5 %, après une contraction de 1,0 % au deuxième trimestre, de telle sorte que l'apport des exportations nettes à la croissance est redevenu positif. En octobre, la production industrielle s'est repliée de 1,8 %, après - 0,6 % en septembre, enregistrant un recul, en glissement annuel, de 0,2 %, après - 0,3 %. Les commandes à l'industrie se sont, dans le même temps, redressées de 2,9 % sur un mois (- 3,4 % en septembre) et de 6,4 % sur un an (- 1,1 % le mois précédent). La situation sur le marché du travail s'est dégradée en dépit de la croissance : le taux de chômage cvs est passé de 10,6 % de la population active en octobre à 10,7 % en novembre. Le nombre de chômeurs, exprimé en termes bruts, a progressé de 10 % par rapport à novembre 1995. L'excédent commercial a quelque peu augmenté (de 8,1 milliards de deutschemarks en août à 8,3 milliards en septembre) et le déficit courant s'est atténué en septembre. Il est revenu à 1,6 milliard de deutschemarks, contre 4,6 milliards. Sur les neuf premiers mois de l'année, les échanges commerciaux ont dégagé un solde positif en progression de 13 % sur un an, mais le déficit courant s'est élargi de 16,3 % sur la même période.

Au **Royaume-Uni**, l'activité demeure bien orientée. Selon les données définitives, le PIB a progressé de 0,8 % au troisième trimestre, après 0,5 %, soit un glissement annuel de 2,4 %, après 2,1 %. La consommation des ménages reste la composante la plus dynamique de la croissance : les ventes au détail, qui avaient quelque peu diminué en septembre (- 0,3 %), ont progressé de 0,4 % en octobre, soit un glissement annuel de 4,1 %, après 3,6 %. La bonne tenue de la consommation privée commence à se répercuter sur la production manufacturière, qui a progressé de 0,5 % en octobre, après 0,3 %, soit un glissement annuel de 0,5 %, après 0,2 %, indiquant que le mouvement d'ajustement des stocks arrive à son terme. Le nombre de chômeurs a diminué de 40 800 personnes en octobre, à 2,03 millions, soit 7,2 % de la population active, après 7,4 % le mois précédent. Le déficit du commerce extérieur s'est quelque peu approfondi, à 899 millions de livres sterling en septembre, après 568 millions en août et 1,3 milliard en septembre 1995. Le déficit cumulé sur les neuf premiers mois de l'année a atteint 9,96 milliards de livres sterling, en progression de 18,6 % par rapport à la même période de l'année précédente.

En **Espagne**, le rythme de croissance se serait maintenu au troisième trimestre : le PIB aurait progressé de 0,6 %, après 0,5 %, soit un glissement annuel de 2,0 %, après 1,9 %. Selon l'enquête sur la population active de l'INE (Institut national de la statistique), le nombre de chômeurs a diminué de 20 840 personnes au troisième trimestre, à 3 514 980, soit 21,9 % de la population active, contre 22,2 % au deuxième trimestre. L'excédent de la balance courante s'est établi à 215,8 milliards de pesetas au cours des neuf premiers mois de l'année, contre un déficit de 1,6 milliard pour la période correspondante de 1995.

En **Italie**, selon les données révisées, le PIB a progressé de 0,5 % au troisième trimestre, après une diminution de 0,4 %, soit un glissement annuel de 0,5 %, après 0,7 %. L'indice de la production industrielle a diminué de 0,9 % en octobre, après une progression de 0,4 %, soit un glissement annuel négatif de 2,0 % inchangé. L'indice de confiance des consommateurs a encore chuté en novembre, pour le troisième mois consécutif. L'excédent du commerce extérieur a atteint 12 123 milliards de lires en juillet, après 7 021 milliards en juin. Sur les sept premiers mois de l'année, il a progressé de 66 % par rapport à la même période de 1995.

En novembre, le glissement annuel des **prix à la consommation** a diminué en Italie (2,6 %, après 3,0 %), aux Pays-Bas (2,3 %, après 2,4 %), en Allemagne (1,4 %, après 1,5 %), en Belgique (2,4 %, après 2,5 %) et en Espagne (3,2 %, après 3,5 %). Il a augmenté aux États Unis (3,3 %, après 3,0 %) et en Autriche (2,3 %, après 2,1 %). Il est resté stable au Royaume-Uni (2,7 %). Au Japon, pour lequel seul le résultat d'octobre est disponible, les prix ont progressé de 0,5 % en glissement annuel, après 0,0 %.

Les **taux d'intérêt** à court terme se sont quelque peu tendus en novembre en Allemagne, aux Pays-Bas et plus nettement au Royaume-Uni. Ils se sont, dans les autres pays, repliés ou stabilisés. Les taux à long terme ont fléchi dans tous les pays, excepté au Royaume-Uni ; la baisse a été particulièrement nette en Italie.

3.2. L'évolution des principales devises

Au cours du mois de novembre, le dollar a connu des épisodes de repli assez prononcé contre le yen, et dans une moindre mesure contre le deutschemark, mais il s'est repris en fin de période. Le franc est demeuré stable jusqu'en milieu de mois, avant d'être temporairement affecté par une reprise du débat sur son taux de change par rapport au dollar et au deutschemark. Les monnaies flottantes, quant à elles, ont fait preuve d'une très grande volatilité.

D'une fin de mois à l'autre, le **dollar** demeure stable par rapport à la monnaie japonaise aux environs de 113,80 yens et progresse de 1,5 % par rapport à la monnaie allemande, passant de 1,5130 à 1,5365 deutschemark et de 2,12 % par rapport au franc, passant de 5,1065 à 5,215 francs. Le résultat de l'élection présidentielle américaine, largement anticipé, n'a pas eu d'impact sensible sur les cours de change.

Au début du mois de novembre, le dollar s'est replié vis-à-vis de la monnaie allemande, en dépit de déclarations de soutien et des bonnes performances de la Bourse de New York. En effet, la monnaie américaine a été affectée par un recul des anticipations de hausse des taux du Système de réserve fédérale, à la suite de la publication de plusieurs statistiques économiques témoignant de l'absence de tensions inflationnistes sensibles aux États-Unis. Elle a également pâti de la progression du déficit commercial américain au mois de septembre, de mises en garde — de la part notamment d'industriels américains — contre un éventuel ralentissement économique aux États-Unis du fait d'une baisse des exportations consécutive à l'appréciation du dollar, et des doutes exprimés par certains membres du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne quant à la capacité de progression de la monnaie américaine. Cette dernière s'est néanmoins reprise en fin de mois à la faveur du repli des monnaies allemande et helvétique qui a suivi le retour de la lire dans le mécanisme de change européen (MCE). Les prises de position en Europe, en France et en Allemagne notamment, en faveur d'un dollar plus ferme ont également favorisé sa progression.

Vis-à-vis du **yen**, la monnaie américaine avait également commencé par s'inscrire en baisse, à la suite notamment de propos de M. Sakakibara, directeur du département international du ministère des Finances japonais, qui avait indiqué que le mouvement de correction à la hausse du dollar-yen était désormais achevé et que la monnaie japonaise ne devrait pas se déprécier davantage. Les incertitudes des opérateurs quant à la politique de change des autorités monétaires américaines et japonaises ont pesé sur la parité dollar-yen. Par la suite, une diminution de l'excédent commercial japonais en octobre, la réapparition de craintes quant à la situation du système bancaire japonais à la suite de la mise en liquidation de la banque régionale Hanwa et des propos rassurants de M. Greenspan — qui a expliqué que le surplus commercial nippon vis-à-vis des États-Unis ne l'inquiétait pas — ont permis une reprise de la monnaie américaine. Le yen a également été affaibli à la fin du mois de novembre par la publication du rapport *Tankan* ne laissant pas présager une remontée prochaine des taux d'intérêt nippons.

Le **franc français** est demeuré relativement stable jusqu'en milieu de mois, aux environs de 3,38 pour 1 deutschemark, les discussions au niveau européen sur la conformité du transfert de 37,5 milliards de francs de France Télécom au budget de l'État ne l'ayant que passagèrement affecté. Au cours de la période, le gouvernement a adopté une révision du budget pour 1996, comportant, notamment, 13 milliards de francs d'économies supplémentaires, et l'INSEE a fait état d'une hausse de l'indice des prix à la consommation pour le mois d'octobre de 0,2 % à 0,3 % (soit

1,7 % à 1,8 % en glissement annuel), tandis que l'excédent des transactions courantes s'établissait à 10,4 milliards de francs pour le mois d'août. À partir du 20 novembre, le franc a souffert de diverses prises de position en faveur d'une dépréciation contre dollar et contre deutschemark, de rumeurs de remaniement ministériel et de la prolongation du conflit dans les transports routiers. Il a alors glissé jusqu'à un point bas de 3,3990 pour 1 deutschemark, soit son niveau le plus faible depuis le 20 septembre. La réaffirmation des autorités françaises et allemandes du niveau approprié du taux de change actuel du deutschemark contre franc a toutefois permis une stabilisation puis un redressement de ce dernier face à la monnaie allemande. Au cours du mois, le franc a perdu 0,7 % par rapport au deutschemark et 2,0 % par rapport au dollar.

Le **deutschemark** s'est replié en début de mois, du fait de la publication de données économiques médiocres, la production industrielle ayant baissé de 1,8 % en septembre, tandis que le nombre de demandeurs d'emploi progressait de 41 000 en octobre. Il s'est quelque peu raffermi par la suite, en liaison avec les incertitudes sur la mise au point du Pacte de stabilité budgétaire, alimentées par plusieurs déclarations de responsables allemands, et après la publication d'un indice d'activité IFO, plus fort qu'attendu, au mois d'octobre, mais a subi en fin de mois le contrecoup de la rentrée de la lire dans le MCE.

Les Banques centrales du **Portugal** et de **Suède** ont profité de la bonne orientation de leur devise pour détendre leurs conditions monétaires.

Les monnaies flottantes ont toutes fait preuve d'une grande volatilité, mais leurs évolutions respectives ont sensiblement divergé.

La **livre sterling** s'est appréciée de plus de 4,5 % par rapport au deutschemark au cours du mois de novembre, passant de 2,4630 à 2,5820 deutschemarks, et de plus de 3,0 % par rapport au dollar. Cette progression s'explique essentiellement par des anticipations de hausse des taux britanniques. Celles-ci ont été alimentées par la publication de plusieurs statistiques favorables, témoignant de la vigueur de l'économie au Royaume-Uni (le taux de chômage s'est établi à 7,2 % au mois d'octobre, soit son plus bas niveau depuis 5 ans et demi) et d'une progression des prix, notamment de détail (2,7 % en rythme annuel en octobre), plus forte que prévu. Ces anticipations ont été renforcées par les déclarations d'un conseiller du Trésor britannique, qui estime que les taux d'intérêt outre-Manche devraient monter à 7 % d'ici la mi-1997. Par ailleurs, le secteur public a dégagé un excédent de financement de 4,4 milliards de lires en octobre, tandis que M. Clarke annonçait une baisse des dépenses publiques, lors de sa présentation du budget 1997-1998 devant le Parlement.

Le **franc suisse** a perdu près de 2 % par rapport au deutschemark, affaibli par une situation économique médiocre, à laquelle la Banque centrale répond en maintenant des taux d'intérêt bas (au moyen d'injections massives de liquidités), tout en constatant sans défaveur la dépréciation de sa devise. La monnaie helvétique a également souffert de rumeurs de levée partielle du secret bancaire dans la Confédération et de l'autorisation donnée à certains fonds de pensions suisses de détenir des avoirs libellés en devises étrangères.

La **couronne norvégienne** a progressé de 1 % par rapport au deutschemark, soutenue par les prix élevés du pétrole, ce qui a permis à la Banque centrale de détendre ses conditions monétaires.

La **lire italienne** s'est régulièrement appréciée au cours des trois premières semaines du mois de novembre, du fait d'anticipations croissantes de son retour dans le MCE, de l'approbation par le Parlement d'un cadre de réflexion sur la réforme fiscale dans la Péninsule et du vote de confiance obtenu par le gouvernement sur le plan de sauvetage de la Banco di Napoli. Ces éléments favorables ont toutefois été en partie contrebalancés par les déclarations de responsables politiques et économiques italiens s'opposant à une progression trop marquée de leur devise. Le 24 novembre, la lire a réintégré le MCE au cours de 990 pour 1 deutschemark, et son cours de marché a rapidement convergé vers son cours-pivot. Dans ce contexte, elle n'a été que passagèrement affectée par l'annonce d'une possible mise en examen du Premier ministre, M. Prodi, pour ses méthodes de gestion, alors qu'il présidait l'IRI. La devise italienne termine le mois à 986 pour 1 deutschemark, niveau qu'elle n'avait pas atteint depuis juin 1994.

COURS DE CHANGE À PARIS				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		31 octobre 1996	29 novembre 1996	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,1065	5,215	2,12
Écu privé.....	1 XEU	6,475	6,5605	1,32
Allemagne.....	100 DEM	337,51	339,85	0,69
Belgique.....	100 BEF	16,3815	16,49	0,66
Pays-Bas.....	100 NLG	301,06	302,94	0,62
Danemark.....	100 DKK	87,92	88,67	0,85
Espagne.....	100 ESP	4,0055	4,031	0,64
Portugal.....	100 PTE	3,335	3,365	0,90
Irlande	1 IEP	8,3235	8,777	5,45
Royaume-Uni.....	1 GBP	8,3135	8,7715	5,51
Italie	1000 ITL	3,3705	3,4455	2,23
Grèce	100 GRD	2,1485	2,16	0,54
Suède.....	100 SEK	77,84	77,87	0,04
Finlande	100 FIM	112,70	113,35	0,58
Autriche	100 ATS	47,966	48,296	0,69
Norvège.....	100 NOK	80,05	81,39	1,67
Suisse	100 CHF	406,15	401,68	-1,10
Japon	100 JPY	4,4932	4,5863	2,07

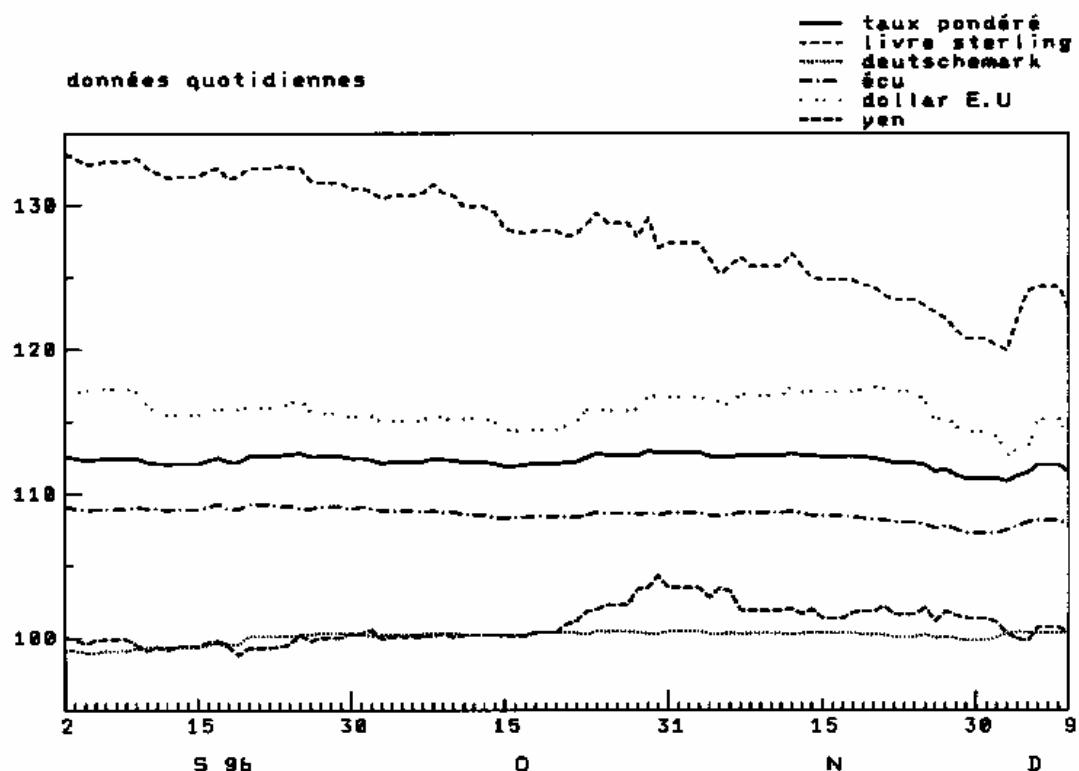
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 octobre	29 novembre	31 octobre	29 novembre
Dollar	5,25	5,50	5,44	5,44
Livre sterling.....	6,125	6,187	6,187	6,375
Deutschmark	3,06	3,28	3,12	3,19
Franc suisse.....	1,562	2,25	1,75	2,00
Franc français.....	3,36	3,38	3,38	3,44

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

Mise à jour le 29 novembre 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.

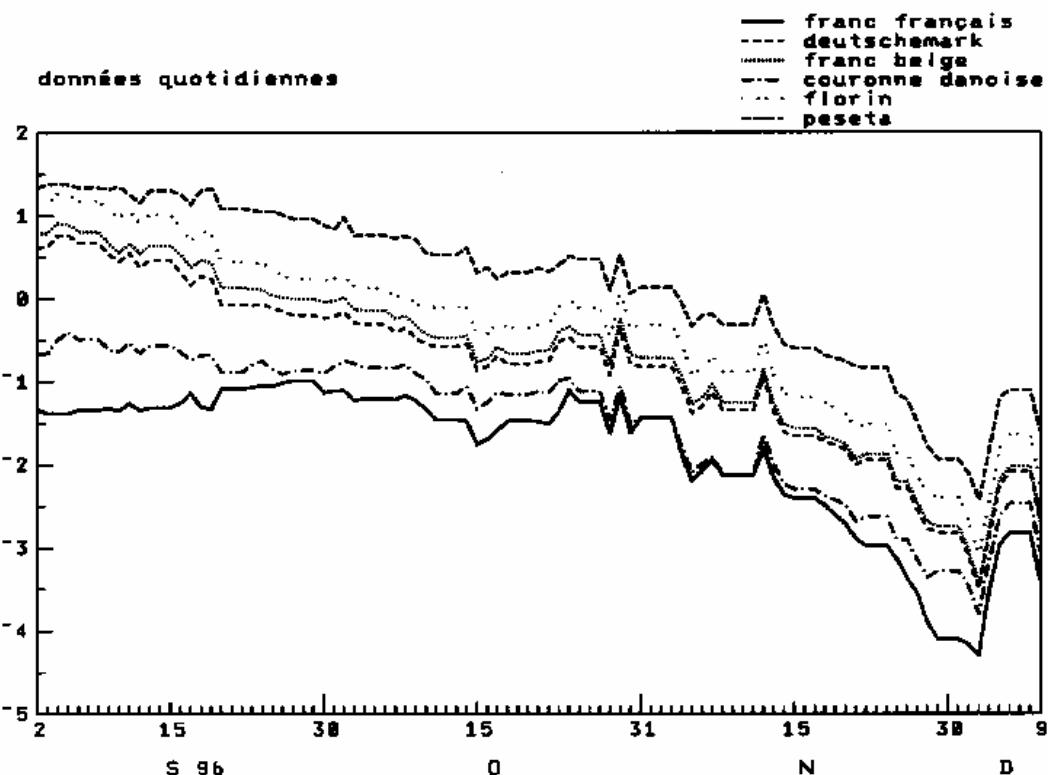
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 9 décembre 1996

Depuis la fin du mois d'octobre, le franc français est resté ferme vis-à-vis du deutschemark et il a relativement peu varié à l'égard de l'écu. Le dollar et surtout la livre sterling se sont appréciés d'une fin de période à l'autre, malgré le net recul observé au début du mois de décembre. De son côté, le yen s'est sensiblement redressé.

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.

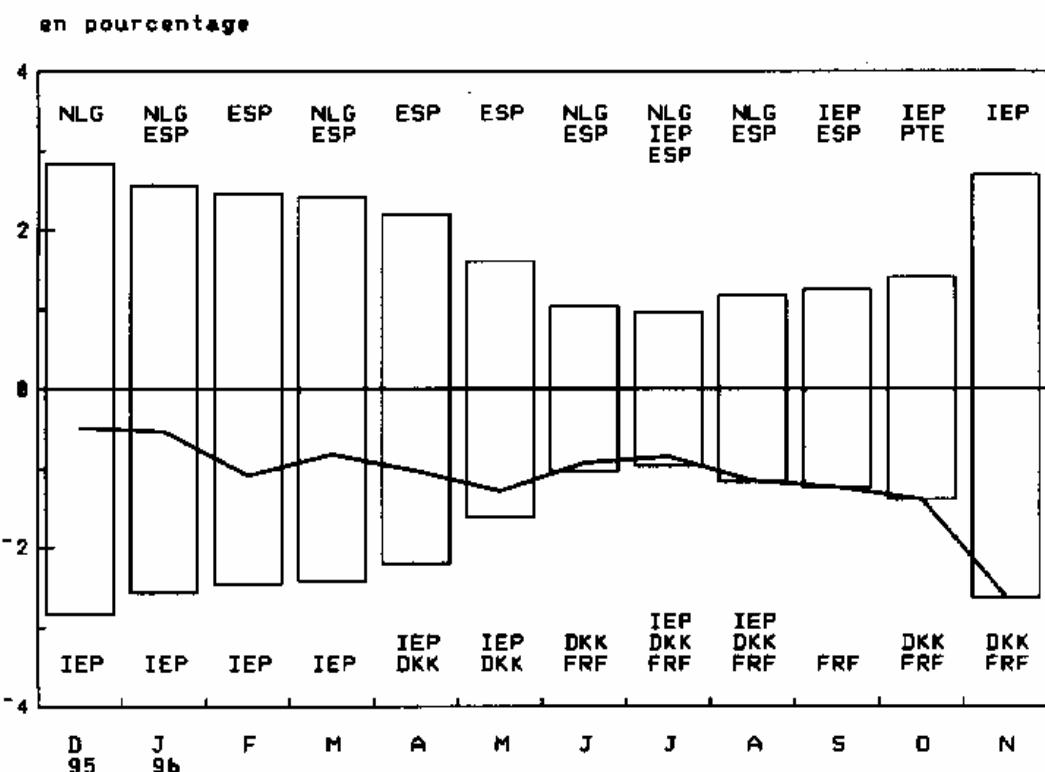
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 9 décembre 1996

Durant la période sous revue, la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a évolué en phase avec celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. La peseta est, quant à elle, demeurée bien orientée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

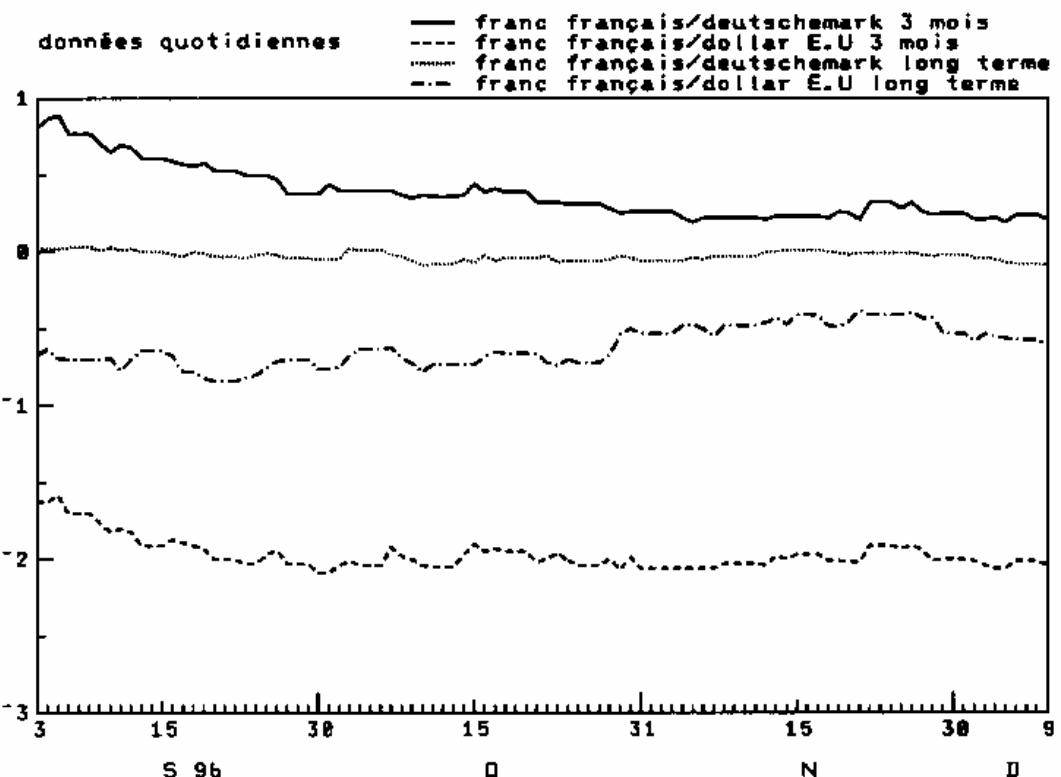
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – SAMI – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 9 décembre 1996

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise a enregistré en novembre les écarts positifs moyens les plus importants. Elle est restée durant tout le mois en opposition avec la couronne danoise et le franc français. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est nettement amplifié.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



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

Mise à jour le 9 décembre 1996

Depuis la fin du mois d'octobre, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est resté pratiquement stable, les taux ayant relativement peu varié dans les deux pays. L'écart entre taux français et américains a suivi la même évolution.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands et l'écart entre taux français et américains se sont établis en fin de période à des niveaux proches de ceux atteints début novembre. Les taux longs ont, en effet, évolué dans le même sens dans les trois pays, la détente enregistrée en novembre ayant été suivie par une hausse liée à un regain de tensions sur le marché obligataire américain.

3.3. Le marché de l'or

Restés stables durant la première moitié du mois, les cours de l'**or** se sont nettement inscrits en baisse par la suite. Le dernier jour du mois, le second fixage de Londres s'est ainsi établi à 371,30 dollars l'once, c'est-à-dire son plus bas niveau depuis le 22 avril 1994.

Si, en début de période, le prix du métal fin a été soutenu par une forte demande physique, il s'est ensuite orienté à la baisse, sous l'effet de substantielles ventes à terme des producteurs sud-africains relayées par des ventes de fonds d'investissement. En fin de mois, le recul du cours du métal précieux s'est accentué du fait des rumeurs persistantes de ventes par une banque centrale européenne.

COURS DE L'OR			
	Au 31 octobre 1996	Au 29 novembre 1996	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	62 050,00	62 100,00	0,08
Lingot (le kg).....	62 300,00	62 400,00	0,16
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	356,00	359,00	-0,84
Vreneli	355,00	359,00	1,13
Union latine	356,00	359,00	0,84
Souverain.....	460,00	463,00	0,65
20 dollars	120,25	120,00	-0,21
Peso mexicain.....	2 295,00	2 320,00	-1,09
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	379,50	371,30	-2,16
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35	Mise à jour le 29 novembre 1996		

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en novembre 1996

Les indicateurs

En novembre, selon l'indice définitif de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont diminué de 0,1 %, après une hausse de 0,3 % en octobre. Sur un an, la progression des prix de détail est de 1,6 %, contre 1,8 % le mois précédent.

D'après les résultats détaillés publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,9 % en volume (au prix de l'année 1980) au troisième trimestre 1996, après une progression de 1,1 % au premier trimestre 1996 et une diminution de 0,2 % au deuxième trimestre. À la fin du troisième trimestre, l'acquis de croissance est de 1,2 %.

L'activité dans le BTP s'est stabilisée au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, mais reste inférieure au trimestre correspondant de 1995. Sur les dix premiers mois de l'année, le nombre de logements commencés est en recul de 4,4 % par rapport à la période équivalente de 1995.

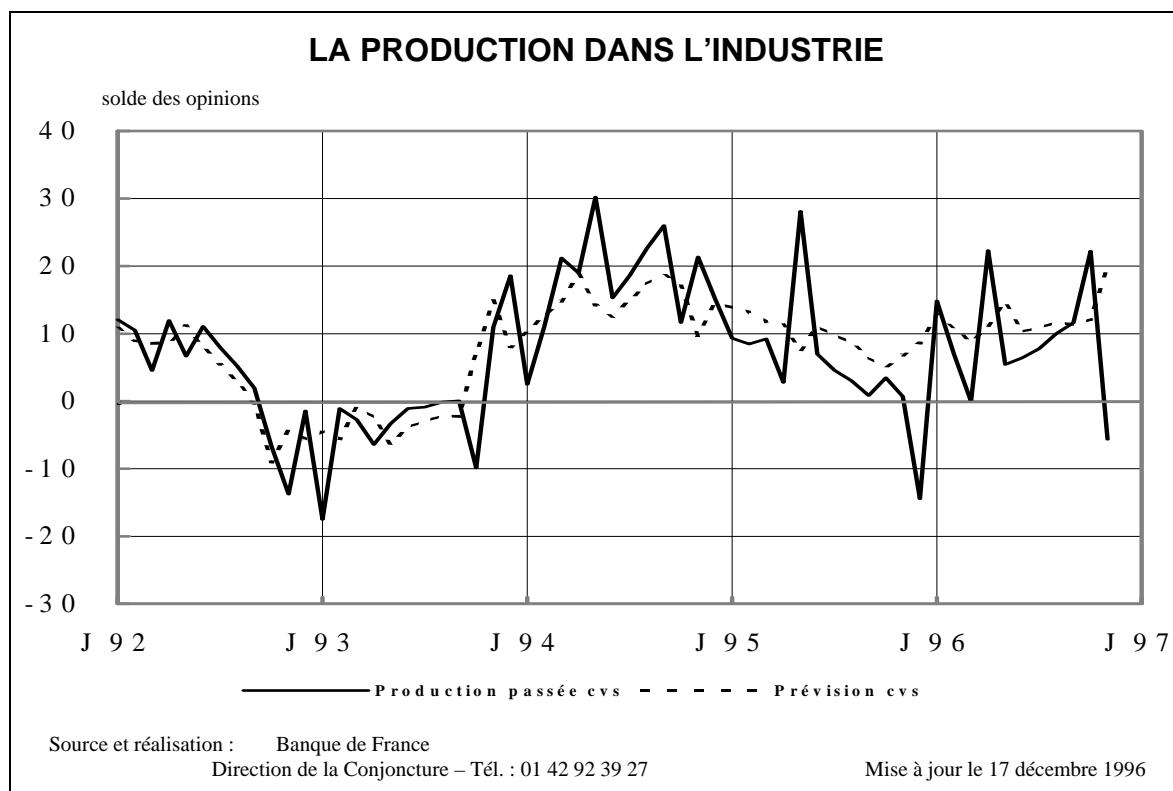
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a légèrement diminué de 0,1 % au cours du troisième trimestre 1996 et s'établit à 13 336 500 emplois.

En octobre, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a diminué de 0,4 % et atteint 3 110 800 personnes. En glissement annuel, il progresse de 5,3 %.

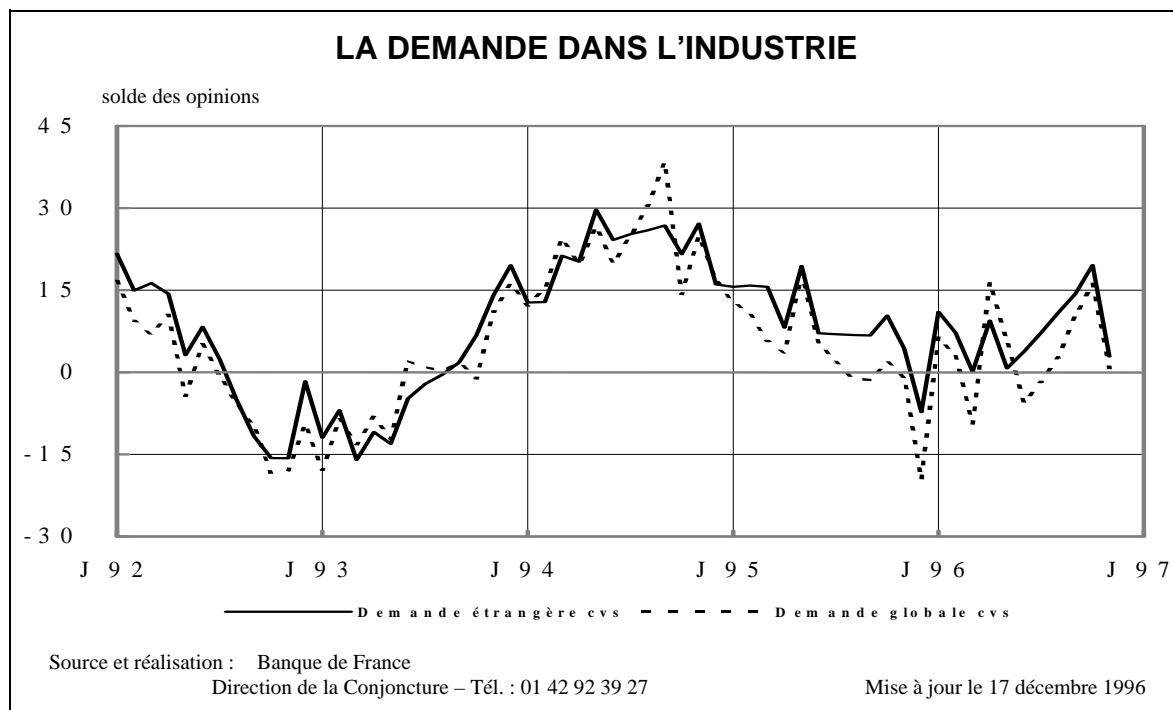
Le taux de chômage, au sens du BIT, est de 12,6 % de la population active, comme en septembre. Sur un an, le taux de chômage progresse de 1,1 point.

En novembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a dans l'ensemble marqué le pas, du fait d'un repli dans le secteur automobile et dans certains compartiments des biens intermédiaires. Au cours des prochains mois, l'activité industrielle devrait s'orienter vers une progression plus soutenue dans la plupart des secteurs. Les hausses les plus notables sont attendues dans les biens d'équipement, les biens de consommation et les biens intermédiaires.

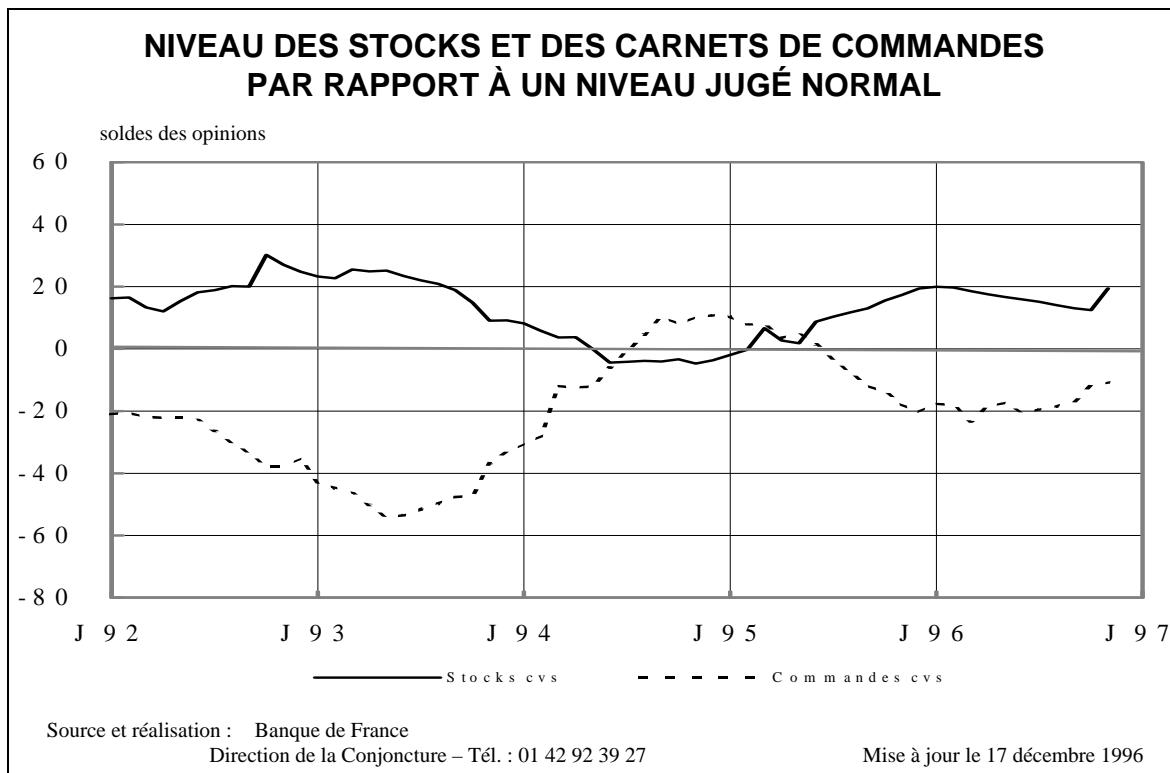
Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France



En novembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a, dans l'ensemble, marqué le pas, du fait d'un repli dans le secteur automobile et dans certains compartiments des biens intermédiaires. Au cours des prochains mois, l'activité industrielle devrait s'orienter vers une progression plus soutenue dans la plupart des secteurs. Les hausses les plus notables sont attendues dans les biens d'équipement, les biens de consommation et les biens intermédiaires.

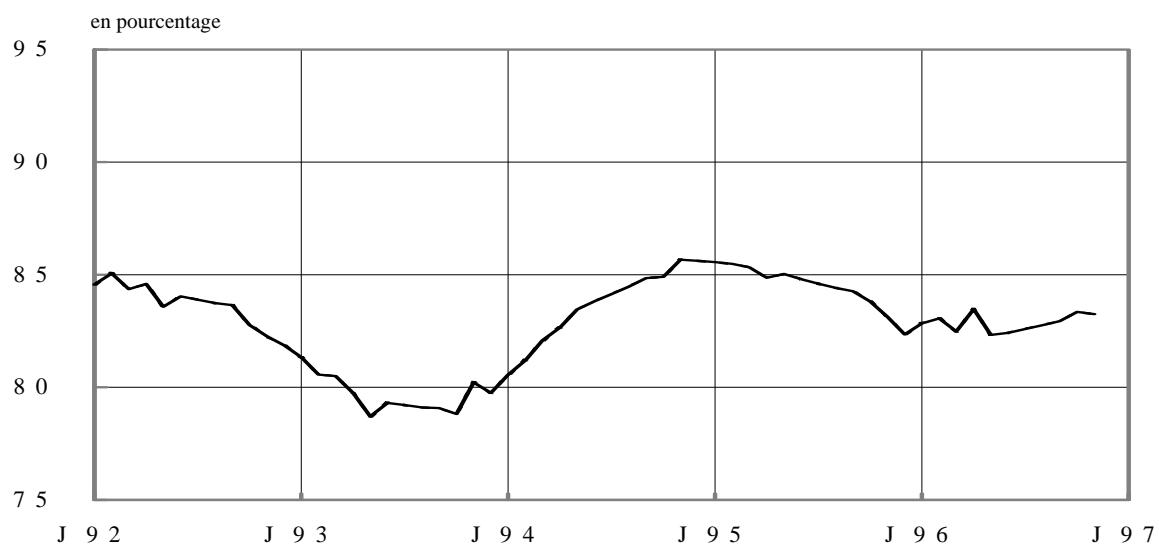


La demande globale est demeurée stable. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle, qui s'était raffermie en octobre, s'est révélée moins dynamique avec des ordres assortis, le plus souvent, de délais de livraison très courts. La demande étrangère demeure mieux orientée, en particulier celle qui émane des marchés asiatiques et des pays anglo-saxons.



Les carnets de commandes se regarnissent lentement mais restent inférieurs à la normale ; dans certains secteurs cependant (biens d'équipement et industries agro-alimentaires), leur niveau apparaît satisfaisant. Les stocks, toujours jugés supérieurs au niveau désiré, se sont alourdis dans la plupart des secteurs, en raison, pour partie, des retards de livraison occasionnés par la grève dans les transports routiers.

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



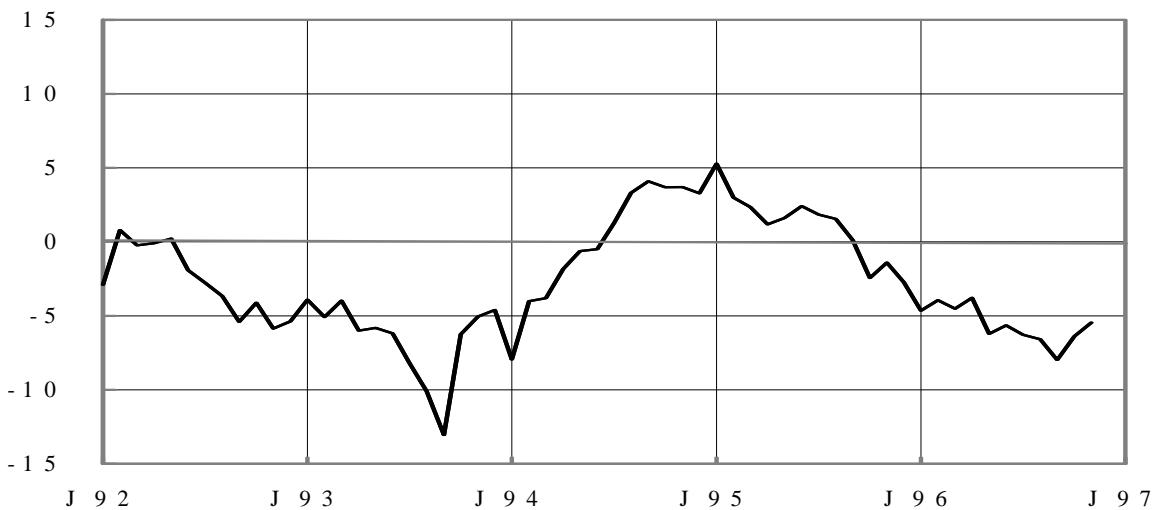
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 17 décembre 1996

Pour le mois sous revue, le *taux d'utilisation des capacités de production* est resté pratiquement inchangé.

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 17 décembre 1996

Les cours des matières premières sont restés stables, à l'exception de ceux de l'aluminium, du cuivre et du zinc qui ont sensiblement progressé. Les *prix des produits finis*, en légère baisse dans les biens d'équipement, les biens intermédiaires et l'automobile, se sont dans l'ensemble maintenus.

Les programmes d'*investissement* de l'exercice 1996 sont en voie d'achèvement : ils ne portent pratiquement que sur l'amélioration de la productivité. Pour l'année prochaine, les projets sont actuellement en cours d'élaboration mais leur mise en œuvre apparaît toujours liée à l'évolution effective de la demande.

L'*activité commerciale*, qui s'était repliée en octobre, s'est sensiblement redressée en novembre.

Les *effectifs* ont globalement peu varié dans l'industrie, sauf dans l'automobile où ils se sont sensiblement contractés ; ils sont restés stables dans les services et le commerce mais ont encore diminué dans le bâtiment. Les baisses constatées ponctuellement sont dues, dans la plupart des cas, au non-renouvellement d'emplois saisonniers ou de contrats à durée déterminée.

4.2.La balance des paiements en septembre 1996 et au troisième trimestre 1996

Le *compte de transactions courantes* a enregistré en septembre 1996 un excédent de 17,2 milliards de francs, en données brutes, après 1,6 milliard en août. Le solde cvs s'élève à 14,2 milliards de francs. Au total, pour les neuf premiers mois de l'année, l'excédent s'élève à 78,1 milliards de francs en données brutes (contre 63,4 milliards sur la même période de 1995), dont 52,2 milliards au titre des biens. Il s'inscrit à 27,4 milliards de francs en données brutes pour le troisième trimestre.

La forte augmentation de l'excédent en septembre tient pour l'essentiel aux opérations de répartition, qui regroupent les revenus et les transferts courants. Les recettes nettes exceptionnelles de 5,7 milliards de francs observées au titre des transferts courants sont imputables aux opérations avec les institutions européennes du fait d'un accroissement des versements du FEOGA (Fonds européen d'orientation et de garantie agricole) et de restitutions sur les contributions budgétaires réglées par la France.

Le *compte financier* se solde en septembre par des sorties nettes de 11,8 milliards de francs, ce qui porte leur montant à 100,3 milliards sur les neuf premiers mois. Les investissements de portefeuille, instruments du marché monétaire (TCN) inclus, sont à l'origine de ces sorties (- 26,8 milliards de francs), les investissements directs et les autres investissements enregistrant, au contraire, des entrées nettes de 15 milliards.

Les résidents ont, dans le cadre de leur politique de diversification internationale, acquis des titres étrangers, en septembre, pour 20,7 milliards de francs, ce qui porte à 212,3 milliards leurs achats au cours des neuf premiers mois de 1996, dont une part, il faut le souligner, concerne des obligations en eurofrancs émises par des non-résidents, ainsi que des actions et des instruments du marché monétaire (TCN). Les non-résidents ont procédé à des cessions de titres français, autres que les valeurs du Trésor, pour 6,1 milliards de francs, ce qui porte à 95 milliards leurs désinvestissements nets sur neuf mois.

Dans la mesure où les comportements de financement et de couverture des investisseurs en titres de portefeuille expliquent pour une large part les entrées nettes de 224,6 milliards de francs enregistrées par le secteur bancaire depuis le début de l'année, l'analyse de l'évolution du cumul des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille et des « autres investissements » est davantage pertinente. Celles-ci sont en fait limitées à 82,6 milliards de francs sur les neuf premiers mois de 1996, soit un montant voisin de celui observé au cours de la même période de 1995.

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

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1995 (b)	Mai 1996 (c)	Juin 1996 (c)	Juillet 1996 (d)	Août 1996 (d)	Sept. 1996 (d)	9 mois 1995 (b)	9 mois 1996 (d)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	81 416	9 157	4 433	8 548	1 591	17 226	63 386	78 117
<i>Biens</i>	55 786	6 446	5 914	7 809	4 405	3 135	36 114	52 194
<i>Services</i>	71 932	4 529	8 436	9 960	5 765	7 451	57 823	55 150
<i>Autres biens et services</i>	17 909	427	472	600	400	600	13 403	5 032
Total « Biens et services ».....	145 627	11 402	14 822	18 369	10 570	11 186	107 340	112 376
<i>Revenus</i>	-23 791	3 065	-2 986	-1 778	-2 152	366	-19 003	-20 169
<i>Transferts courants</i>	-40 420	-5 310	-7 403	-8 043	-6 827	5 674	-24 951	-14 090
COMPTE DE CAPITAL.....	-895	-103	-89	-34	-154	-115	-557	-842
COMPTE FINANCIER.....	-104 122	5 259	3 857	-12 487	-11 252	-11 774	-78 577	-100 294
<i>Investissements directs</i>	24 276	-12 192	-8 847	7 264	287	412	9 352	-17 157
– français à l'étranger.....	-93 913	-15 672	-12 704	-3 624	-7 856	-6 928	-62 122	-90 800
– étrangers en France.....	118 189	3 480	3 857	10 888	8 143	7 340	71 474	73 643
<i>Investissements de portefeuille</i>	-10 591	-44 057	-26 438	2 778	-12 872	-26 793	15 512	-307 242
– avoirs.....	-74 916	-30 436	-38 419	-15 631	1 398	-20 693	-69 778	-212 262
– engagements.....	64 325	-13 621	11 981	18 409	-14 270	-6 100	85 290	-94 980
<i>Autres investissements</i>	-114 159	61 500	39 134	-22 510	1 506	14 598	-100 139	224 616
– avoirs.....	-212 181	80 211	-16 304	-74 789	42 088	-40 787	-219 440	11 467
– engagements.....	98 022	-18 711	55 438	52 279	-40 582	55 385	119 301	213 149
<i>Avoirs de réserve</i>	-3 648	8	8	-19	-173	9	-3 302	-511
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	23 601	-14 313	-8 201	3 973	9 815	-5 337	15 748	23 019

(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 5 décembre 1996

4.2.1. Les transactions courantes

En données brutes, l'excédent des transactions courantes s'élève en septembre à 17,2 milliards de francs, contre 1,6 milliard en août et 7,6 milliards en moyenne au cours des huit premiers mois. Le niveau atteint est le plus important jamais enregistré, à l'exception des mois de janvier 1995 et 1996. En données cvs, l'excédent atteint 14,2 milliards de francs, au lieu de 10,4 milliards en août et 8,7 milliards en moyenne durant les huit premiers mois. Sur les trois premiers trimestres de 1996, il progresse d'une vingtaine de milliards de francs (83,9 milliards, au lieu de 64,4 milliards).

L'ampleur de la progression entre août et septembre en données brutes tient, pour l'essentiel, aux opérations de répartition : allégement du déficit des revenus des investissements et formation d'un solde positif en transferts courants des administrations publiques.

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

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1995 (a)	Août 1996 (b)	Septembre 1996 (b)	Cumul 9 mois 1995 (a)	Cumul 9 mois 1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	81 416	1 591	17 226	63 386	78 117
Biens	55 786	4 405	3 135	36 114	52 194
<i>Marchandises générales</i>	47 427	4 067	2 652	30 023	44 631
<i>Services</i>	71 932	5 765	7 451	57 823	55 150
<i>Transports</i>	-8 020	-551	184	-6 234	-4 828
– Transports maritimes	-5 456	-348	-309	-4 075	-3 576
– Transports aériens	-2 564	-203	493	-2 159	-1 252
– Autres	4 101	605	235	2 888	3 271
<i>Voyages</i>	55 894	4 060	4 695	45 707	42 848
<i>Services techniques</i>	7 253	1 454	1 204	3 141	6 940
<i>Autres services</i>	-3 824	-470	460	-2 992	-3 110
<i>Autres biens et services</i>	17 909	400	600	13 403	5 032
Total « Biens et services »	145 627	10 570	11 186	107 340	112 376
Revenus	-23 791	-2 152	366	-19 003	-20 169
Transferts courants	-40 420	-6 827	5 674	-24 951	-14 090
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	-39 586	-6 483	5 902	-21 304	-10 128
COMPTE DE CAPITAL	-895	-154	-115	-557	-842
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	-435	5	-55	-103	-77

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1995 (a)	Août 1996 (b)	Septembre 1996 (b)	Cumul 9 mois 1995 (a)	Cumul 9 mois 1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	79 681	10 401	14 155	64 434	83 932
Biens	55 841	13 114	4 768	43 217	59 703
<i>Marchandises générales</i>	47 227	12 792	3 741	36 185	51 310
<i>Services</i>	71 660	6 379	7 048	56 404	53 731
<i>Transports maritimes</i>	-5 418	-479	-292	-3 979	-3 443
<i>Transports aériens</i>	-2 417	-659	387	-1 727	-797
<i>Voyages</i>	56 031	4 571	4 616	43 399	40 412
<i>Autres biens et services</i>	18 011	522	518	13 964	5 315
Revenus	-25 018	-4 961	-4 535	-14 725	-14 820
Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)	-41 537	-7 427	5 196	-28 846	-21 884

(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 5 décembre 1996

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

Évolution globale

Après l'excédent record du mois d'août (13,4 milliards de francs), le solde cvs retrouve le niveau de juillet, à 10,1 milliards, à la suite d'un fléchissement de 0,9 % des exportations et d'une progression de 1,9 % des importations. En données brutes, l'excédent s'élève à 8,6 milliards de francs, ce qui porte le cumul sur les trois premiers trimestres à 85 milliards, contre 69,8 milliards au cours de la même période de 1995. L'excédent cumulé sur douze mois glissants atteint, pour sa part, 113,7 milliards de francs, contre 99,6 milliards au cours des douze mois précédents.

Orientation géographique :

record d'exportations avec l'Union européenne, à 78,7 milliards de francs
(en données cvs CAF-FAB)

Sous l'effet d'une hausse de 3 % des exportations, l'excédent vis-à-vis des pays de l'*Union européenne* enregistre une vive progression (5 milliards de francs, au lieu de 2,3 milliards en août et 2,9 milliards en moyenne au cours des douze derniers mois).

Les évolutions les plus notables par pays sont les suivantes.

- Triplement de l'excédent à l'égard de l'*Espagne* (1,2 milliard de francs, au lieu de 0,4 milliard) en raison d'une hausse de 9,3 % des exportations (ventes d'automobiles).
- Réduction du déficit avec l'*Italie* (0,4 milliard de francs, au lieu de 0,9 milliard), sous l'effet conjugué d'une augmentation de 2,7 % des exportations et d'une diminution de 1,9 % des importations.
- Hausse de l'excédent envers le *Royaume-Uni* (1,6 milliard de francs, au lieu de 1,2 milliard), essentiellement du fait d'une progression de 5,9 % des exportations.
- Doublement de l'excédent à l'égard de l'*UEBL* (0,8 milliard de francs, au lieu de 0,4 milliard), du fait d'un repli de 5 % des importations.
- En revanche, chute de l'excédent avec l'*Allemagne* (0,1 milliard de francs, après 1,2 milliard), sous l'effet cumulé d'un tassement des exportations (- 3,2 %) et de la confirmation de la montée des importations depuis juillet (+ 4,6 % par rapport à juin).

Le solde envers les pays de l'*OCDE hors Union européenne* (*États-Unis* en premier lieu) redevient déficitaire (- 3,2 milliards de francs, au lieu de + 0,4 milliard), après le record d'exportations réalisé à l'égard de cette zone au mois d'août.

– L'apparition en août d'un solde équilibré avec les *États-Unis*, pour la première fois depuis 1993, était imputable à la reprise des livraisons aéronautiques observée depuis le début de l'année, renforcée ce mois-là par une importante vente d'uranium. En septembre, un tassement des exportations (- 20 %) et une reprise des importations (+ 10 %) sont à l'origine d'un déficit de 2,5 milliards de francs, plus prononcé que la moyenne des douze derniers mois (1,9 milliard).

- Depuis juin, le déficit envers le *Japon* s'accentue régulièrement ; en quatre mois, les exportations se sont contractées de 12 % et les importations se sont accrues de 16 %.
- On constate un sensible repli de l'excédent avec la *Suisse* (1,5 milliard de francs, au lieu de 2 milliards), après un mois d'août marqué par de fortes livraisons d'électricité.
- L'augmentation des importations de produits énergétiques en provenance de la *Norvège* (pétrole et gaz naturel) porte le déficit à 1,9 milliard de francs, contre 1,2 milliard en moyenne au cours des douze mois précédents.

Vis-à-vis des pays hors OCDE

– Avec les *pays de l'Est* (+ 1,1 milliard de francs, au lieu de + 0,5 milliard), l'effet de ciseaux apparu en juillet s'amplifie ; les exportations (automobiles et biens d'équipement professionnels, notamment) continuent leur ascension (+ 24 % en un trimestre), tandis que les importations continuent de s'éroder (– 17 % en un trimestre), effaçant l'envolée constatée au printemps. Le recentrage des approvisionnements énergétiques au détriment de la Russie et au profit du Royaume-Uni et de la Norvège est pour une bonne part à l'origine de cette évolution.

– Stabilisation des exportations à haut niveau avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide*, une poussée de 11 % des importations expliquant l'accentuation du déficit d'un mois à l'autre (1 milliard de francs, au lieu de 0,3 milliard).

Évolution par produits :

fléchissement de l'excédent industriel civil,
malgré une forte progression des ventes d'automobiles
(en données cvs CAF-FAB)

Maintien d'un excédent agro-alimentaire soutenu (5 milliards de francs, après 5,4 milliards). En trois mois, sous l'effet associé d'une reprise des exportations (céréales) et d'une baisse des importations (viandes), le solde a progressé de presque 2 milliards de francs et rattrapé le recul du premier semestre.

Sur trois trimestres cumulés, l'excédent atteint 41,4 milliards de francs, contre 38 milliards au cours de la même période de 1995.

Accentuation du déficit énergétique (6,2 milliards de francs, contre 5,2 milliards), qui traduit une tension sur les prix du pétrole brut.

Sur les trois premiers trimestres, la facture énergétique nette s'alourdit, avec un déficit de 52,6 milliards de francs, au lieu de 44,9 milliards en 1995.

Repli de l'excédent industriel (7,1 milliards de francs, après 9 milliards), dont la moitié s'explique par le retour à la « normale » de l'excédent du *matériel militaire* (1,1 milliard de francs, au lieu de 2,2 milliards¹). L'excédent *industriel civil* revient de 6,9 milliards de francs à 6 milliards, mais reste nettement supérieur à la moyenne des douze derniers mois (5,1 milliards). Les échanges progressent régulièrement depuis juillet : en un trimestre, + 3,7 % pour les exportations (record à 101,4 milliards de francs), + 5,6 % pour les importations.

– Contraction de l'excédent des *biens d'équipement professionnels* (4,5 milliards de francs, après 5,5 milliards), sous l'effet d'une progression de 3 % des importations. Les livraisons aéronautiques se maintiennent au niveau élevé atteint depuis trois mois : comme en août, six Airbus ont été vendus, pour un montant supérieur à 2,3 milliards de francs.

– Retournement du solde des *biens intermédiaires* (– 0,1 milliard de francs, contre + 0,4 milliard), sous l'influence des échanges de produits chimiques, dont les exportations fléchissent de 2,1 % et les importations augmentent de 2,7 %.

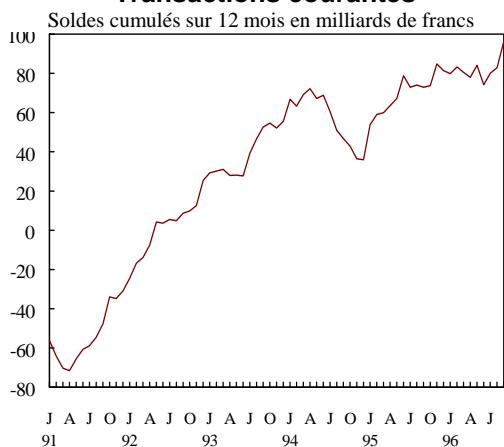
– Les échanges de *biens de consommation* se soldent par un léger excédent pour la troisième fois de l'année : 0,3 milliard de francs, au lieu de 0,8 milliard, les exportations fléchissant de 4,4 % et les importations de 2,0 %. Les exportations restent bien orientées en ce qui concerne la parachimie et la parapharmacie, particulièrement vers l'Allemagne et, dans une moindre mesure, vers le Royaume-Uni et l'UEBL.

¹ Livraison d'une frégate en août

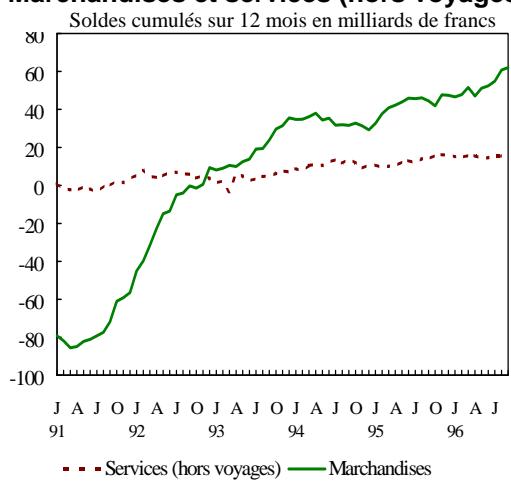
BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Méthodologie au 1^{er} janvier 1996

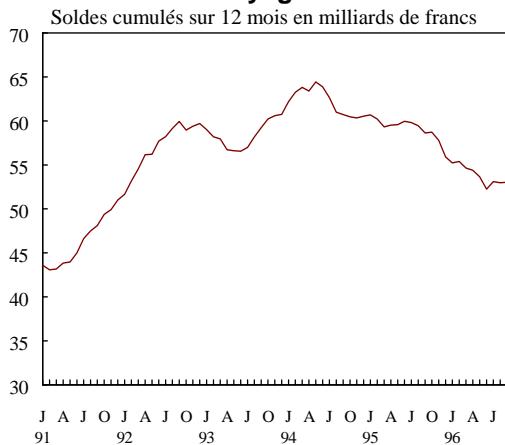
Transactions courantes



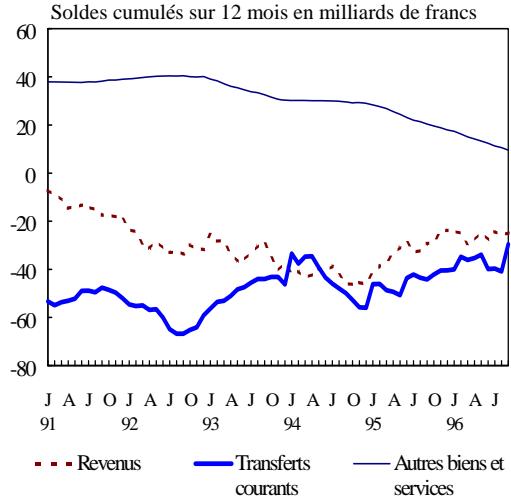
Marchandises et services (hors voyages)



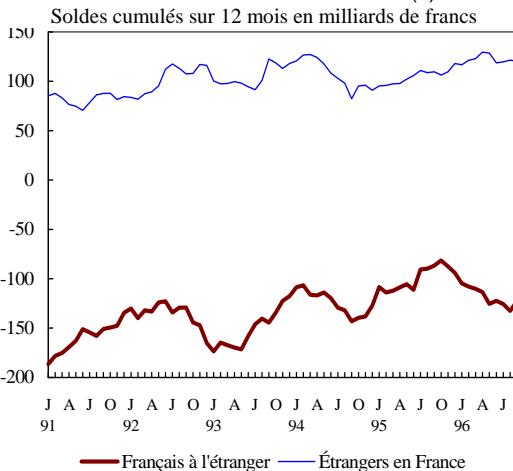
Voyages



Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)

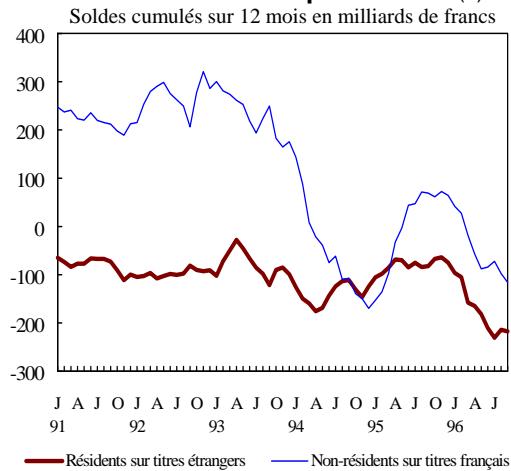


(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 5 décembre 1996

Investissements de portefeuille (a)



– Résorption du déficit des échanges d'*automobiles* apparu en août (– 0,1 milliard de francs, contre – 1,6 milliard). Les exportations bondissent de 47 % (vers l'Espagne, le Royaume-Uni, les pays de l'Est), après le recul observé depuis avril, tandis que les importations progressent de 16 %.

Au cours des trois premiers trimestres, l'excédent industriel, y compris le matériel militaire, se renforce, à 61 milliards de francs, contre 43 milliards au cours de la période correspondante de 1995.

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

Ce poste, qui regroupe les lignes *marchandises générales*¹, *avitaillement et travail à façon et réparations*, est excédentaire de 4,8 milliards de francs en septembre, après 13,1 milliards en août.

Le cumul des trois premiers trimestres de l'année 1996 ressort à + 59,7 milliards de francs, en sensible progression par rapport au résultat de la période correspondante de 1995 (+ 43,2 milliards).

Les services (en données cvs)

L'excédent des services s'élève en septembre à 7 milliards de francs, après 6,4 milliards en août, sous l'effet principalement d'un retournement du solde des *transports aériens* (+ 0,4 milliard, au lieu de – 0,7 milliard en août), les recettes augmentant de 13 % et les dépenses diminuant de 14 %. L'excédent des *voyages* est, pour sa part, inchangé, à 4,6 milliards de francs.

Sur trois trimestres, l'excédent des services s'inscrit en retrait par rapport à la période correspondante de 1995 (53,7 milliards de francs, au lieu de 56,4 milliards).

Ce retrait concerne en premier lieu les *voyages*, dont le solde revient de 43,4 milliards de francs à 40,4 milliards, en raison d'un accroissement de 9,3 % des dépenses des Français à l'étranger, tandis que les recettes perçues des touristes étrangers en France ne progressent que de 2,5 %.

Le tassement de l'excédent du *négoce international* (en données brutes, 7,7 milliards de francs sur 9 mois, contre 11,6 milliards) s'explique par une diminution des échanges intra-groupes dans le secteur automobile et des livraisons de matériel ferroviaire, qui avaient contribué à accroître le solde positif en 1995 mais n'ont pas été renouvelés cette année.

Le solde des *services d'assurance* s'inverse d'un exercice à l'autre (– 0,9 milliard de francs, contre + 2,1 milliards). La renégociation à la baisse des primes sur le marché mondial de la réassurance, entamée à la fin de 1995, se poursuit en 1996 et se traduit par une stagnation des recettes, tandis que les décaissements au titre des indemnisations sont très élevés, particulièrement en début d'année.

L'accroissement des dépenses de *redevances et droits de licence* (+ 12 % d'un exercice à l'autre) est à l'origine du creusement du déficit (3 milliards de francs, au lieu de 1,8 milliard), ce mouvement concernant les licences et droits d'auteur comme les redevances sur brevets.

En revanche, l'excédent des *services techniques*, qui recensent notamment les frais de recherche et la facturation de prestations d'assistance technique², enregistre une très nette progression (8 milliards de francs sur neuf mois, contre 4,2 milliards), imputable aux recettes perçues par les secteurs aéronautique, spatial et informatique.

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

² Ils enregistrent également les relations financières entre la France et les organisations internationales spécialisées dans le domaine scientifique, en particulier l'Agence spatiale européenne.

Les autres biens et services (en données cvs)

Le solde excédentaire de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, s'établit en septembre à 0,5 milliard de francs, ce qui porte le recul de ce solde à plus de 8 milliards sur neuf mois (5 milliards, au lieu de 13,4 milliards).

Les revenus (en données cvs)

Le déficit des revenus des investissements est pratiquement inchangé d'un mois à l'autre (3,4 milliards de francs, après 3,6 milliards en août).

Cumulé des trois premiers trimestres de 1996, il atteint 25,3 milliards de francs, contre 24 milliards au cours de la période correspondante de 1995. Toutefois, hors coupons courus (- 7,6 milliards de francs, contre - 1,7 milliard en 1995), le déficit s'allège d'une période à l'autre : 20,5 milliards, au lieu de 23,9 milliards.

Les transferts courants (en données cvs)

L'apparition de transferts courants nets positifs en septembre (5,2 milliards de francs, après - 7,4 milliards en août) s'explique par les opérations réalisées avec les institutions financières de l'Union européenne : accroissement des recettes en provenance du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole et ajustement périodique de la contribution de la France, à la suite de la révision à la baisse des prévisions de croissance économique.

Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, le déficit des transferts courants revient ainsi de 28,8 milliards de francs à 21,9 milliards, les recettes progressant de 4,8 milliards et les dépenses s'allégeant de 2,1 milliards.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

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

4.2.3. Le compte financier

En septembre 1996, le compte financier a dégagé un déficit de 11,8 milliards de francs et les avoirs de réserve n'ont pas varié.

Sur les neuf premiers mois de l'année 1996, les sorties ont atteint 100,3 milliards de francs, soit près de 22 milliards de plus que sur la période correspondante de 1995. Ce résultat est imputable à la fois au déficit des investissements directs et surtout à celui des investissements de portefeuille qui n'ont été que partiellement compensés par les entrées liées aux autres investissements. Depuis le début de l'année, les avoirs de réserve ont, quant à eux, progressé de 511 millions de francs.

Investissements directs

Le solde des investissements directs (y compris, depuis janvier 1996, les prêts et emprunts à court terme entre affiliés) a été très légèrement excédentaire, de 0,4 milliard de francs, en septembre 1996. Les opérations des résidents à l'étranger ont été à l'origine de sorties, à hauteur de 6,9 milliards de francs, inférieures à celles enregistrées en août 1996.

De leur côté, les non-résidents ont réalisé des investissements en France pour 7,3 milliards de francs, se répartissant presque équitablement entre les opérations d'apport en capital et les autres opérations.

Sur le troisième trimestre de 1996, le solde des investissements directs est excédentaire, en données provisoires, de 8 milliards de francs, après deux trimestres consécutifs de déficit, grâce à une progression des opérations des non-résidents en France, provoquant sur neuf mois un retournement du solde (– 17,2 milliards, au lieu de 9,4 milliards).

Investissements de portefeuille

Les *investissements de portefeuille* (incluant les instruments du marché monétaire depuis janvier 1996) ont entraîné des sorties nettes de 26,8 milliards de francs en septembre 1996, portant leur total à 36,9 milliards sur le troisième trimestre.

Contrairement au mois précédent, les résidents ont acquis pour 20,7 milliards de titres étrangers, tant en devises qu'en eurofrancs. Ces achats se sont portés principalement sur des obligations (pour 24 milliards de francs) et, dans une moindre mesure, sur des actions et titres d'OPCVM (pour 7,7 milliards). Sur le troisième trimestre de 1996, les acquisitions des résidents se sont élevées à 34,9 milliards de francs, soit moitié moins qu'au trimestre précédent, et ont principalement concerné des obligations étrangères. Sur neuf mois, elles ont atteint 212,3 milliards de francs (69,8 milliards sur la période correspondante de 1995).

De leur côté, les non-résidents ont procédé, en septembre 1996, à des ventes de titres français pour un montant total de 6,1 milliards de francs, contre 14,3 milliards en août 1996. Ces cessions ont affecté les titres d'OPCVM et surtout les instruments du marché monétaire (hors bons du Trésor). En effet, les non-résidents ont été acquéreurs à la fois d'actions résidentes (pour 1,7 milliard de francs) et de valeurs du Trésor (pour 3,5 milliards), les achats de bons du Trésor ayant plus que compensé les ventes d'OAT. Sur le troisième trimestre 1996, les non-résidents ont cédé pour 2 milliards de francs de titres français (contre – 7,6 milliards au cours du deuxième trimestre 1996), principalement des valeurs du Trésor, ce qui porte à 95 milliards les ventes sur neuf mois, au lieu d'achats pour 85,3 milliards sur la même période de 1995.

Autres investissements

Les flux financiers des *autres investissements* ont été excédentaires de 14,6 milliards de francs en septembre 1996. Sur l'ensemble du troisième trimestre, les autres investissements ont été à l'origine de sorties à hauteur de 6,4 milliards de francs, au contraire des six premiers mois, sur lesquels 231 milliards de francs d'entrées ont été enregistrées (– 100,1 milliards sur la même période de 1995).

En septembre 1996, l'excédent enregistré est imputable essentiellement au secteur bancaire. En effet, ses opérations ont entraîné des flux nets positifs de 39,5 milliards de francs, dont 37,3 milliards pour les opérations en devises. La forte augmentation des engagements (62,1 milliards de francs) a été partiellement neutralisée par une augmentation des créances de 22,7 milliards.

Au cours du troisième trimestre 1996, des entrées nettes de 17,2 milliards de francs ont été enregistrées au titre du secteur bancaire.

Sur le mois de septembre, les opérations du secteur des administrations publiques ont été déficitaires de 8,6 milliards de francs et les autres secteurs ont suscité des sorties nettes de 16,7 milliards.

Avoirs de réserve

En septembre 1996, les avoirs de réserve n'ont quasiment pas varié. Leur hausse a atteint 0,2 milliard de francs sur l'ensemble du troisième trimestre.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

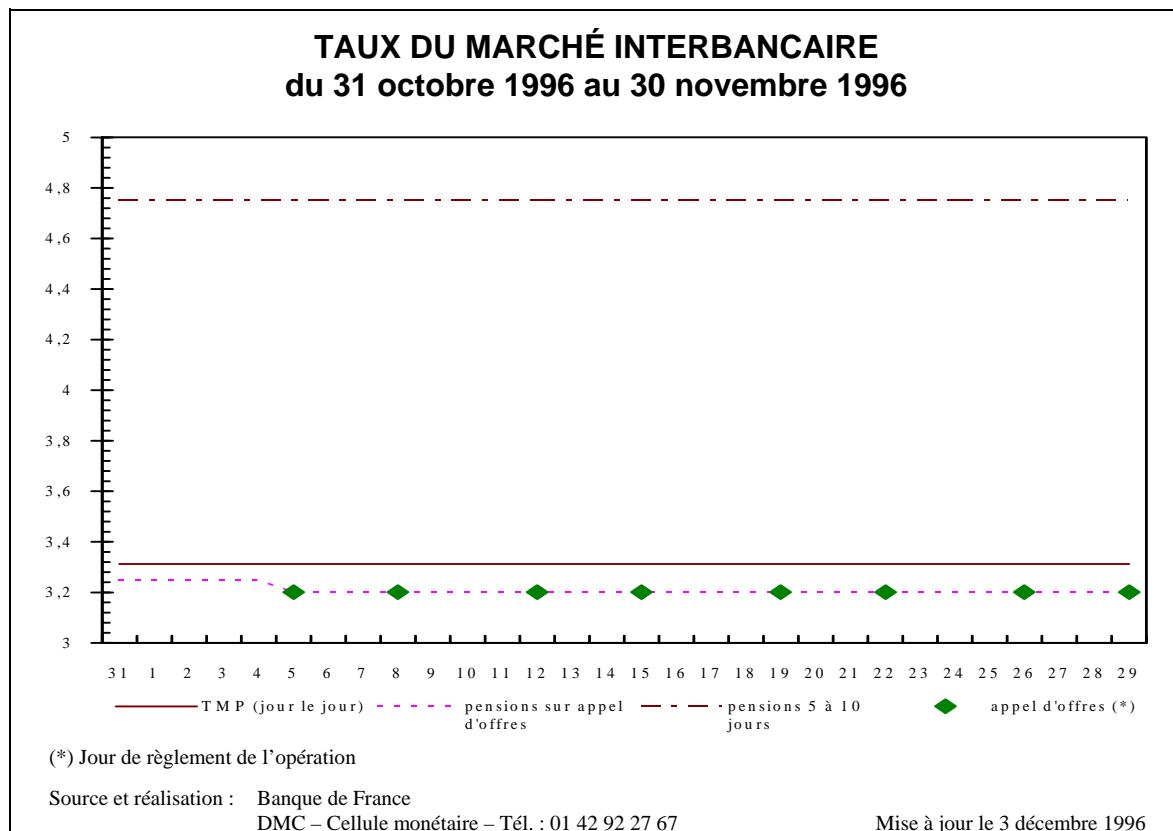
Pour le troisième mois consécutif, les compartiments court et long des marchés de taux français ont été, l'un comme l'autre, bien orientés en novembre, tout en marquant, il est vrai, des évolutions légèrement différentes.

Les rendements à court terme, qui ont enregistré des fluctuations relativement limitées, ont surtout décrû sur les échéances supérieures à 3 mois. Plutôt stables au cours des deux premières décades, ils se sont ensuite quelque peu raffermis, en liaison avec une détérioration passagère du franc sur les marchés de change, consécutive à des déclarations sur le niveau jugé trop élevé des monnaies européennes par rapport au dollar.

À cette remontée ponctuelle a néanmoins succédé une détente durant les derniers jours du mois. Favorisé par plusieurs déclarations communes des autorités françaises et allemandes soulignant le niveau adéquat du taux de change du franc, ce mouvement, en se manifestant essentiellement sur les échéances supérieures à 3 mois, a également reflété la réapparition d'anticipations de nouvelles baisses des taux en Europe à l'horizon du premier semestre 1997.

Dans ce contexte, les taux obligataires n'ont pratiquement pas cessé de se détendre durant le mois. Au total, ils se sont repliés de près de 40 points de base sur le mois, le taux à 10 ans s'établissant, le 30 novembre, à 5,63 %, soit légèrement au-dessus de son plus bas niveau historique, de 5,58 %, atteint le 4 janvier 1994. Cette évolution très favorable s'est opérée en liaison avec une nette détente des rendements longs aux États-Unis et dans la plupart des pays européens.

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



À la suite de la décision prise par le Conseil de la politique monétaire, le 31 octobre, le taux des appels d'offres a été abaissé de 5 points de base, à 3,20 %, en date de valeur du 5 novembre 1996.

Le taux de l'argent au jour le jour a fait montre d'une parfaite stabilité en se maintenant tout au long du mois dans une fourchette de 3 1/4 % -3 3/8 %.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 octobre-15 novembre se sont élevées à 20,6 milliards de francs (dont 13,4 milliards sous forme de billets), pour une moyenne requise de 20 milliards.

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

	Octobre 1996	Novembre 1996	Variation
BILLETS EN CIRCULATION.....	-250,2	-249,6	0,6
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,9	-7,2	-0,3
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	122,8	123,3	0,5
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE.....	10,2	11,2	1,0
DIVERS	11,4	8,8	-2,6
TOTAL	-112,7	-113,6	-0,9
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres	75,3	71,8	-3,5
- Autres pensions	16,8	21,2	4,4
- Bons du Trésor achetés ferme	21,9	21,5	-0,4
- Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-1,3	-0,8	0,5
TOTAL	112,7	113,6	0,9

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

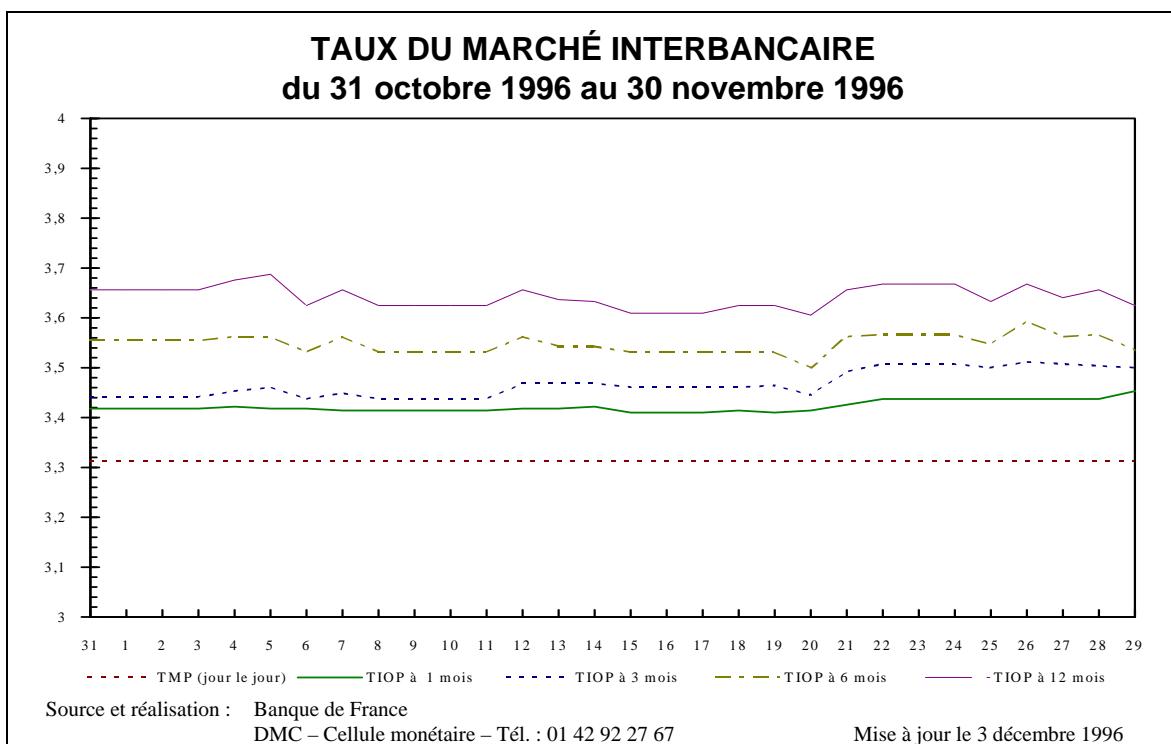
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 décembre 1996

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



Les rendements courts ont fluctué dans des proportions inégales selon les échéances. Leur évolution d'ensemble peut être décomposée en trois phases distinctes :

- durant les deux premières décades, ils ont fait preuve d'une relative stabilité ;
- à partir du 21 novembre, ils ont enregistré une légère tension à la suite de diverses déclarations sur le niveau jugé trop élevé des monnaies européennes par rapport au dollar ;
- dès le 25 novembre, toutefois, c'est la détente des rendements qui a de nouveau prévalu. Encouragé par les déclarations des autorités françaises et allemandes soulignant le fait que le taux de change entre le franc et le deutschemark reflétait de manière adéquate les fondamentaux des économies, ce mouvement s'est concentré sur les échéances supérieures à 3 mois, dénotant un regain d'anticipations de baisse des taux courts d'ici le printemps prochain en Europe.

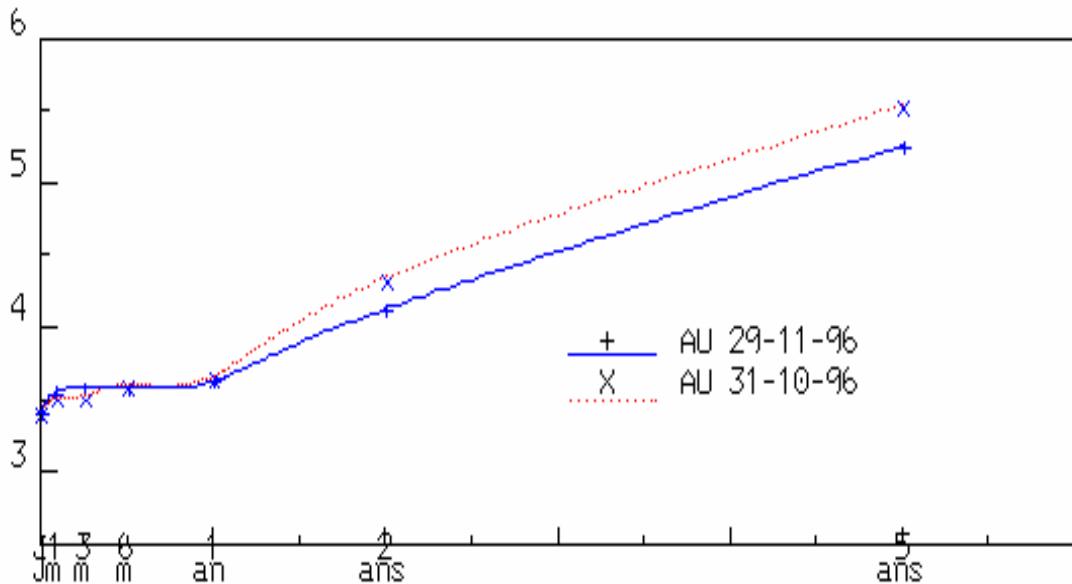
ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 octobre 1996	29 novembre 1996	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,4180	3,4531	0,0351
TIOP à 3 mois.....	3,4414	3,5000	0,0586
TIOP à 6 mois.....	3,5547	3,5352	-0,0195
TIOP à 1 an.....	3,6563	3,6250	-0,0313
Taux à 2 ans.....	4,3300	4,1200	-0,2100
Taux à 5 ans.....	5,5400	5,2600	-0,2800

Les rendements courts se sont très légèrement tendus sur les échéances jusqu'à 3 mois. À l'inverse, ils ont enregistré une détente assez sensible sur les échéances les plus lointaines, de sorte que la courbe des taux a subi un net aplatissement.

D'une fin de mois à l'autre, la physionomie de la courbe des taux interbancaires marque ainsi une amélioration d'ensemble avec une nouvelle réduction des écarts par rapport aux rendements allemands sur toutes les échéances.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ

Taux actuariels

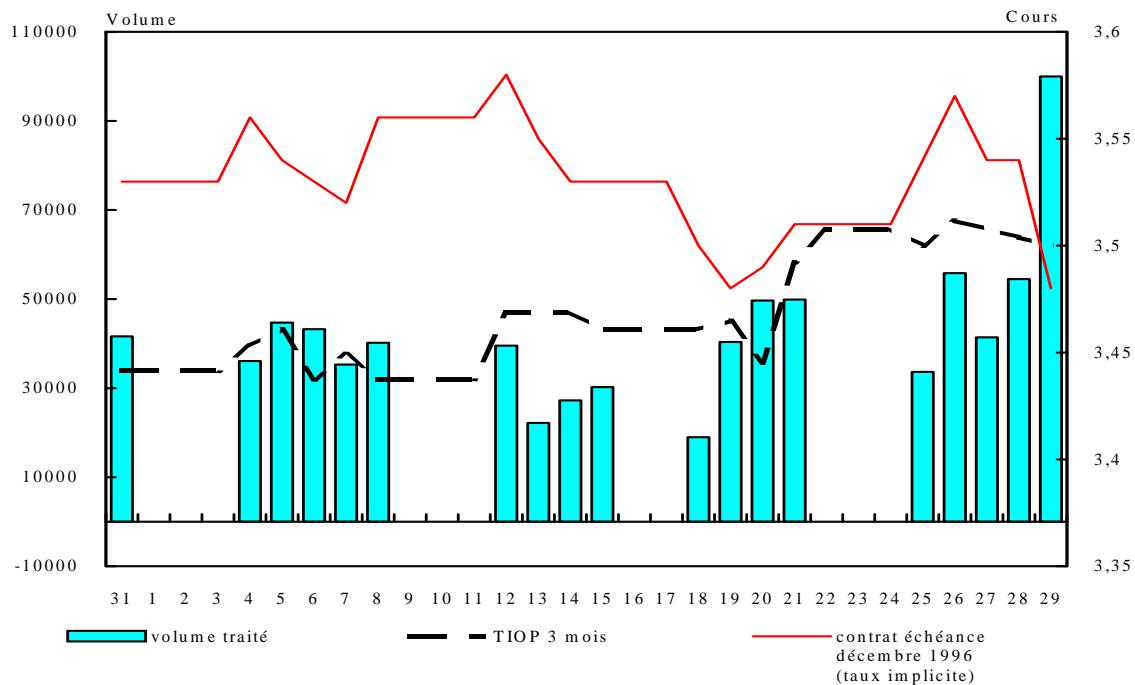


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 décembre 1996

Les taux implicites des contrats Pibor ont suivi l'évolution des taux au comptant en l'accentuant. Ils accusent une baisse croissante en fonction de l'éloignement de leurs échéances. Au 29 novembre, les taux s'établissaient à 2 points de base et 1 point de base sur les échéances décembre 1996 et septembre 1997 en deçà de leurs homologues au comptant, alors qu'un mois plus tôt ils enregistraient respectivement des primes de 10 points de base et 33 points de base.

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



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

Mise à jour le 3 décembre 1996

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois, le Trésor a procédé à l'adjudication de 80,4 milliards de bons à taux fixe en francs (60,2 milliards de BTF et 20,2 milliards de BTAN).

L'encours total de bons en francs s'élevait au 30 novembre à 1 047 milliards de francs, soit un montant inférieur à celui observé à la fin du mois précédent (1 083,9 milliards). S'agissant des bons en écus, leur encours est demeuré stable, à 9,4 milliards de francs.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée (c)	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuel annuel moyen (f)	Taux inter-bancaire (f)
					(d)				
4 nov. 1996	BTF	4 sem.	29 500	3 003	0	3,19	3,19	3,28	3,52
4 nov. 1996	BTF	13 sem.	40 500	8 005	0	3,24	3,25	3,34	3,55
4 nov. 1996	BTF	26 sem.	14 350	3 304	299	3,38	3,39	3,47	3,64
12 nov. 1996	BTF	4 sem.	26 900	3 004	0	3,22	3,23	3,32	3,52
12 nov. 1996	BTF	13 sem.	34 000	14 276	267	3,26	3,28	3,37	3,56
12 nov. 1996	BTF	42 sem.	14 000	3 067	67	3,47	3,48	3,54	3,62
18 nov. 1996	BTF	13 sem.	30 650	6 036	29	3,22	3,23	3,32	3,55
18 nov. 1996	BTF	29 sem.	14 250	5 488	483	3,34	3,35	3,42	3,62
21 nov. 1996	BTAN 4,50 %	2 ans	30 768	11 391	1 751	101,26	101,24	3,78	4,28
21 nov. 1996	BTAN 5,50 %	5 ans	17 615	8 792	1 217	102,79	102,75	4,84	5,46
25 nov. 1996	BTF	13 sem.	38 600	10 004	0	3,28	3,29	3,38	3,60
25 nov. 1996	BTF	28 sem.	13 950	4 000	0	3,39	3,39	3,46	3,63

(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 3 décembre 1996

Entre les dernières adjudications d'octobre et de novembre, les taux à l'émission des BTF 13 semaines et 28 semaines se sont tendus de 4 points de base.

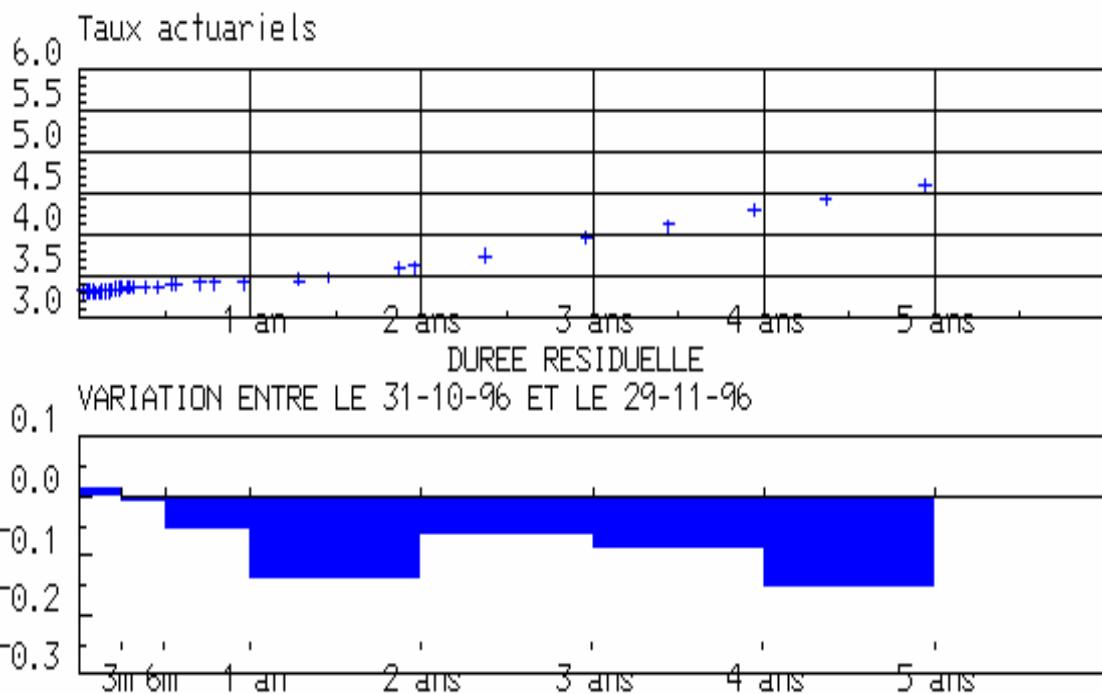
S'agissant des BTAN 5 ans, les taux à l'émission se replient de 16 points de base entre l'adjudication du 17 octobre et celle du 21 novembre.

Marché secondaire

Au cours du mois de novembre, la baisse de 5 points de base, à 3,20 %, du taux d'appels d'offres décidée le 31 octobre et les anticipations de poursuite de la baisse des taux courts ont alimenté une nouvelle détente des rendements sur le marché secondaire des bons du Trésor.

Cette évolution s'est accompagnée d'un mouvement d'aplatissement de la courbe des taux, en liaison avec une tendance au rallongement des « durations ».

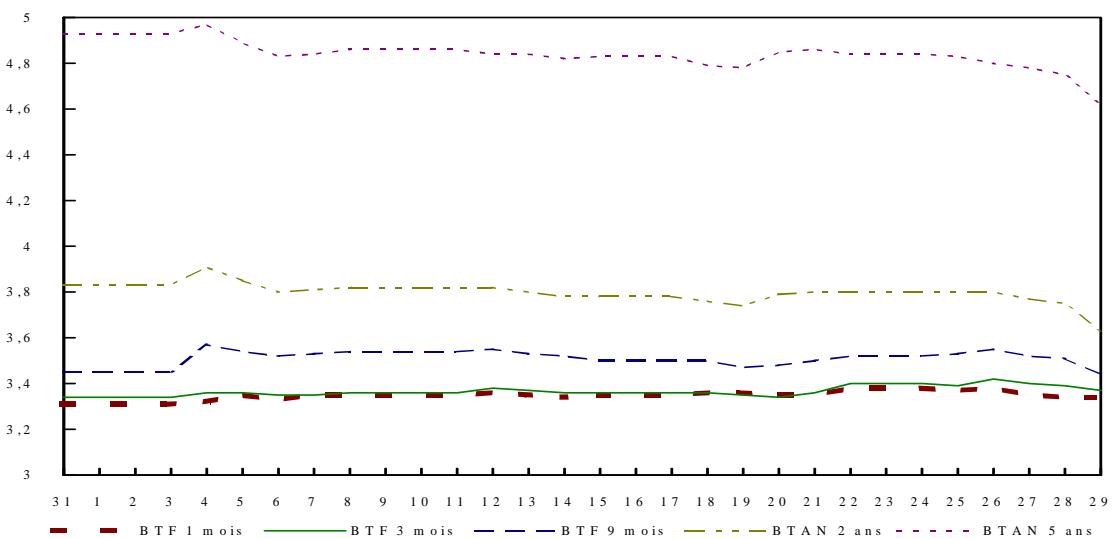
BONS DU TRÉSOR
TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE
au 30 novembre 1996



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

Mise à jour le 3 décembre 1996

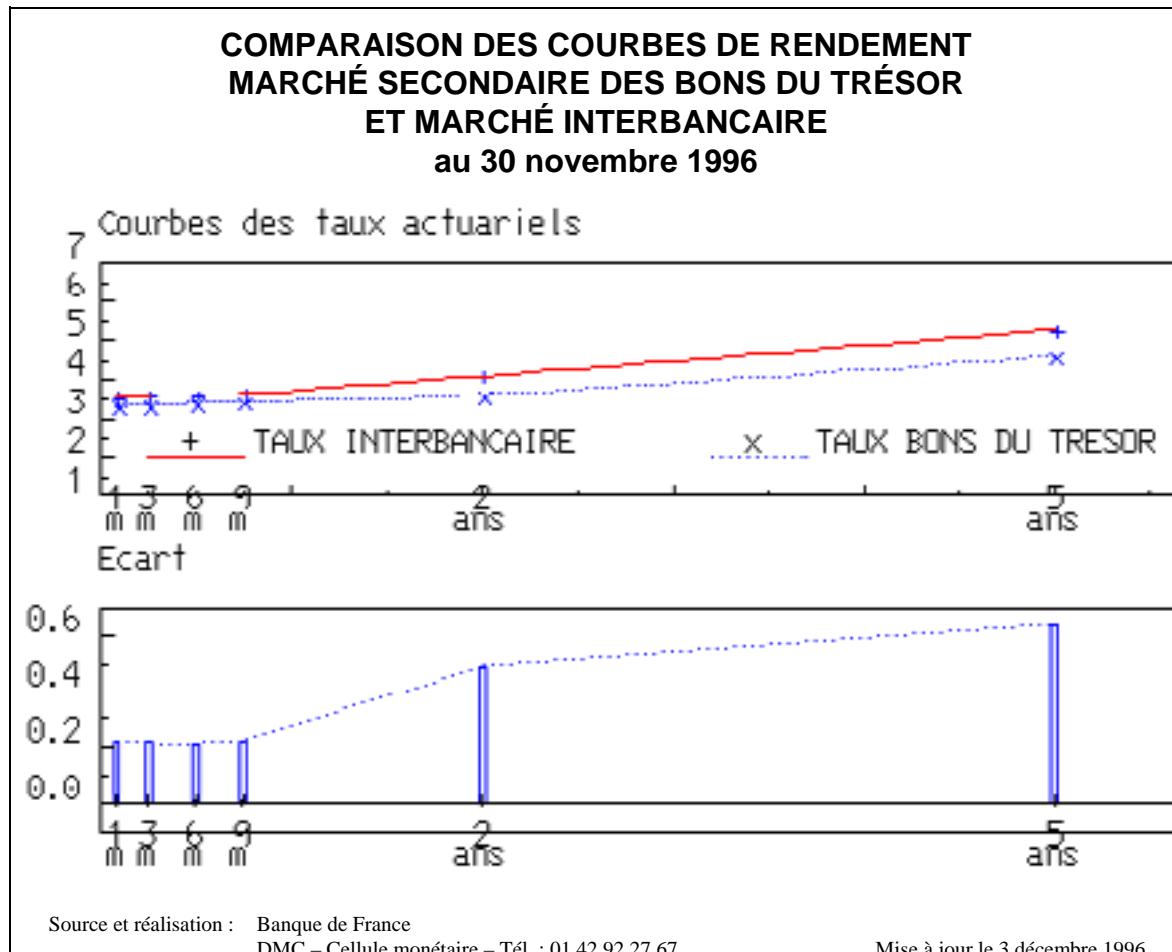
TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
du 31 octobre 1996 au 30 novembre 1996



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

Mise à jour le 3 décembre 1996

Quasi stables jusqu'à l'échéance 6 mois, les taux de rendement des BTF plus longs cèdent 5 points de base à 10 points de base. Sur le compartiment des BTAN, ce sont les échéances 2 ans et 5 ans qui bénéficient le plus du repli (- 25 points de base et - 30 points de base), grâce, pour la première, aux attentes de baisse des taux courts et, pour la seconde, à la bonne tenue du compartiment long terme.



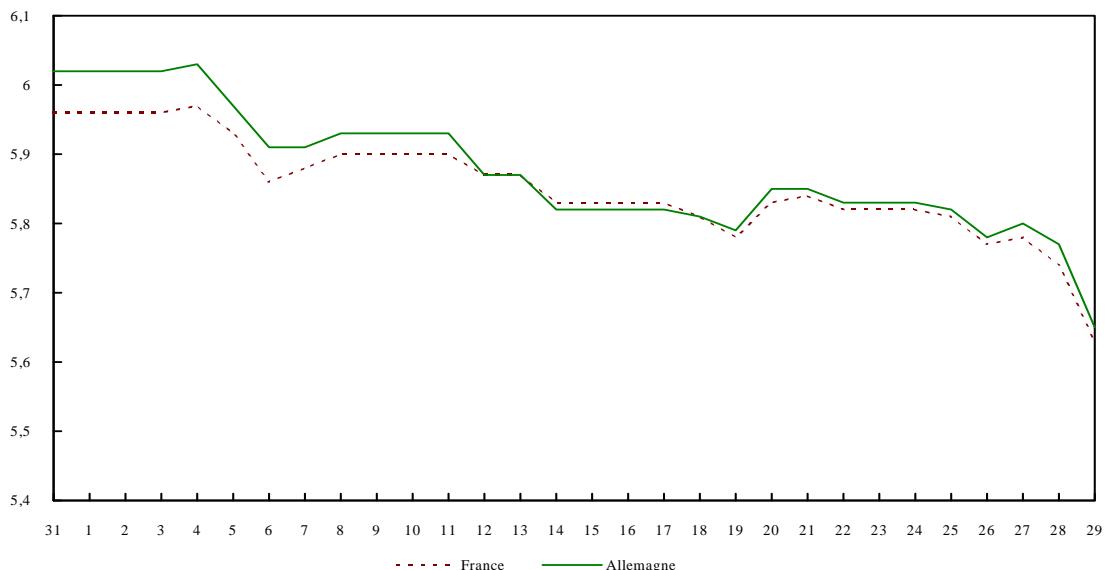
Les écarts de rendement entre le marché des bons du Trésor et le marché interbancaire n'ont pas connu de variation sensible.

5.1.4 Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché obligataire s'est nettement apprécié au cours du mois de novembre, le notionnel terminant le mois sur un plus haut niveau de l'année.

Ce mouvement a été alimenté par la bonne tenue du marché américain, qui, dans un contexte marqué par la publication d'indicateurs confirmant une inflexion à la baisse du rythme de croissance de l'activité et la modération de l'évolution des indicateurs de prix, a réagi favorablement aux résultats des élections générales et au maintien du dispositif de politique monétaire à l'issue de la réunion du Comité de la politique d'*open market* du 13 novembre.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 octobre 1996 au 30 novembre 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 3 décembre 1996

Les flux d'achats des investisseurs institutionnels ont soutenu la bonne orientation du marché obligataire français, tout au long de la période sous revue. En fin de mois, la relance d'anticipations de détente concertée de la politique monétaire, en France et en Allemagne, a accéléré la baisse des rendements.

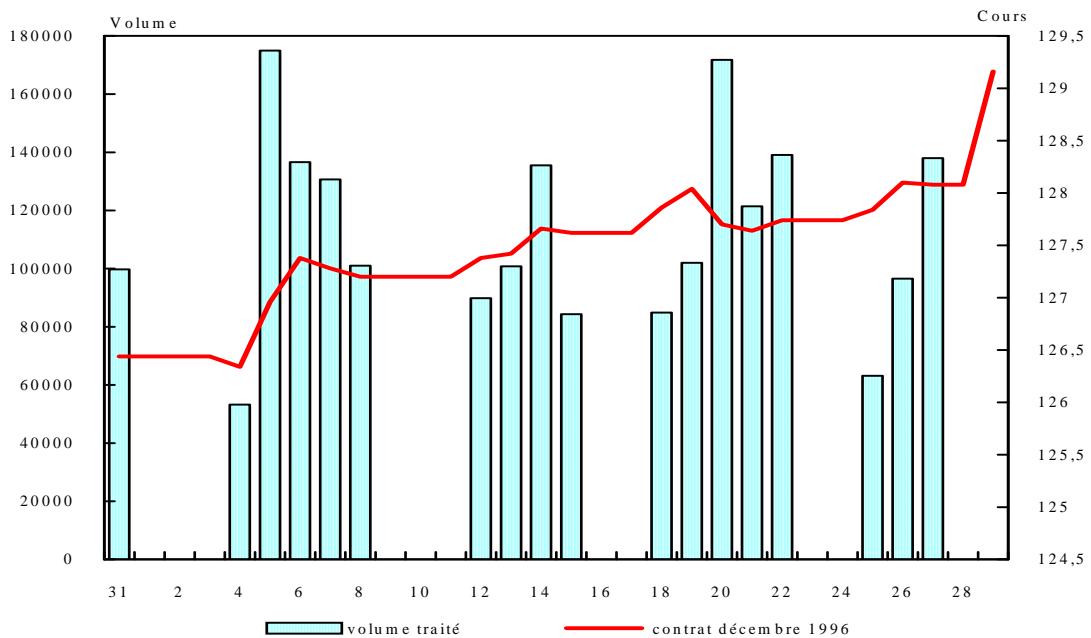
Au total, le notionnel a gagné 272 points de base et le taux de rendement de l'emprunt phare à 10 ans s'est détendu de 36 points de base, pour s'établir en fin de mois à 5,60 %.

La pente de la courbe des rendements s'est aplatie : la baisse de taux sur l'échéance 2 ans atteint 25 points de base sur le mois, contre plus de 35 points de base sur les maturités à 5 ans et 10 ans.

Avec un rendement à 5,60 %, l'emprunt de référence français à 10 ans revient à des plus bas niveaux atteints en janvier 1994.

L'écart avec l'emprunt allemand s'est légèrement réduit, à 3 points de base en faveur du marché français, contre 6 points de base fin octobre.

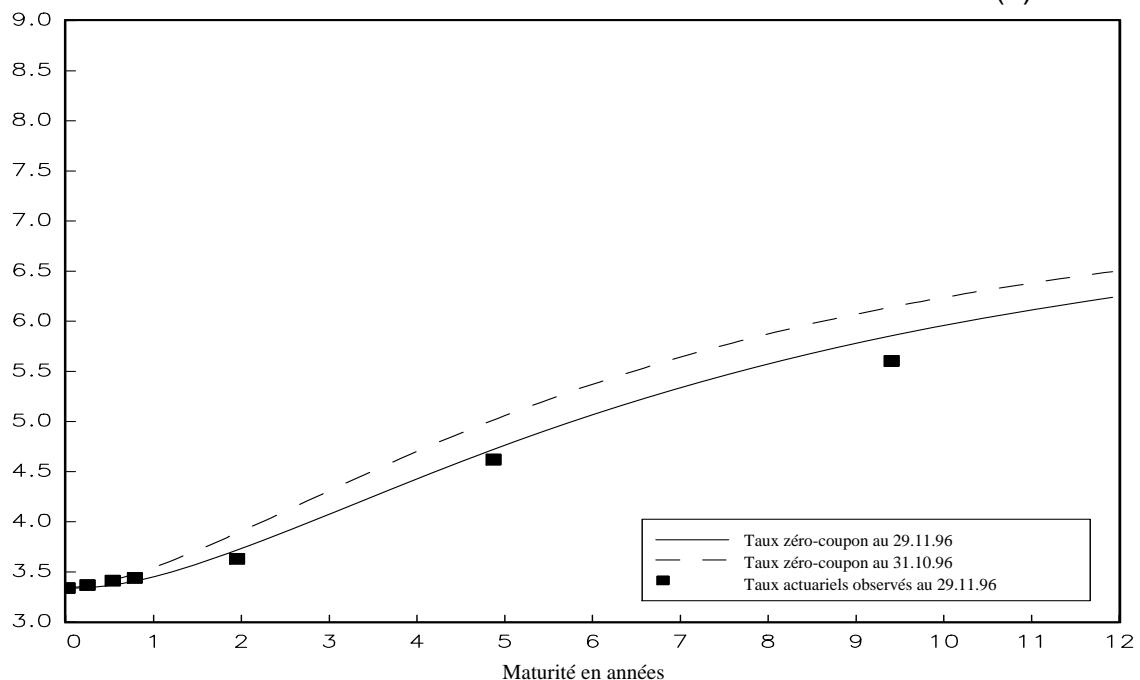
**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 31 octobre 1996 au 30 novembre 1996**



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

Mise à jour le 3 décembre 1996

TAUX D'INTÉRÊT ZÉRO-COUPON ET TAUX ACTUARIELS (a)



(a) Sur la méthodologie d'établissement de cette courbe, cf. l'article « Estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt sur données françaises » publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 22 (octobre 1995)

Source et réalisation : Banque de France
DEER – Tél. : 01 42 92 49 78

Mise à jour le 5 décembre 1996

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

(arrêtée au 12 décembre)

Depuis le 29 novembre, la tendance d'ensemble suivie par les taux courts a été globalement baissière dans un contexte de raffermissement du franc. Cette évolution s'est opérée en dépit d'une phase de tension momentanée et d'amplitude limitée.

Après avoir poursuivi leur mouvement de détente durant les premiers jours du mois, les taux obligataires se sont tendus en France, comme sur les autres grands marchés mondiaux. Cette évolution est à relier avec l'apparition de craintes d'un retournement de tendance sur les marchés d'actifs. Toutefois, les rendements longs ont fait montre d'une meilleure résistance en France qu'en Allemagne, de sorte que l'écart OAT-Bund est passé de - 2 points de base le 29 novembre à - 8 points de base le 12 décembre.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 419,1 milliards de francs à la fin du mois de novembre, contre 1 405,3 milliards au mois d'octobre. L'encours des billets de trésorerie est celui dont la variation a été la plus forte, avec une progression de 6,7 milliards de francs, suivi par les certificats de dépôt, dont l'augmentation s'élève à 5,3 milliards et enfin les bons à moyen terme négociables, qui marquent une hausse de 2,6 milliards. L'encours des bons des institutions et des sociétés financières a reculé de 0,8 milliard de francs.

Les taux de rendement à l'émission se sont détendus ; ce mouvement a concerné toutes les catégories de titres et toutes les échéances. Les durées, quant à elles, ont été marquées par une légère diminution des maturités.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une diminution des taux à long terme, qui a de nouveau permis au contrat notionnel du Matif de dépasser son plus haut niveau de l'année, les émissions obligataires du mois de novembre restent stables par rapport au mois précédent. Cette stabilité recouvre d'une part une légère diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur et d'autre part l'accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents et une nouvelle émission du Royaume d'Espagne (3 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 694,9 milliards de francs le 29 novembre, contre 689,6 milliards le 25 octobre et 680,9 milliards le 27 septembre.

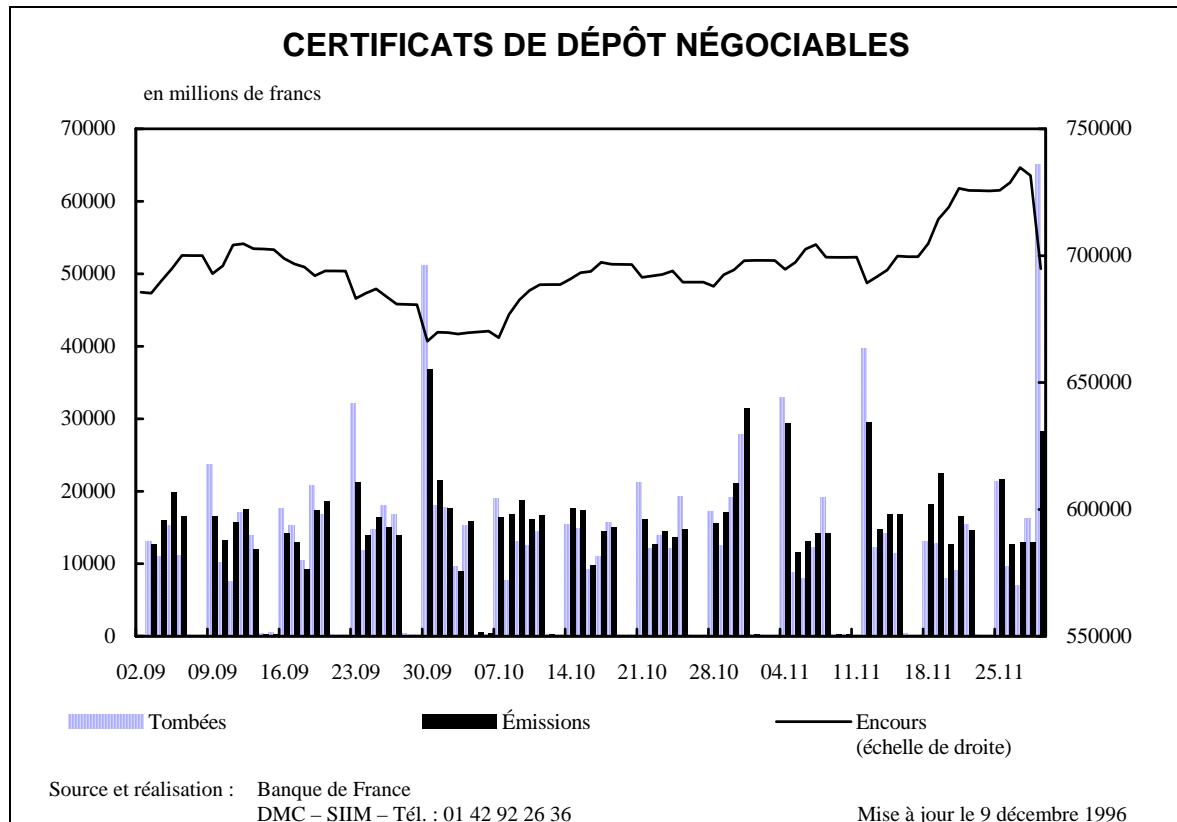
Les émissions réalisées au cours du mois de novembre ont atteint 420,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 334,1 milliards en octobre et 318,1 milliards en septembre (415,3 milliards, contre 325,4 milliards et 316,2 milliards pour les tombées).

Dix-sept émetteurs ont augmenté leur encours au-delà de 1 milliard de francs au cours du mois de novembre. Les hausses les plus sensibles se rapportent aux établissements suivants : la Société générale (12,8 milliards de francs), la Caisse des dépôts et consignations (5,7 milliards), Abbey National Treasury Services (3,6 milliards), la Caisse nationale de crédit agricole (3 milliards), la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (2,9 milliards), la Bred-Banque populaire ainsi que la Deutsche Bank (2,6 milliards chacune), la Sanwa Bank Ltd (2,5 milliards), la Banque française du commerce extérieur (2,2 milliards) et enfin la Sumitomo Bank Ltd (2,1 milliards). À l'opposé, treize émetteurs ont enregistré une décrue supérieure à 1 milliard de francs pendant la même période ; les baisses les plus conséquentes concernent la Banque Indosuez (-5,7 milliards de francs), la Banque nationale de Paris (-5,5 milliards), l'Union de banque suisse (-5,1 milliards), la Banque Paribas (-2,3 milliards) et la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (-2 milliards). Par ailleurs, il convient de noter que Sofaxbanque (groupe Elf Aquitaine) ne dispose plus d'encours sur le marché à l'heure actuelle, alors que ce dernier s'élevait à 2,9 milliards de francs à fin novembre.

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* est restée assez proche de celle du mois précédent. Les établissements de crédit ont continué de représenter la part la plus forte du total des émissions (34,3 %), devant les OPCVM (24,7 %), les sociétés et entreprises individuelles (20,7 %), les assurances, caisses de retraite et mutuelle (14,1 %).

Les *durées à l'émission* ont été caractérisées par une légère diminution des maturités. La part des émissions effectuées entre un mois et trois mois est passée à 44,9 % de la production, contre 47,1 % le mois précédent, alors que la plage comprise entre dix jours et moins d'un mois a été plus sollicitée, le montant correspondant atteignant 21,4 %, contre 17,9 %. La durée comprise entre trois mois et six mois est restée stable, à 32,0 %, contre 32,3 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	89,8	21,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	189,1	44,9
De 3 mois à moins de 6 mois.....	134,5	32,0
De 6 mois à 1 an.....	7,2	1,7
Total.....	420,6	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 343 le 29 novembre, contre 348 au 25 octobre et 352 au 27 septembre.

Au cours du mois de novembre, les *taux à l'émission* calculés en moyenne mensuelle pondérée se sont détendus sur toutes les maturités, mais dans des proportions assez faibles puisque comprises entre 9 points de base pour l'échéance de six mois et 4 points de base pour le un an. Sur les autres durées, la diminution se situe à 8 points de base.

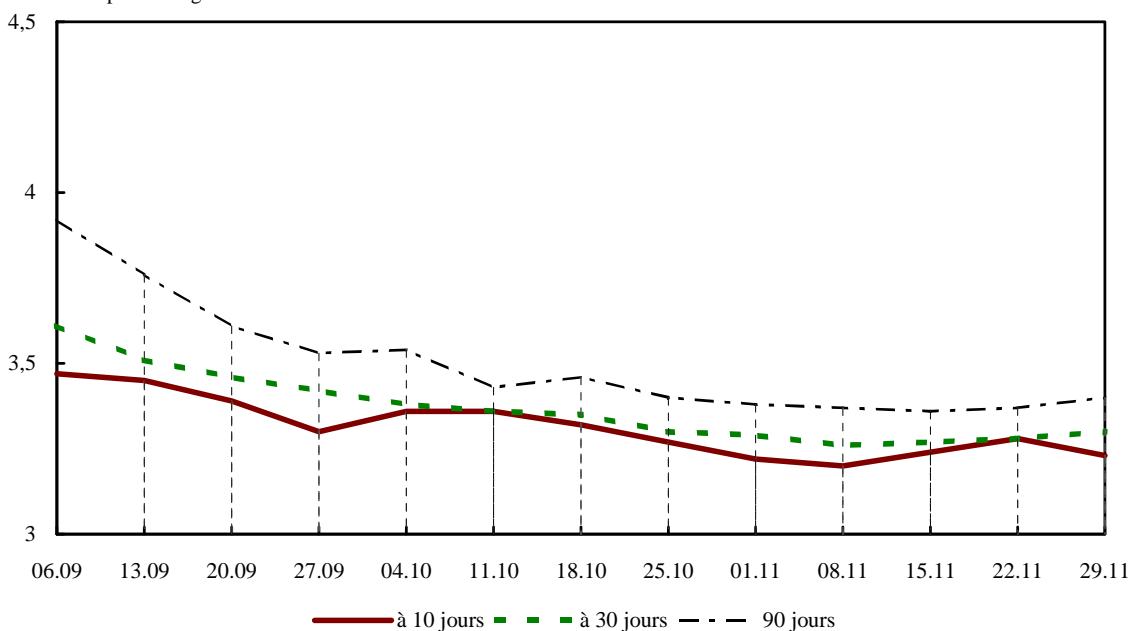
TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	28 au 31 octobre	4 au 8 novembre	11 au 15 novembre	18 au 22 novembre	25 au 29 novembre
Certificats à 10 jours (moyenne)	3,22	3,20	3,24	3,32	3,23
Certificats à 30 jours (moyenne)	3,29	3,26	3,27	3,31	3,30
Certificats à 90 jours (moyenne)	3,38	3,36	3,36	3,38	3,40
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	2,85	2,75	2,50	3,25	3,28
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,36	3,40	3,31	3,46	3,51
TIOP à un mois (plus bas)	3,42	3,41	3,41	3,41	3,44
TIOP à un mois (plus haut).....	3,44	3,42	3,42	3,43	3,45

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

en pourcentage



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

Mise à jour le 10 décembre 1996

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 454,1 milliards de francs le 29 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 451,5 milliards au 25 octobre et 452,9 milliards au 27 septembre.

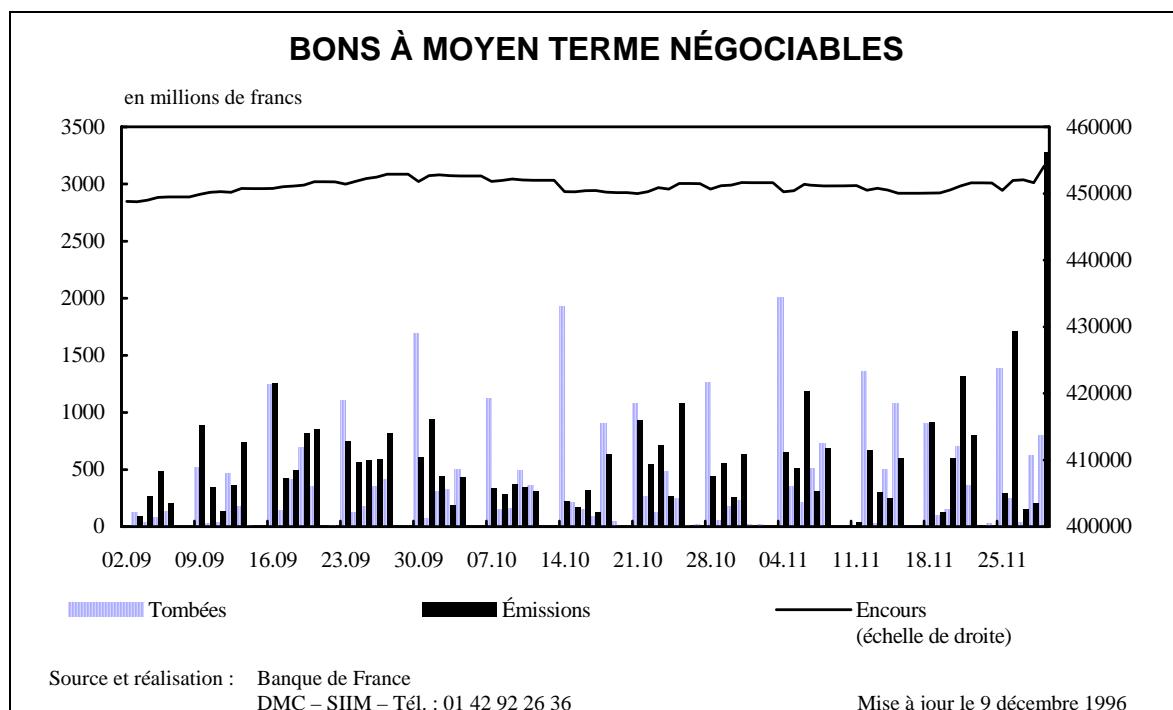
Les émissions réalisées au cours du mois de novembre se sont élevées à 16,5 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 9,3 milliards en octobre et 12 milliards en septembre (13,9 milliards, contre 10,7 milliards et 8,3 milliards pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 236 au 29 novembre, chiffre identique à celui des deux mois précédents. Les progressions d'encours les plus significatives pendant la période sous-revue concernent le Crédit local de France (1,1 milliard de francs), la Banque fédérative du crédit mutuel (0,7 milliard) et Demachy Worms et compagnie (0,7 milliard) ; les baisses les plus remarquables ont concerné la Banque Worms (- 0,8 milliard) et la Compagnie bancaire (- 0,7 milliard).

La part des deux principales catégories de *souscripteurs* sur le marché (établissements de crédit et OPCVM) a légèrement progressé par rapport au mois précédent pour atteindre 88,7 %, contre 84,3 %. Les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont vu leur niveau de participation diminuer jusqu'à 4,8 %, contre 6,7 % au mois d'octobre. La part des sociétés et entreprises individuelles a continué de reculer, pour passer de 7,4 % en octobre à 4,6 % en novembre.

Les émissions au cours du mois sous revue ont progressé de 8,6 milliards de francs. La tranche d'émission comprise entre un an un jour à deux ans a été la plus sollicitée, représentant 39,6 % de la production, devant les émissions de deux ans à trois ans (21,5 % du total). Le montant des émissions à sept ans et plus a fortement progressé par rapport au mois d'octobre (19,2 %, contre 9,4 %) ; ceci est principalement dû à deux émissions de 400 millions de francs à 10 ans provenant de la Caisse autonome de refinancement (CAR) et de la Caisse des dépôts et consignations (CDC).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans.....	6,5	39,6
De 2 ans à moins de 3 ans.....	3,5	21,5
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,7	10,3
De 5 ans à moins de 7 ans.....	1,6	9,4
De 7 ans et plus.....	3,2	19,2
Total.....	16,5	100,0



Les *taux à l'émission* ont continué leur décrue, mais à un rythme moins soutenu que le mois précédent : 19 points sur le deux ans, 15 points pour les bons à un an un jour, et 9 points pour les titres d'une durée de trois ans.

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

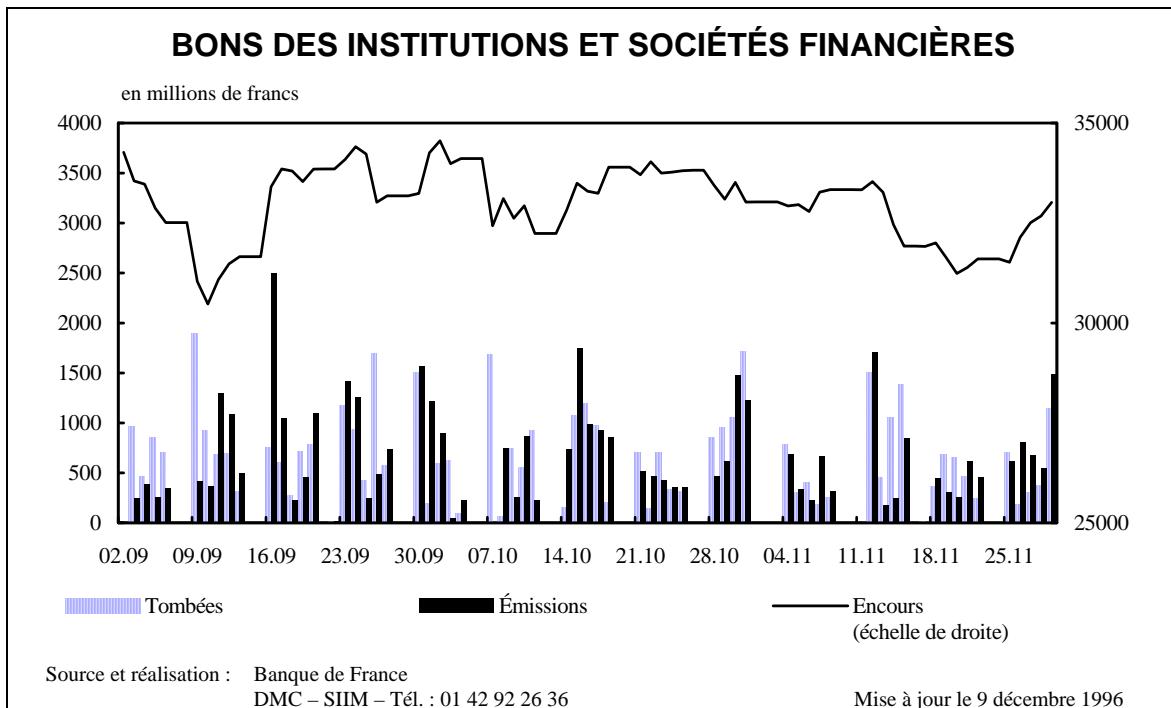
L'encours de ces bons se montait à 33 milliards de francs le 29 novembre, contre 33,8 milliards le 25 octobre et 33,2 milliards le 27 septembre. À fin novembre, 52,5 % de l'encours global correspondaient aux opérations de deux émetteurs disposant d'un encours supérieur à 5 milliards de francs : le Crédit local de France (10,9 milliards) et le Crédit national (6,4 milliards).

Les émissions réalisées au cours du mois de novembre ont atteint 15,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 13,4 milliards en octobre et 14,5 milliards en septembre (16 milliards, contre 12,8 milliards et 16,3 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de ce papier a légèrement reculé par rapport au mois précédent (57,7 %, contre 65,5 %). Celle des administrations publiques et privées s'élève à 20,5 %. Les OPCVM régressent de treize points par rapport au mois d'octobre (18,8 %, contre 31,8 %).

Les durées à l'émission ont été marquées par une augmentation des souscriptions sur la tranche de un mois à trois mois (44,1 %, contre 35,4 %) et un recul de la même amplitude sur le trois mois à six mois (45,4 %, contre 53,2 %). La part des émissions effectuées sur les autres maturités est restée stable ; elle constitue 10,5 % du total, à l'identique du mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	1,0	6,3
De 1 mois à moins de 3 mois.....	6,7	44,1
De 3 mois à moins de 6 mois.....	6,9	45,4
De 6 mois à 1 an	0,6	4,2
Total.....	15,2	100,0



Les taux de rendement à l'émission se sont détendus sur la plupart des échéances, dans une fourchette comprise entre sept points de base et douze points de base.

Billets de trésorerie (BT)

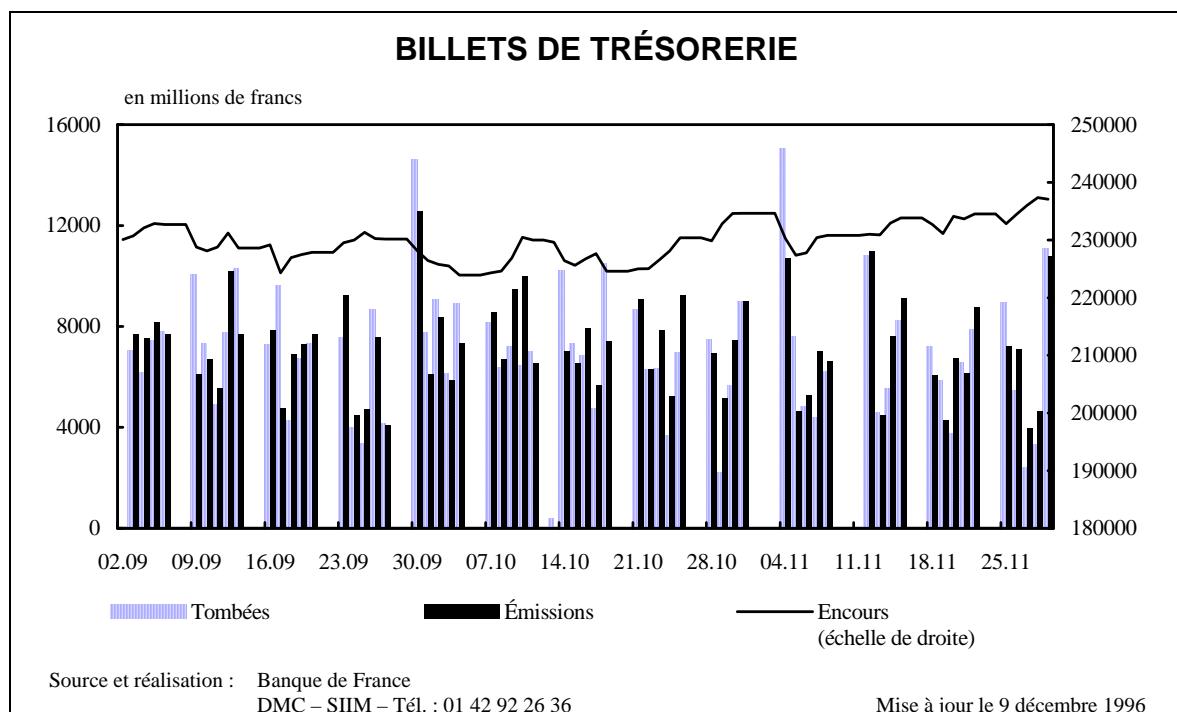
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 237,1 milliards de francs le 29 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 230,4 milliards le 25 octobre et 230,2 milliards le 27 septembre. Le 29 novembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 97, contre 98 les deux mois précédents. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 160,9 milliards de francs, contre 153,9 milliards en octobre et 140,4 milliards en septembre (respectivement 154,2 milliards de francs, contre 153,7 milliards et 144,7 milliards, pour les tombées).

Quatre émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois ; il s'agit de LVMH (4,4 milliards de francs), Électricité de France (3,7 milliards), Rhône Poulenc SA (1,4 milliard) et Danone finance (1,1 milliard). Dans le même temps, les émetteurs suivants ont réduit leur encours de plus de 1 milliard de francs : Thomson SA (-1,9 milliard), Total CFP (-1,5 milliard), La Poste (-1,4 milliard). Un nouvel émetteur non résident, EPW finance, dont le rôle est de refinancer une « titrisation » de créances commerciales, est arrivé sur le marché, alors qu'un autre, Poliet Finance, a décidé de s'en retirer.

Les établissements de crédit ont souscrit 72,9 % des titres émis, comme le mois précédent. La part des OPCVM est restée relativement stable (16,2 % au cours de la période précédente, contre 17,5 % pour le mois sous revue).

La répartition mensuelle des émissions par durée a été caractérisée par une diminution des maturités. La proportion des titres émis sur les durées comprises entre dix jours et trois mois s'élève à 83,0 % du total, contre 75,2 % pour le mois d'octobre, alors que les billets d'une durée comprise entre six mois et un an ne représentent plus que 4,0 % du montant des émissions, contre 6,2 % le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	23,2	14,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	110,3	68,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	24,9	15,5
De 6 mois à 1 an.....	2,5	1,5
Total.....	160,9	100,0



Les taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie, calculés en moyenne mensuelle, ont été marqués par une légère détente sur toutes les échéances, comprise entre 3 points de base pour les émissions à dix jours et 7 points de base pour les taux à un mois, trois mois et un an.

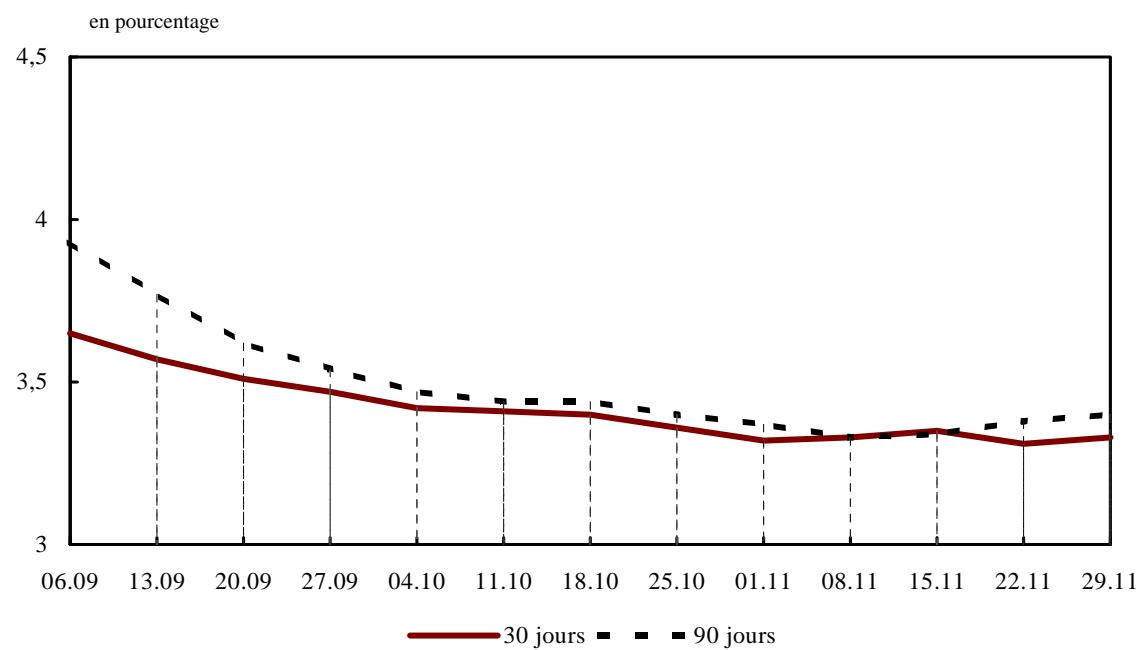
TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

	28 au 31 octobre	4 au 8 novembre	11 au 15 novembre	18 au 22 novembre	25 au 29 novembre
Billets à 10 jours (moyenne).....	ns	3,33	ns	3,32	33,3
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,32	3,33	3,35	3,31	3,33
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,37	3,33	3,34	3,38	3,40
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,28	3,27	3,27	3,25	2,90
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,36	3,40	3,46	3,46	3,40
TIOP à un mois (plus bas)	3,42	3,41	3,41	3,41	3,44
TIOP à un mois (plus haut).....	3,44	3,42	3,42	3,43	3,45

ns : non significatif

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 10 décembre 1996

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

L'encours global des titres de créances négociables émis sur le marché intérieur s'est réduit de 27,5 milliards de francs, pour s'établir à 2 624,6 milliards en octobre, revenant ainsi à un niveau proche de celui de juillet. Sur un an, il s'est réduit de 61,3 milliards de francs.

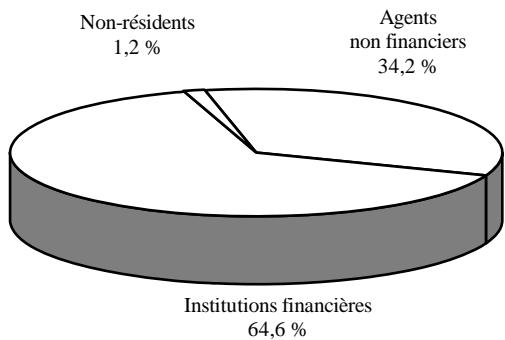
La part des certificats de dépôt détenue par les agents non financiers s'est légèrement renforcée sur le mois (+ 0,3 point), mais s'est nettement réduite sur un an (- 10,2 points).

La part des non-résidents en bons du Trésor s'est accrue de 0,9 point sur le mois, mais s'est contractée de 2,1 points sur l'année.

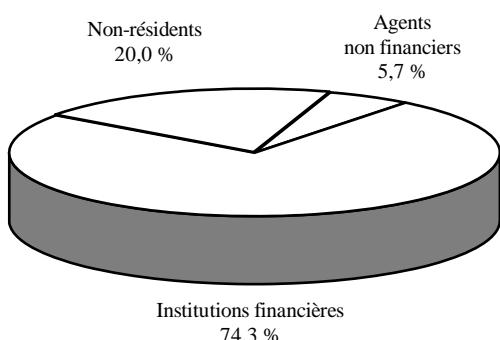
La part des institutions financières en billets de trésorerie a progressé tant sur le mois (+ 0,7 point) que sur l'année (+ 1,1 point).

LES DÉTENTEURS DE TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES EN OCTOBRE 1996

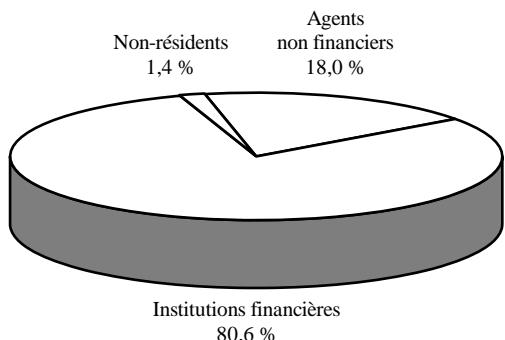
Certificats de dépôt en francs



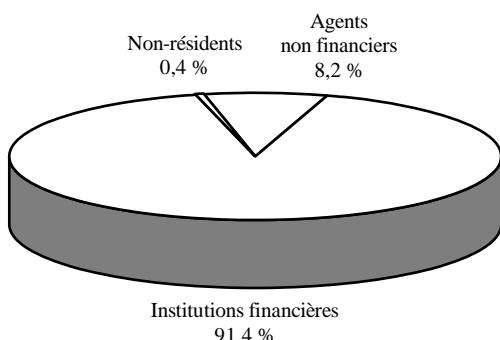
Bons du Trésor en francs et écus



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 4 décembre 1996

5.2.2. Les OPCVM

L'actif net de l'ensemble des Sicav s'est réduit en octobre de 8,8 milliards de francs, pour s'établir à 1 708,7 milliards. La décollecte observée en septembre (- 13,6 milliards de francs) s'est renforcée en octobre (- 23,1 milliards). Elle a continué d'affecter principalement les Sicav monétaires. À l'inverse, l'encours des FCP a progressé de manière ininterrompue depuis le début de l'année. Il a atteint 1 125,2 milliards de francs (+ 14,6 milliards par rapport au mois précédent).

L'actif net des Sicav monétaires s'est réduit de 17,1 milliards de francs, pour s'établir à 923,3 milliards, soit le niveau le plus bas de l'année. Les rachats nets ont atteint 20,9 milliards de francs, annulant le solde des souscriptions nettes depuis le début de l'année. Cette catégorie de Sicav souffre de la baisse régulière de sa rentabilité. L'encours des FCP monétaires s'est replié de 6,5 milliards de francs et s'est établi à 315,1 milliards.

L'encours des Sicav « obligations » a progressé de 5,4 milliards de francs et a atteint 471,8 milliards. Seulement interrompu lors des deux derniers mois, le mouvement de décollecte observé depuis le début de l'année a repris (- 1,2 milliard de francs) ; toutefois, il a été plus que compensé par un effet performance soutenu (+ 4,7 milliards). L'actif net des FCP obligataires a progressé, atteignant 340,4 milliards de francs.

Les encours des Sicav « actions » et des Sicav « diversifiées » ont atteint, respectivement, 191,5 milliards de francs et 119,7 milliards. Ces deux catégories de Sicav ont enregistré des mouvements de rachats nets (-0,9 milliard de francs et -0,1 milliard), malgré un rendement annuel très élevé.

ACTIF NET DES SICAV ET FCP – SOUSCRIPTIONS DE SICAV (a)						
		1995		1996		
		Octobre	Décembre	Août	Septembre	Octobre
Sicav monétaires	Actif net	883,0	876,5	947,0	940,4	923,3
	Souscriptions mensuelles nettes	-71,5	-53,8	7,4	-14,6	-20,9
FCP monétaires	Actif net	301,0	299,2	323,1	321,6	315,1
Sicav obligations	Actif net	461,5	446,7	456,8	466,4	471,8
	Souscriptions mensuelles nettes	-9,2	-20,1	0,3	2,2	-1,2
FCP obligations	Actif net	278,3	281,8	328,9	333,2	340,4
Sicav actions	Actif net	166,2	168,3	184,6	190,0	191,5
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,7	-2,2	0,0	-0,9	-0,9
FCP actions	Actif net	71,6	73,6	88,7	91,2	93,6
Sicav diversifiées	Actif net	110,2	109,5	116,2	118,4	119,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,1	-2,3	-0,1	-0,3	-0,1
FCP diversifiés	Actif net	198,5	210,1	246,9	252,3	261,3
Sicav garanties	Actif net	1,5	1,9	2,2	2,3	2,4
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCP garantis	Actif net	84,7	86,6	110,1	112,3	114,8
Total Sicav	Actif net	1 622,4	1 602,9	1 706,8	1 717,5	1 708,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-83,4	-78,4	7,6	-13,6	-23,1
Total FCP	Actif net	934,1	951,3	1 097,7	1 110,6	1 125,2
(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 14 novembre 1996						

5.2.3. Le marché primaire obligataire en novembre

Les flux d'émissions en francs et en écus (cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une diminution des taux à long terme, qui a de nouveau permis au contrat notionnel du Matif de dépasser son plus haut niveau de l'année, les émissions obligataires du mois de novembre restent stables par rapport au mois précédent. Cette évolution reflète d'une part une légère diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur et d'autre part l'accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents et une nouvelle émission du Royaume d'Espagne (3 milliards de francs).

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont ainsi atteint 67 milliards de francs, après 66 milliards en octobre et 51 milliards en septembre. Près de 60 % des titres réglés en novembre ont été émis en francs sur le marché intérieur et 5 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1996	11 mois 1996	11 mois 1995	Année 1995		Novembre 1996	11 mois 1996	11 mois 1995	Année 1995
				MARCHÉ INTÉRIEUR				
25,1	280,2	247,5	263,9	État	25,1	243,5	198,8	212,8
2,4	61,0	63,3	68,2	Établissements de crédit et assimilés	- 10,4	- 36,3	- 6,0	- 10,2
3,8	50,7	30,5	32,1	Sociétés non financières	1,9	27,8	2,4	1,1
11,5	49,4	0,7	1,0	Autres émetteurs résidents	11,5	46,5	- 4,1	- 4,6
42,8	441,3	341,9	365,2	Ensemble des résidents	28,0	281,5	191,1	199,1
-	-	6,0	6,0	Non-résidents	-	- 1,8	3,3	3,2
42,8	441,3	348,0	371,3	TOTAL	28,0	279,7	194,3	202,3
3,5	23,1	13,7	13,7	dont émissions en écus (b)	3,5	23,1	13,7	13,7
				MARCHÉ INTERNATIONAL				
-	-	-	-	État	-	-	-	-
-	24,4	4,4	6,9	Établissements de crédit et assimilés	-	- 1,2	- 16,4	- 19,3
1,5	6,2	4,3	4,3	Sociétés non financières	- 0,6	2,9	3,1	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
1,5	30,6	8,7	11,2	Ensemble des résidents	- 0,6	1,7	- 13,4	- 16,8
22,2	137,2	35,1	37,4	Non-résidents	18,2	120,6	17,0	17,8
23,7	167,8	43,8	48,7	TOTAL	17,6	122,3	3,6	1,1
-	2,6	-	-	dont émissions en écus	-	0,5	- 9,3	- 9,3
-	2,6	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	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 6 décembre 1996

La **collecte des résidents** est ressortie à 44 milliards de francs (52 milliards en octobre), soit près de 67 % des émissions réglées en novembre.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1996	11 mois 1996	11 mois 1995	Année 1995		Novembre 1996	11 mois 1996	11 mois 1995	Année 1995
ÉMISSIONS en FRANCS								
21,6	257,1	233,8	250,2	État	21,6	220,4	185,1	199,1
2,4	82,8	67,7	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 10,4	- 38,0	- 17,3	- 24,4
5,3	56,8	34,8	36,5	Sociétés non financières	1,3	30,7	5,4	3,6
11,5	49,4	0,7	1,0	Autres émetteurs résidents	11,5	46,5	- 4,1	- 4,6
40,8	446,2	336,9	362,8	Ensemble des résidents	23,9	259,7	169,	173,7
22,2	137,2	41,1	43,5	Non-résidents	18,2	118,9	24,4	25,2
63,0	583,4	378,0	406,3	TOTAL	42,1	378,5	193,5	198,9
39,3	418,2	334,3	357,6	dont émissions intérieures	24,5	256,6	180,6	188,6
39,3	418,2	328,2	351,5	dont émissions intérieures des résidents	24,5	258,4	177,4	185,4
ÉMISSIONS en ÉCUS								
3,5	23,1	13,7	13,7	État	3,5	23,1	13,7	13,7
-	2,6	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	0,5	- 5,2	- 5,2
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
3,5	25,7	13,7	13,7	Ensemble des résidents	3,5	23,6	8,6	8,6
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	- 4,2	- 4,2
3,5	25,7	13,7	13,7	TOTAL	3,5	23,6	4,4	4,4
3,5	23,1	13,7	13,7	dont émissions intérieures	3,5	23,1	13,7	13,7
3,5	23,1	13,7	13,7	dont émissions intérieures des résidents	3,5	23,1	13,7	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 6 décembre 1996

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 25,1 milliards de francs (24,4 milliards en octobre). Les fonds ont été levés principalement en francs sur trois lignes, l'OAT 8,25 % février 2004, l'OAT 6,50 % octobre 2006 ¹ 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 7 novembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 17 milliards de francs, auquel il faut ajouter 2,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,88 %, en baisse de 15 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

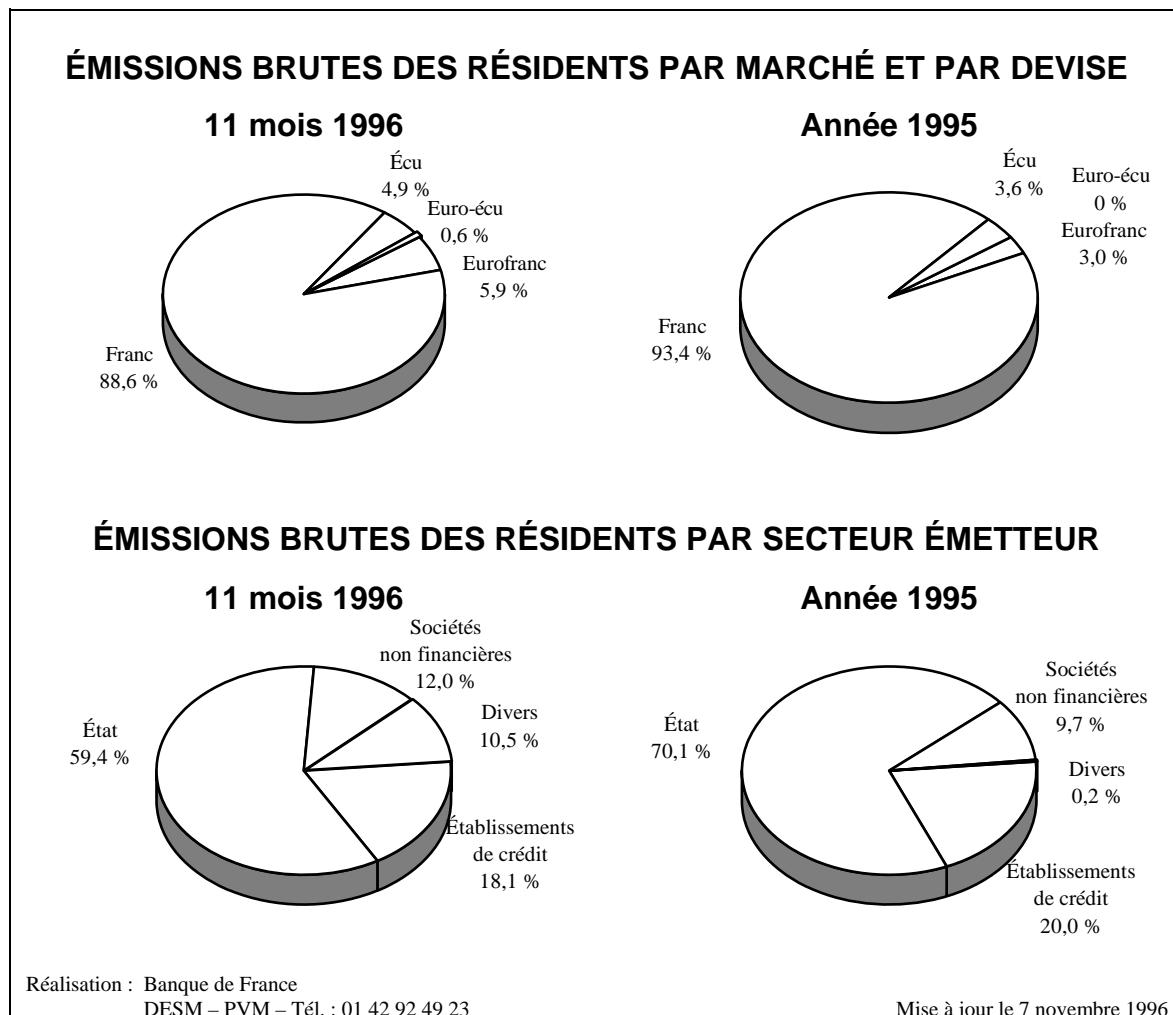
Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus ², réalisée le 14 novembre et qui portait sur deux lignes, l'OAT 6 % avril 2004 et l'OAT 7 % avril 2006 créée en mai dernier. Le montant nominal émis s'est élevé à 517 millions d'écus, soit environ 3,4 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 6,26 %, en baisse de 1 point de base par rapport à l'adjudication du 10 octobre.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 7 au 20 novembre) ont atteint 950 millions de francs. Son taux de rendement actuel a été fixé à 5,62 %.

² En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1996, le Trésor a renforcé son objectif de régularité en procédant 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 revenue de 28 milliards de francs à 19 milliards d'un mois à l'autre. Les **établissements de crédit** et les **sociétés non financières** ont respectivement levé 2,4 milliards de francs et 5,3 milliards.

La collecte des **émetteurs non résidents**, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint plus de 22 milliards de francs en novembre, après 14 milliards en octobre.



Au terme des onze premiers mois, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 472 milliards de francs en 1996, en hausse de 35 % par rapport à celle 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 60 % 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 novembre, l'État avait dépassé son programme indicatif d'émissions d'OAT de 10 milliards de francs.

5.2.4. Le marché primaire des actions en octobre ¹

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	(en milliards de francs)				
	Septembre 1996	Octobre 1996	10 mois 1996	10 mois 1995	Année 1995
TOTAL ÉMIS (a).....	20,7	43,5	232,8	212,4	260,5
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	20,6	42,0	215,2	190,2	235,0
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	0,1	1,5	13,2	18,3	19,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	–	–	4,4	3,9	6,3
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,0	1,6	37,0	34,8	35,9
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1,6	1,4	35,5	37,3	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 6 décembre 1996

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 43 milliards de francs en octobre, après 21 milliards en septembre. Au terme des dix premiers mois, leur montant (233 milliards de francs) apparaît en progression d'environ 10 % d'une année à l'autre ².

Les émissions de titres cotés sont revenues de 2 milliards de francs en septembre à 1,6 milliard en octobre. À fin octobre 1996, elles atteignaient 37 milliards de francs, soit 16 % du montant total des émissions d'actions, contre 14 % pour l'ensemble de l'année 1995.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont en léger retrait d'une année à l'autre (35 milliards de francs en 1996, contre 37 milliards en 1995).

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 bien orientée tout au long du mois de novembre, à l'image des marchés de New York et de Francfort, qui ont établi de nouveaux records. Le mois boursier a ainsi terminé sur un gain important (4,8 %) et une liquidation positive, la neuvième depuis le début de l'année, phénomène sans précédent depuis 1988.

5.3.1. L'évolution pendant le mois de novembre

L'indice CAC 40 a fortement progressé dans le sillage de l'indice Dow Jones. En outre, le marché a favorablement réagi à l'adoption de la loi sur les fonds de pensions ainsi qu'à l'annonce de la fusion entre AXA et l'UAP, qui laisse augurer une intensification des restructurations à l'approche de l'Union monétaire.

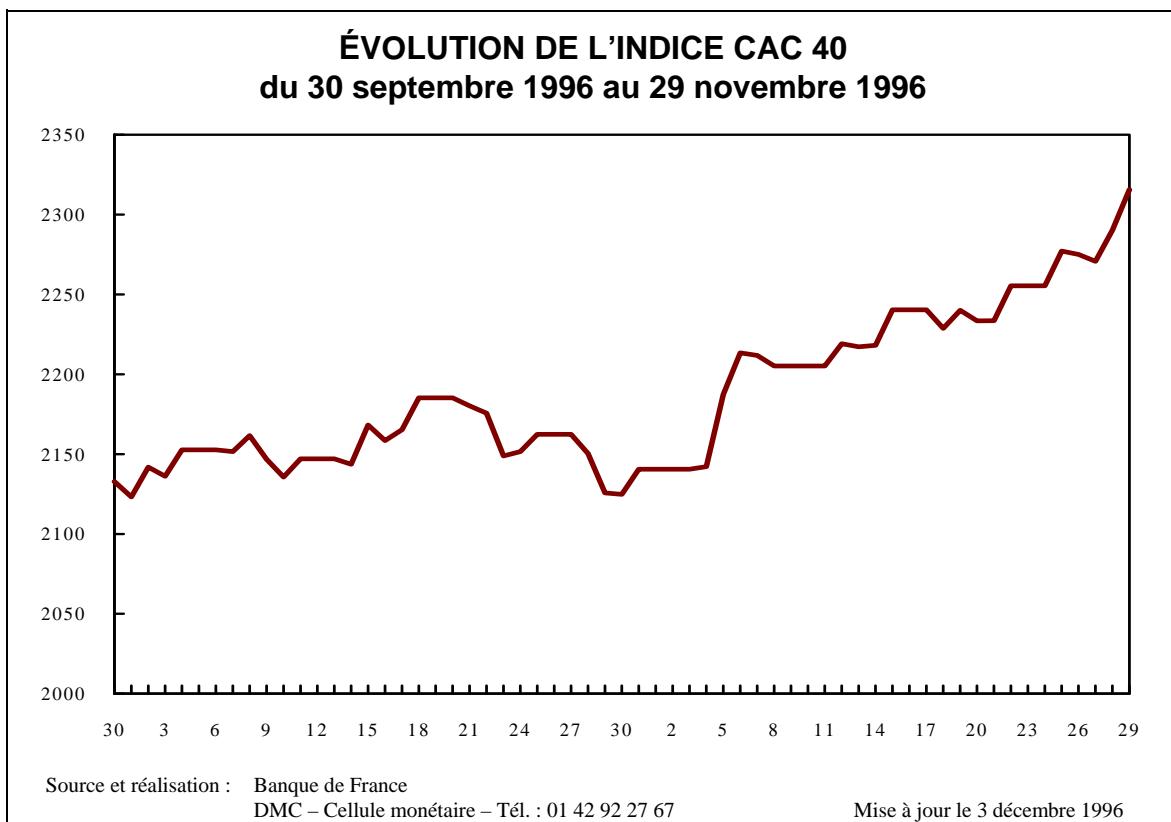
Dans ce contexte favorable, la liquidation mensuelle de novembre s'est soldée par un gain de 4,83 %. Ainsi, depuis le début de l'année, sur onze liquidations mensuelles, neuf sont inscrites en hausse, performance qui n'avait plus été observée depuis décembre 1988.

L'indice CAC 40 est resté toutefois en deçà de son record absolu de février 1994, lorsqu'il avait culminé à 2 361 points.

INDICES BOURSIERS				
	31 octobre 1996	30 novembre 1996	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1996
New York (Dow Jones)	6 029,38	6 521,70	8,17	27,45
Londres (FT 100)	3 979,10	4 058,00	1,98	9,99
Tokyo (Nikkei)	20 466,86	21 020,36	2,70	5,80
Paris (CAC 40).....	2 140,51	2 315,66	8,18	23,70
Francfort (Dax)	2 659,25	2 845,52	7,00	26,25

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

Mise à jour le 3 décembre 1996



5.3.2. La tendance au début du mois de décembre (arrestée au 12)

La Bourse de Paris s'est sensiblement repliée, à l'instar des principaux autres marchés d'actions. Des inquiétudes sont apparues quant à la poursuite du fort mouvement de hausse, à l'œuvre depuis le début de l'année.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

À fin octobre, la progression annuelle des moyens de paiement ($M1$) demeurait soutenue (5,8 %), même si leur encours a diminué de 2,0 % au cours du mois. Les placements à taux réglementé ($M2 - M1$) ont été dynamiques (+ 1,4 % en octobre, après – 0,2 % en septembre et + 9,6 % sur 12 mois). Ainsi, l'agrégat $M2$, bien qu'en légère baisse en octobre (– 0,4 %), a enregistré un rythme de croissance annuel élevé (7,5 %).

L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est contracté (– 1 % en octobre), notamment sous l'effet de rachats nets de titres de Sicav monétaires, qui ont avoisiné, sur le seul mois d'octobre, le total des souscriptions nettes enregistrées depuis janvier (environ 21 milliards de francs). Ce mouvement a fortement contribué à la baisse des placements à taux de marché (– 1,7 % en octobre, après – 1,2 % en septembre et – 10,1 % sur un an à fin octobre) et on constate une évolution similaire de l'agrégat $M3$ (– 1,0 % en octobre et – 0,4 % en rythme annuel à fin octobre).

Dans le contexte actuel de bas taux d'intérêt à court terme, les plans d'épargne-logement demeurent très attractifs et en particulier ceux de durée résiduelle inférieure à un an, qui sont plus rémunérateurs que les placements à taux de marché de durée équivalente. Cette situation favorise une progression continue et forte des placements d'épargne contractuelle ($P1$) tant en rythme mensuel (1,4 % en octobre) qu'en rythme annuel (18,5 % à fin octobre). Le taux de croissance annuel de l'ensemble $M3 + P1$ demeure ainsi proche de 4 % à fin octobre.

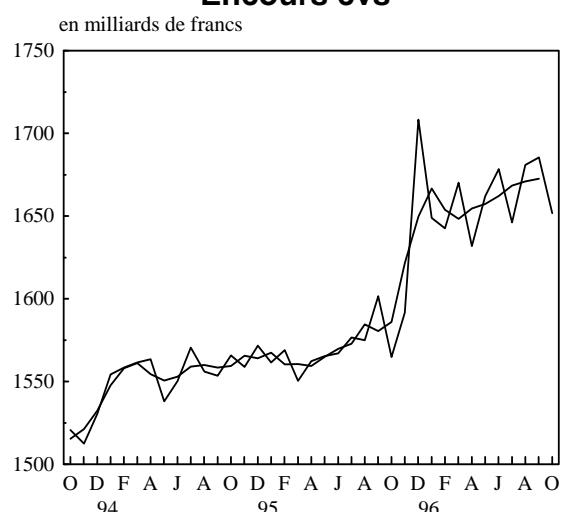
À fin septembre, l'endettement intérieur total (EIT) a marqué un léger fléchissement, s'établissant à 3,3 % en taux annuel (contre 3,9 % à fin août).

Les *crédits à l'économie*, qui représentent 58,0 % de l' EIT , ont diminué (– 0,3 % en septembre et – 0,3 % sur 12 mois). Cette évolution reflète le comportement de demande des agents économiques. Si les crédits accordés aux ménages sont en phase de reprise (+ 0,3 % en septembre et + 1,4 % sur 12 mois), les crédits accordés aux sociétés ont diminué en septembre (– 1,1 %), ce qui a porté leur baisse sur un an à 2,3 % (après – 0,8 % à fin août).

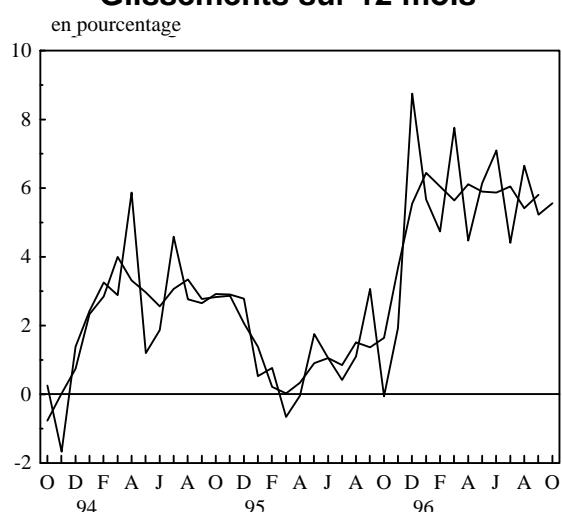
La progression en rythme annuel de la dette de l'État s'est également ralentie (6,9 %, contre 8,0 % à fin août).

LES AGRÉGATS				
Statistiques à fin octobre 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 :	
			Août 1996 (a) en pourcentage	Septembre 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
M1	1 641,6	-2,0	5,4	5,8
M2	3 128,7	-0,4	7,4	7,5
M3	5 255,0	-1,0	-0,2	-0,4
M4	5 341,5	-1,1	0,0	-0,2
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
P1	1 840,5	1,4	18,4	18,5
Statistiques à fin septembre 1996		Variations sur 12 mois en glissement		
		Juillet 1996 en pourcentage	Août 1996 en pourcentage	Septembre 1996 en pourcentage
AGRÉGATS DE FINANCEMENT				
Endettement intérieur total	10 847,8	3,6	3,9	3,3
– dont État	3 521,5	8,4	8,0	6,9
Ensemble des crédits à l'économie	6 325,8	-0,6	0,1	-0,3
Crédits des banques à l'économie	3 566,9	-0,7	0,6	-0,3
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 5,5 % ; M2 : 7,4 % ; M3 : -0,2 % ; M4 : 0,2 % ; P1 : 18,4 %				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 29			Mise à jour le 4 décembre 1996	

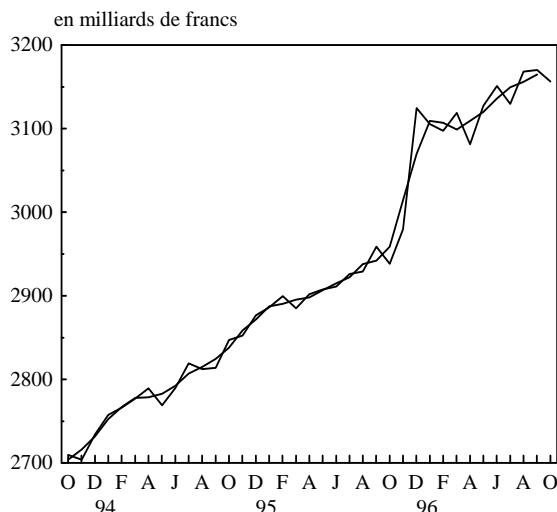
M1
Encours cvs



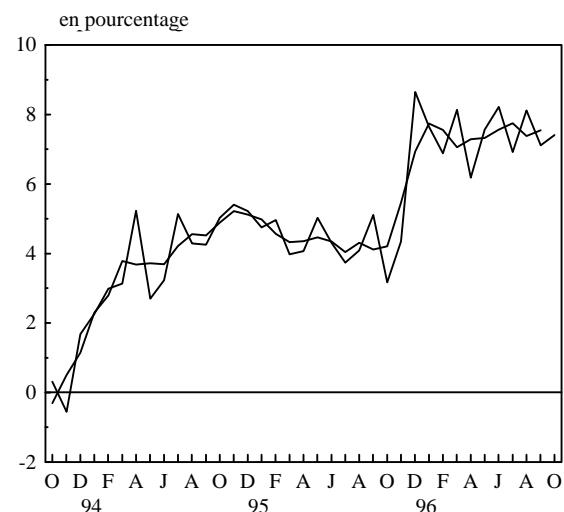
M1
Glissements sur 12 mois



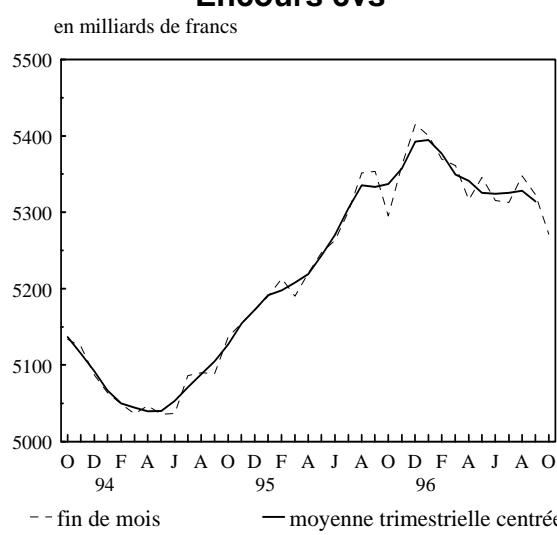
M2
Encours cvs



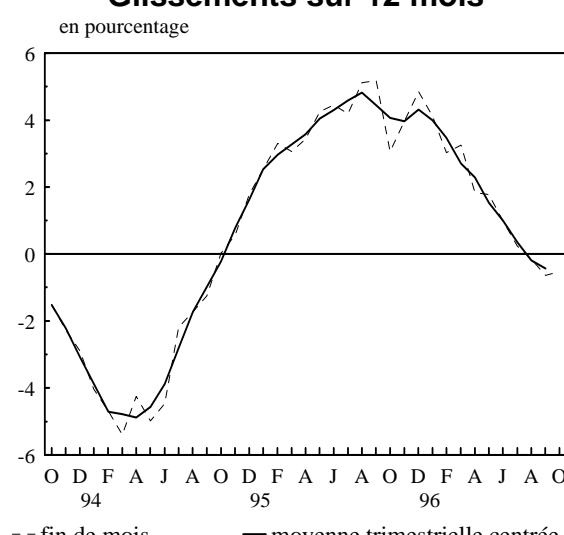
M2
Glissements sur 12 mois



M3
Encours cvs

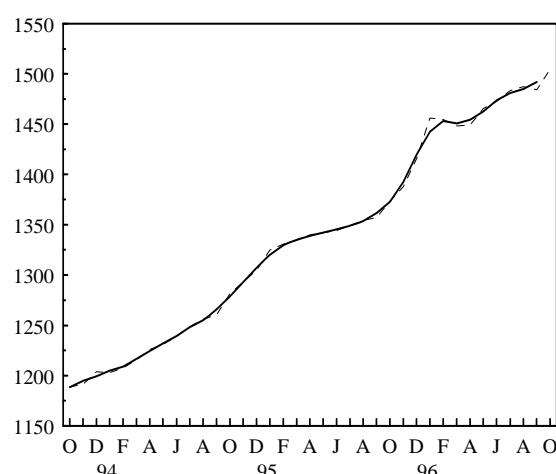


M3
Glissements sur 12 mois



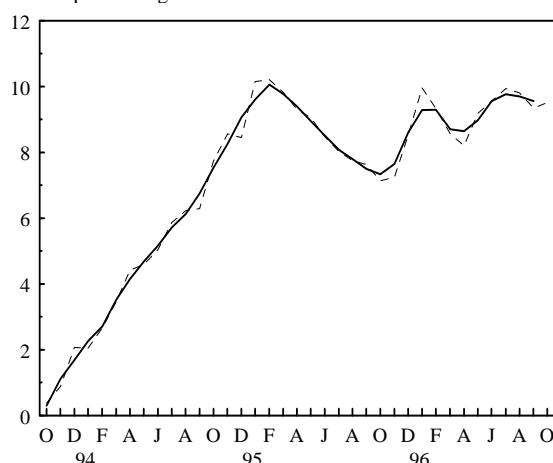
M2 – M1
Encours cvs

en milliards de francs



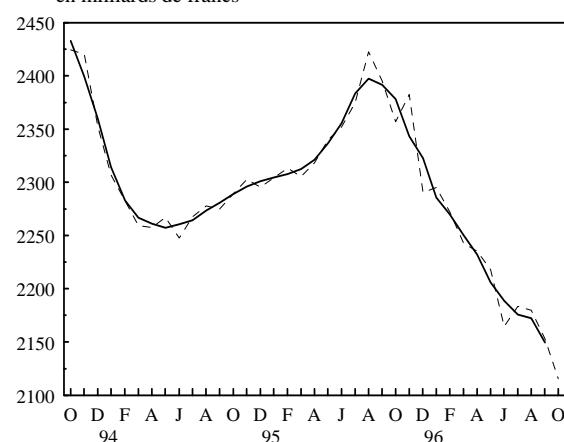
M2 – M1
Glissements sur 12 mois

en pourcentage



M3 – M2
Encours cvs

en milliards de francs

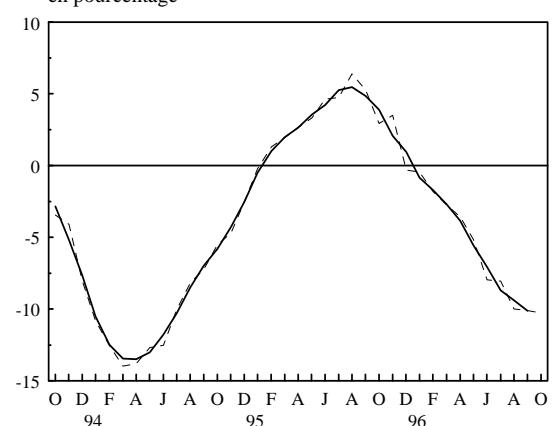


-- fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

M3 – M2
Glissements sur 12 mois

en pourcentage



-- fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

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		Année 1995	Oct. 1995 Oct. 1996	Nov. 1995	Sept. 1996	
	Août	Sept.	Octobre	Sept.					
AGRÉGATS DE MONNAIE									
M1									
<i>Billets et monnaies</i>	255,3	251,1	253,0	-0,4	0,6	1,4	3,9	0,1	3,5
<i>Dépôts à vue</i>	1 396,3	1 421,2	1 388,6	0,4	-2,5	10,1	5,9	4,3	6,2
Total M1	1 651,6	1 672,3	1 641,6	0,3	-2,0	8,8	5,6	3,7	5,8
M2 – M1	1 480,5	1 473,7	1 487,1	-0,2	1,4	8,5	9,5	7,6	9,6
<i>Livrets A</i>	663,2	657,5	656,3	-0,3	0,2	6,9	-4,6	6,0	-3,8
<i>Livrets bleus</i>	90,0	89,1	89,2	-0,4	0,7	10,2	-0,1	7,7	0,7
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	149,3	147,4	148,9	-0,3	1,8	3,3	9,5	2,1	9,4
<i>Codevi</i>	196,3	194,3	195,9	-0,7	-0,4	24,0	9,1	25,8	10,3
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	155,8	157,5	160,2	1,3	1,8	12,6	71,2	11,8	70,2
<i>Livrets jeunes</i>	22,6	23,5	24,1						
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	203,3	204,2	212,4	0,8	5,2	2,5	23,8	0,6	20,6
Total M2	3 132,1	3 146,0	3 128,7	0,1	-0,4	8,7	7,4	5,5	7,5
M3 – M2	2 185,2	2 156,3	2 126,3	-1,2	-1,7	-0,3	-10,3	2,1	-10,1
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	105,9	108,0	97,7			19,0	-8,8	16,9	-5,5
<i>Placements à terme</i>	590,4	576,1	568,8	-1,4	-1,1	12,3	-22,3	18,2	-20,8
– Dépôts à terme (d)	415,7	402,5	395,5	-1,7	-1,2	23,6	-26,0	32,7	-23,7
– Bons de caisse et d'épargne	174,7	173,6	173,3	-0,9	-0,8	-9,5	-12,1	-8,6	-12,9
<i>Titres de créances négociables (e)</i>	316,3	307,0	315,9	0,5	-0,4	0,5	-28,6	11,4	-25,5
– Certificats de dépôt et BMTN	297,2	289,3	300,7			0,4	-28,9	12,4	-26,0
– Bons et BMTN des ISF	19,2	17,7	15,2			3,2	-21,1	-5,0	-16,9
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	1 148,4	1 141,1	1 119,8	-2,0	-1,0	-8,6	5,3	-9,7	2,0
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	24,1	24,1	24,1						
Total M3	5 317,3	5 302,3	5 255,0	-0,5	-1,0	4,8	-0,5	4,0	-0,4
M4 – M3	93,6	93,8	86,5	2,6	-9,9	8,8	18,9	4,0	19,6
<i>Titres de créances négociables (e)</i>	93,6	93,8	86,5			8,8	18,9	4,0	19,6
– Bons du Trésor	69,9	71,6	65,6			25,3	14,5	24,4	18,7
– Billets de trésorerie et BMTN	23,6	22,2	21,0			24,5	35,1	-33,4	22,3
Total M4	5 410,9	5 396,1	5 341,5	-0,4	-1,1	4,9	-0,3	4,0	-0,2
AGRÉGAT DE PLACEMENT									
P1									
<i>Plans d'épargne-logement</i>	859,3	866,1	876,0	1,3	1,5	15,6	25,8	14,4	25,9
<i>Comptes espèces associés aux PEA</i>	7,7	7,9	7,9						
<i>Autres comptes d'épargne à régime spécial</i>	1,0	1,0	1,0						
<i>Contrats d'épargne – sociétés de crédit différé</i>	2,2	2,2	2,2						
<i>Plans d'épargne populaire</i>	541,4	544,0	545,2			17,2	16,2	16,6	16,7
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	99,9	102,0	104,3			16,6	36,0	15,5	29,6
<i>Bons de capitalisation</i>	303,3	303,7	304,0	0,6	-0,5	1,2	1,4	1,3	1,4
Total P1	1 814,9	1 826,7	1 840,5	0,8	1,4	13,1	18,6	12,3	18,5

(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 4 décembre 1996

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

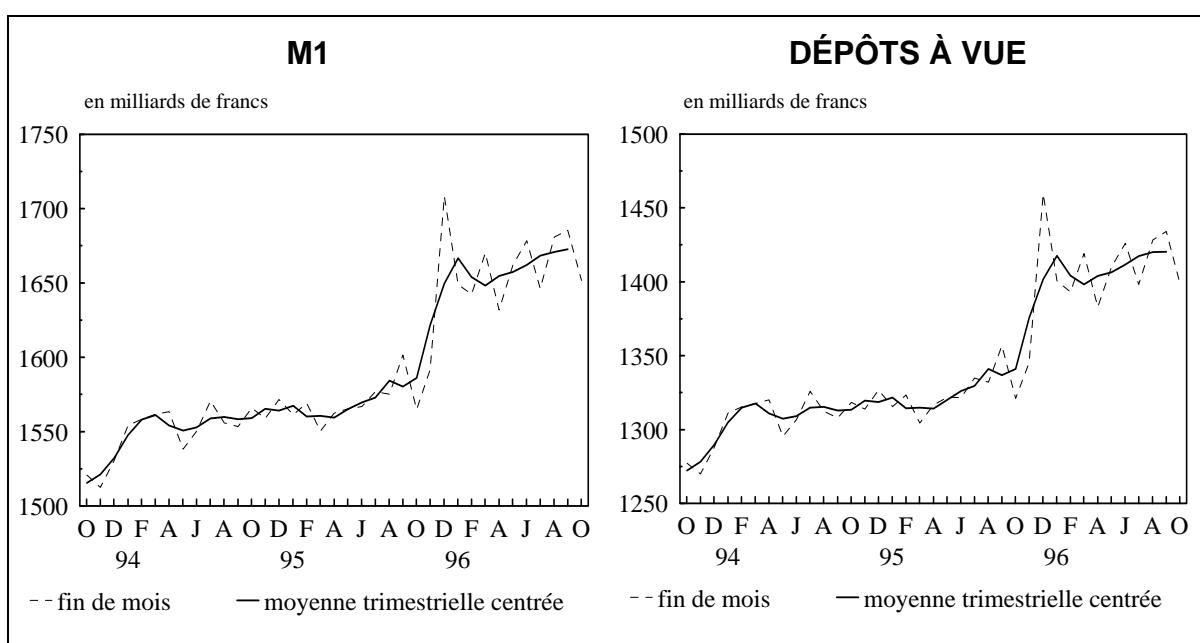
Les actifs monétaires et l'épargne contractuelle¹

(statistiques à fin octobre 1996)

M1

En octobre, l'agrégat M1 s'est réduit de 2 %. Sur un an, son accroissement a été soutenu (5,8 %), confirmant un mouvement observé depuis le début de l'année.

La baisse des dépôts à vue en octobre (- 2,5 %) a compensé la progression observée au cours des deux mois précédents. Leur augmentation annuelle (6,2 %) a été vive. L'encours des billets et monnaies s'est accru de 0,6 %. Leur rythme de progression annuel a été de 3,5 %.



M2 – M1

Les livrets à taux réglementé compris dans M2 – M1 ont progressé de 1,4 % en octobre, après un repli de 0,2 % en septembre. Sur un an, leur croissance est très élevée (9,6 %).

Avec une progression de 0,3 % de leur encours en octobre, les premiers livrets ont rompu avec une baisse continue depuis février. Sur un an, leur recul s'est poursuivi (- 3,3 %). Les livrets A ont progressé de 0,2 % et les livrets bleus de 0,7 % en octobre. Sur un an, les rythmes de progression divergent (- 3,8 % pour les livrets A et + 0,7 % pour les livrets bleus).

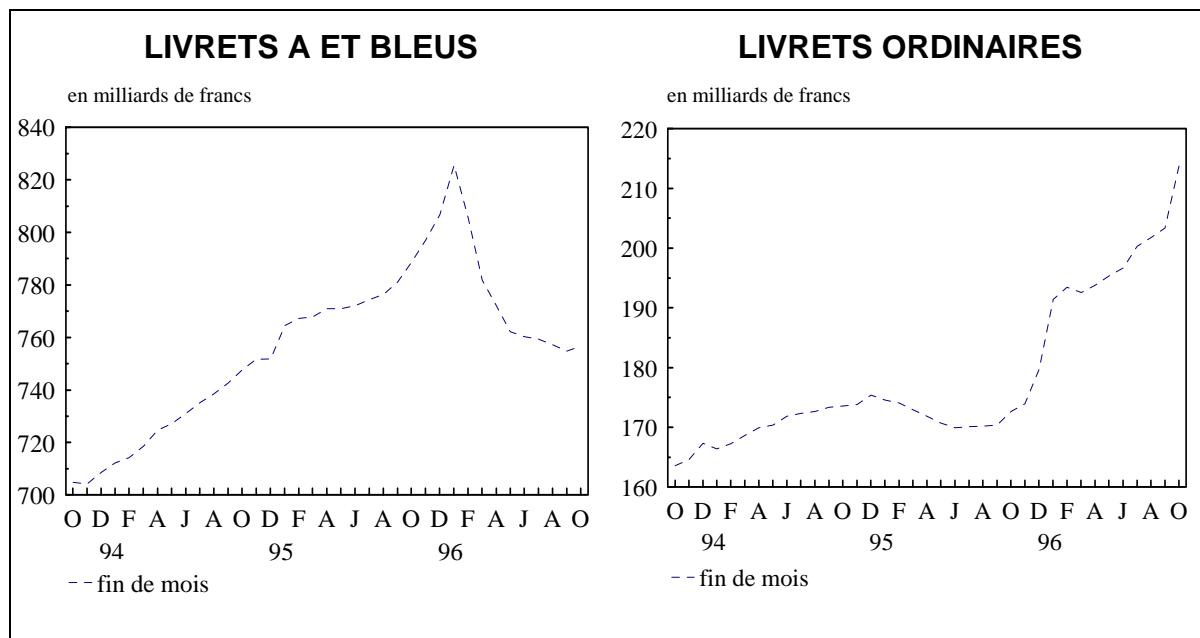
Après une baisse en septembre de 0,3 %, l'encours des comptes d'épargne-logement a enregistré sa plus forte progression mensuelle (1,8 %) depuis plus d'un an. Sur douze mois, son accroissement est inchangé (9,4 %).

L'encours des Codevi s'est réduit pour le troisième mois consécutif (- 0,4 %), mais son rythme de progression annuel a été dynamique (10,3 %).

Les livrets d'épargne populaire ont progressé de 1,8 % en octobre. En glissement annuel, leur accroissement a été très soutenu (70,2 %).

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

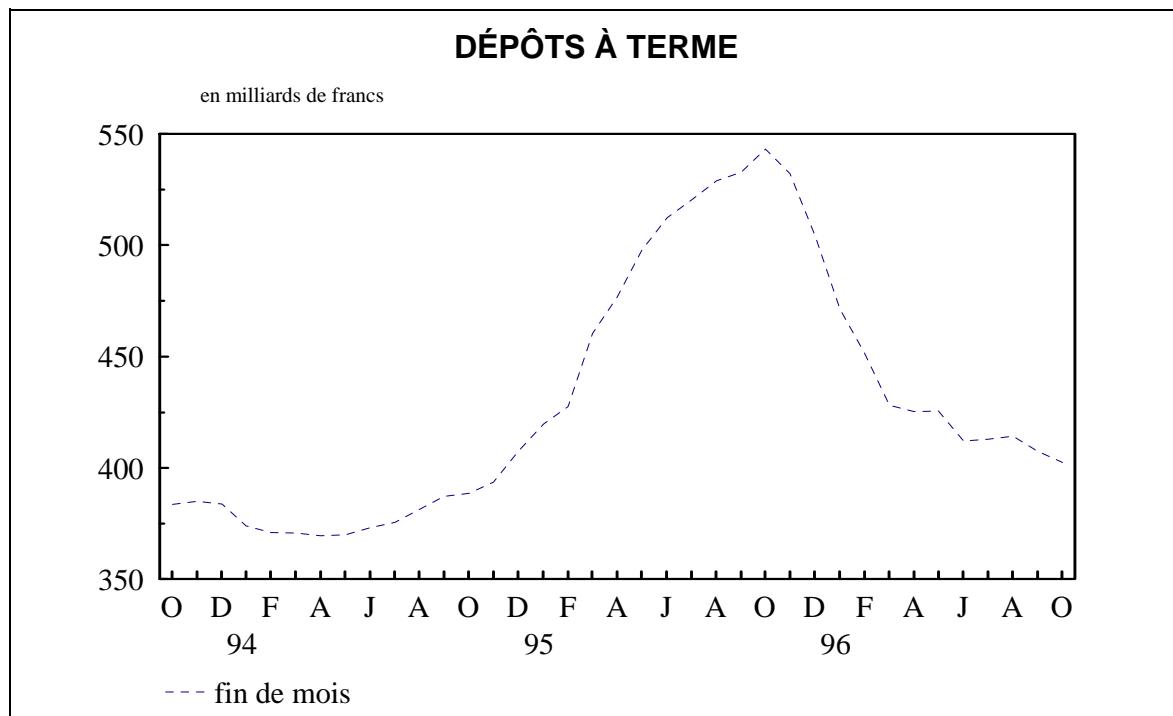
L'encours des livrets soumis à l'impôt a connu une forte augmentation en octobre (5,2 %), essentiellement concentrée dans le secteur bancaire (6,0 %, contre 1,2 % dans les caisses d'épargne). Leur rythme de progression annuel s'accroît depuis plus d'un an et atteint 20,6 %.



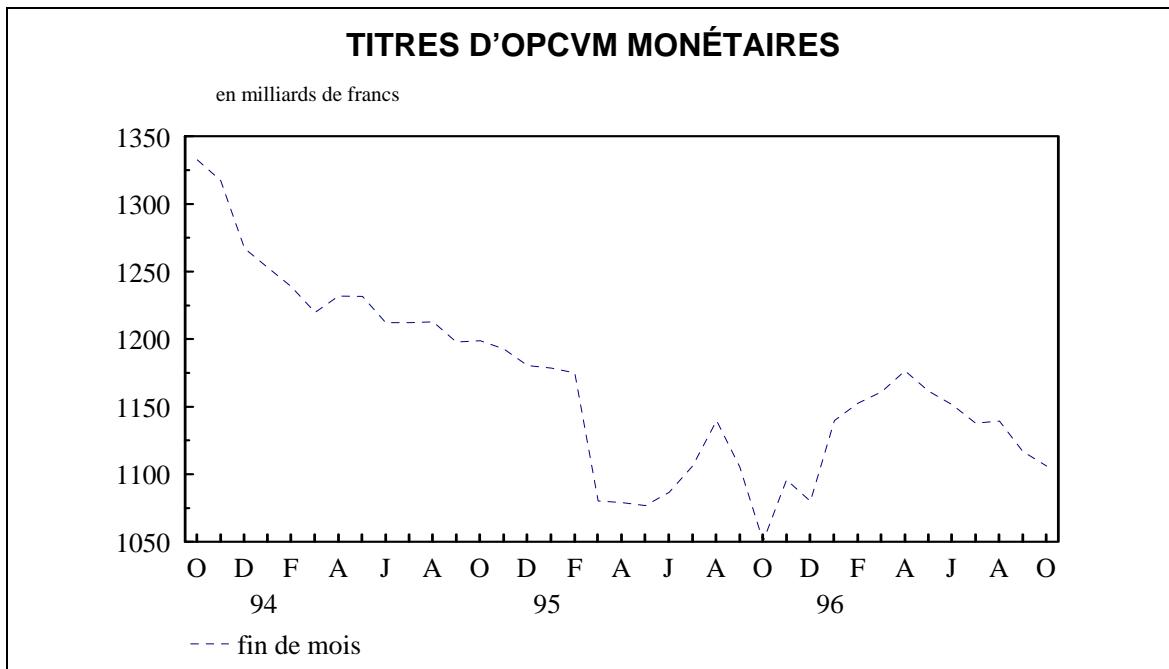
M3 – M2

Les placements rémunérés à taux de marché constituant M3 – M2 se sont réduits de 1,7 %, après – 1,2 % en septembre et – 0,2 % en août. Sur un an, le recul de cet agrégat s'est établi à 10,1 %.

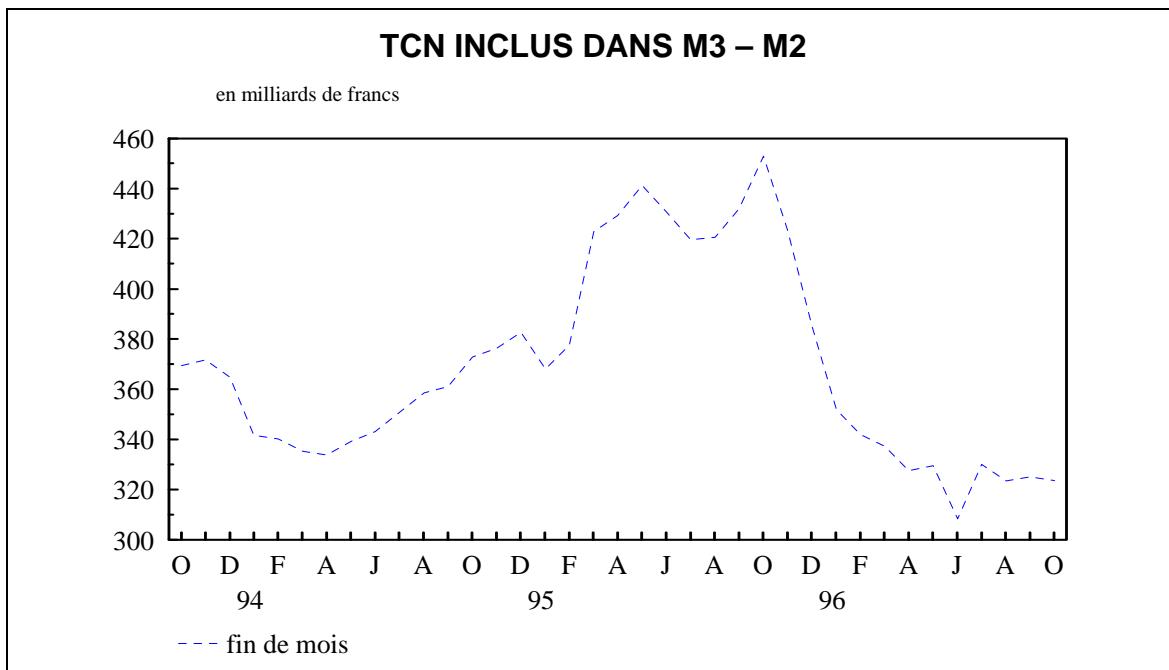
Les dépôts à terme se sont repliés (– 1,2 % sur le mois et – 23,7 % sur un an).



L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est réduit de 1 %, après – 2 % en septembre. Sur un an, il a néanmoins progressé de 2 %.



L'encours des titres de créances négociables inclus dans M3 – M2 s'est réduit de 0,4 % en octobre. En rythme annuel, le mouvement de baisse est important (– 25,5 %).

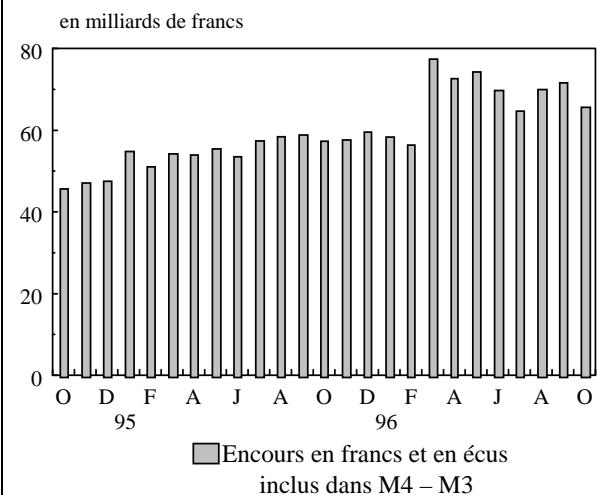


M4 – M3

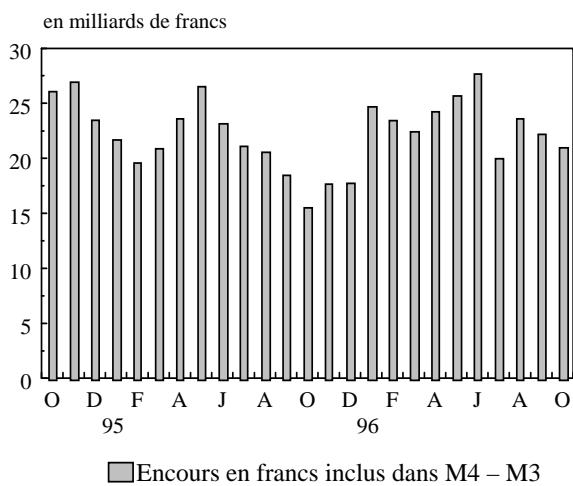
L'encours des bons du Trésor détenus par les agents non financiers s'est réduit de 6 milliards de francs, pour s'établir à 65,6 milliards en octobre.

L'encours des billets de trésorerie et des BMTN émis par les entreprises et détenus par les agents non financiers s'est légèrement réduit, passant de 22,2 milliards de francs en septembre à 21 milliards en octobre.

BONS DU TRÉSOR



BILLETS DE TRÉSORERIE ET BMTN (a)



(a) BMTN émis par les sociétés non financières

P1

L'agrégat P1 a progressé de 1,4 % sur le mois, après + 0,8 % en septembre. En glissement annuel, son rythme de croissance est soutenu (18,5 %).

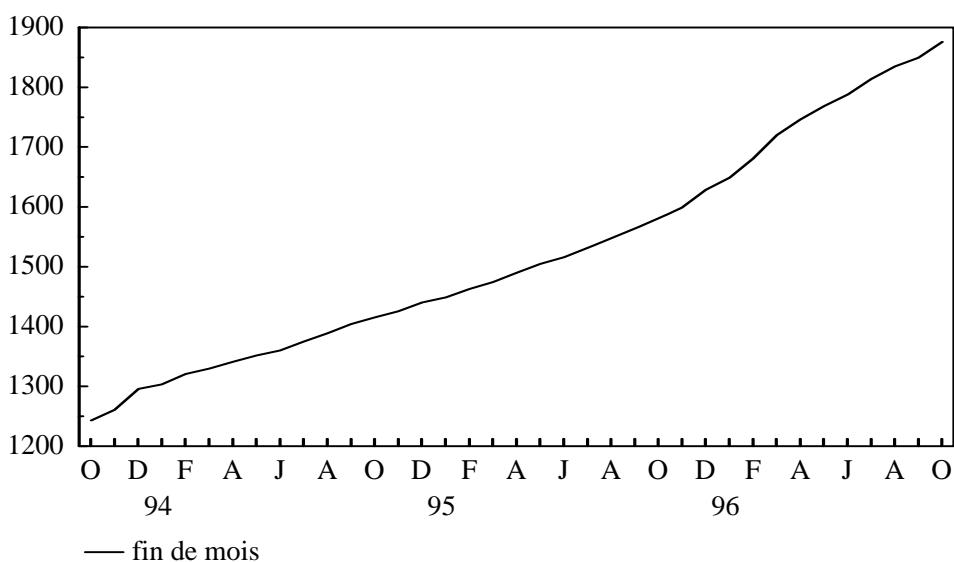
Les plans d'épargne-logement ont progressé de 1,5 % en octobre, soit un rythme proche de celui des trois mois précédents. Sur un an, leur accroissement est inchangé (25,9 %).

Le rythme annuel de progression des plans d'épargne populaire a été élevé (16,7 %).

L'encours des titres d'OPCVM garantis détenus par les agents non financiers a crû fortement (29,6 % sur un an).

P1

en milliards de francs



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Les crédits à l'économie

(statistiques à fin septembre 1996)

Vue d'ensemble

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont enregistré une baisse de 0,3 % en septembre (après + 0,9 % en août). En rythme annuel, ils ont baissé de 0,3 %, après avoir enregistré une légère hausse, de 0,1 %, à fin août.

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR L'ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois		
	1996			1995	1996	
	Juillet	Août	Septembre	Décembre	Août	Septembre
	-0,9	0,9	-0,3	2,4 (a)	0,1 (a)	-0,3 (a)
TOTAL avant défaisance	-0,9	0,9	-0,3	2,4 (a)	0,1 (a)	-0,3 (a)
SOCIÉTÉS	-1,9	1,9	-1,1	0,9	-0,8	-2,3
MÉNAGES	0,5	-0,1	0,3	0,7	1,1	1,4
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-1,4	-1,0	2,2	11,9	0,1	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 29 novembre 1996

Ce repli est imputable aux crédits aux sociétés, qui ont diminué de 1,1 % en septembre (contre une hausse de 1,9 % à fin août). Sur douze mois, leur recul s'est accentué (- 2,3 %, après - 0,8 % à fin août).

Les crédits aux ménages ont progressé de 0,3 % (après un léger recul de 0,1 % en août). Sur un an, leur croissance s'est renforcée (1,4 %, après 1,1 % à fin août).

Les crédits aux autres agents ont augmenté de 2,2 % (après un recul de 1,0 % en août), leur progression annuelle atteignant 1,0 %. Ce mouvement traduit l'importance des concours consentis à la Cades au mois de septembre.

Les crédits des banques

Les crédits distribués par les seules banques ont diminué de 0,5 % en septembre (après + 1,5 % en août). Sur douze mois, leur évolution est à nouveau négative (- 0,3 %).

Les crédits aux sociétés ont enregistré une baisse de 1,4 % (après + 3,5 % en août), leur diminution en rythme annuel s'établissant à - 3,4 %. Ce recul reflète largement l'évolution des crédits de trésorerie des sociétés, qui ont régressé de 1,1 % (après + 6,6 % en juillet) et de 3,0 % sur un an. Les crédits à l'investissement des sociétés ont été stables sur le mois (après + 0,5 % en août), mais ont poursuivi leur baisse en rythme annuel (- 2,0 %, après - 1,6 % en août).

Les crédits aux ménages ont progressé de 0,4 % (après une stabilité en août). Sur un an, leur dynamisme se confirme (+ 1,5 %, après + 0,4 % en décembre). Les crédits à l'habitat aux ménages ont légèrement progressé (+ 0,1 %, après + 0,2 % en août). En glissement annuel, leur hausse a atteint 1,9 % (après + 1,8 % à fin août et + 1,0 % à fin 1995). Ce mouvement traduit la forte hausse des prêts non réglementés distribués par les banques mutualistes, alors que la baisse des prêts conventionnés qu'elles distribuent a été compensée par l'essor de leurs prêts à taux zéro. Les banques AFB, quant à elles, ont enregistré un recul de leur encours, la hausse de leurs prêts non réglementés n'ayant pas permis de compenser le faible développement de leurs prêts à taux zéro et la baisse des autres prêts.

La croissance des crédits de trésorerie aux particuliers a été soutenue (0,8 %, après + 0,3 % en août). En glissement sur douze mois, elle a atteint 6,4 % (après + 6,1 % à fin août et + 3,4 % à fin 1995).

LES CRÉDITS À L'ÉCONOMIE DISTRIBUÉS PAR LES BANQUES

(en pourcentage)

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

(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 29 novembre 1996

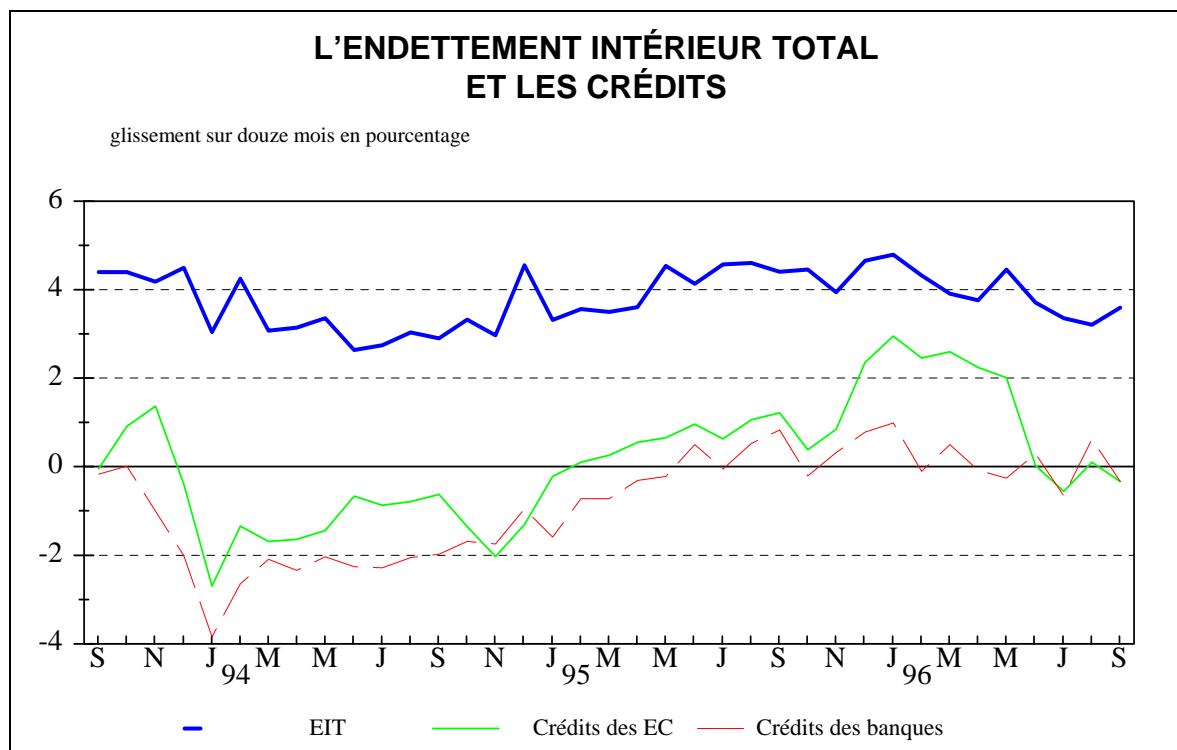
6.2.2. L'endettement intérieur total

(statistiques à fin septembre 1996)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total (EIT) est revenue à 3,3 %, après 3,9 % à fin août.

Ce léger ralentissement reflète notamment l'évolution des crédits à l'économie, dont les encours ont baissé de 0,3 % à fin septembre, alors qu'ils étaient stables à fin août (+ 0,1 %).

Dans le même temps, la croissance annuelle des financements levés sur les marchés internes s'est légèrement ralentie mais demeure dynamique (11,0 %, après 11,3 % à fin août). Les financements obligataires internationaux ont vu leur progression annuelle se renforcer (21,7 %, après 18,4 % à fin août).



La croissance annuelle de l'endettement de l'État s'est ralentié (6,9 %, après 8,0 % à fin août). Sur un an, l'endettement des sociétés s'est contracté de 1,3 %, après – 0,2 % à fin août.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT

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

	1995	1996		
	Décembre	Juillet	Août	Septembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance.....	5,2	3,6	3,9	3,3
– État	13,4	8,4	8,0	6,9
– Sociétés	0,6	-1,2	-0,2	-1,3
– Ménages	0,7	1,1	1,1	1,4
CRÉDITS avant défaisance.....	2,3	-0,6	0,1	-0,3
– Sociétés	0,8	-2,5	-0,8	-2,3
– Ménages	0,7	1,1	1,1	1,4
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (a).....	9,5	-3,9	-6,5	-14,4
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b).....	11,1	11,9	11,3	11,0
<i>Sur le marché monétaire.....</i>	<i>12,5</i>	<i>9,5</i>	<i>8,5</i>	<i>8,0</i>
– État	14,5	3,3	3,2	2,4
– Sociétés	0,4	27,5	18,9	21,8
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>10,4</i>	<i>13,2</i>	<i>13,1</i>	<i>12,8</i>
– État	13,8	14,6	14,3	14,1
– Sociétés	0,3	4,4	4,4	3,5
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS.....	-3,0	2,6	3,4	1,2
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	1,8	13,3	18,4	21,7
(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « Autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « Crédences 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 29 novembre 1996			

Le moindre dynamisme de l'EIT observé à fin septembre s'est accompagné d'une contribution de M3 à la croissance annuelle de l'EIT plus fortement négative (- 0,1 % à fin août, - 0,3 % à fin septembre), alors que la contribution de l'épargne contractuelle et des placements en obligations et titres d'OPCVM obligations est restée nettement positive (respectivement + 2,5 % et + 1,6 %, après + 2,5 % et + 1,4 % en août).

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES

Parts dans la progression annuelle

(en données brutes – en points de croissance)

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

(a) La dette non négociable nette de l'État correspond à la composante « Autres créances nettes » de la contrepartie de M3 « Crédences 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 29 novembre 1996

COMMUNICATIONS

POLITIQUE MONÉTAIRE : RÉSULTATS EN 1996 ET PERSPECTIVES POUR 1997

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 17 décembre 1996

J'évoquerai les résultats de 1996 avant de présenter le dispositif de politique monétaire adopté par le Conseil pour 1997.

1. Les résultats de 1996 sont en ligne avec les objectifs que nous nous étions fixés

L'objectif final de la politique monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix, a été respecté. La répercussion par les entreprises du relèvement de deux points du taux normal de TVA en août 1995 a été partiellement différée jusqu'au début de 1996. Égal puis supérieur à 2 % au cours des sept premiers mois de 1996, le glissement annuel des prix à la consommation est ensuite revenu à 1,6 % en août et en septembre en raison de la disparition de l'effet TVA. Il s'est établi à 1,5 % ou 1,6 % en novembre et les prévisions les plus récentes indiquent un résultat proche de 1,5 % pour la fin de 1996. La hausse annuelle des prix retrouve ainsi la tendance qui était la sienne avant août 1995 et, conformément à l'objectif que le Conseil de la politique monétaire s'était fixé, elle sera inférieure à 2 % à la fin de 1996.

L'objectif de stabilité de la valeur externe du franc vis-à-vis des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen a été atteint.

Depuis le début de 1996, le franc a continué à se rapprocher progressivement de ses cours-pivots avec les autres monnaies participant au mécanisme de change européen. Cette évolution s'est accompagnée du maintien d'une bonne situation compétitive d'ensemble de l'économie française. L'évolution du taux de change effectif réel de notre devise s'est améliorée et les exportations ont, comme les années précédentes, contribué à soutenir l'activité. L'excédent des transactions courantes (en données corrigées des variations saisonnières) s'établit ainsi à près de 84 milliards de francs au terme des neuf premiers mois de 1996, montant largement supérieur à celui enregistré à l'issue de la période correspondante de l'année précédente (64 milliards). Selon les prévisions actuelles, l'économie française obtiendra en 1996 le troisième plus important excédent mondial de la balance des paiements courants.

L'évolution de l'agrégat de référence M3, support de notre objectif intermédiaire interne, a été affectée par un retournement de tendance. Proche à la fin du troisième trimestre 1995 du sentier de croissance de 5 % à moyen terme qui lui était assigné, la progression de M3 s'est très sensiblement ralentie par la suite, revenant en glissement annuel de 4,0 % en décembre 1995 à -0,4 % en octobre 1996 (dernier chiffre connu). Cette inflexion de l'évolution de M3 est très largement imputable à une réorientation massive des flux des placements, en raison de la réduction des taux d'intérêt à court terme depuis l'automne 1995, sans précédent par son ampleur et par sa rapidité.

La composante M3 – M2 qui inclut des actifs rémunérés aux taux du marché monétaire était en recul de 10,1 % en rythme annuel à fin octobre 1996. En réponse à la baisse des taux d'intérêt à court terme et aussi au durcissement de la fiscalité sur les OPCVM monétaires, les agents économiques ont procédé à des réallocations de portefeuille en faveur d'actifs recensés dans les agrégats de placement, plus particulièrement dans l'agrégat P1 qui regroupe les produits d'épargne contractuelle, dont les plans d'épargne-logement. La croissance annuelle de P1 est passée de 12,3 % en décembre 1995 à 18,5 % en octobre 1996.

Le maintien du taux de rémunération des plans d'épargne-logement à un niveau inchangé depuis février 1994 (5,25 %), alors que les taux de marché d'échéance comparable ont nettement baissé, a fortement contribué à accentuer cette réorientation des flux de placements. La progression annuelle des plans d'épargne-logement s'est très sensiblement accélérée, passant de 14,4 % à la fin de 1995 à près de 26 % en octobre 1996.

En outre, la croissance annuelle de l'agrégat P2, qui regroupe les placements obligataires et d'assurance-vie, est restée vive, atteignant 12,3 % en juin 1996 dont 9,0 % imputables aux flux de souscriptions nouvelles.

Dans le même temps, la formation de liquidités a été dynamique : les agrégats étroits M1 et M2, représentatifs des encaisses de transaction et de l'épargne liquide, s'inscrivent en octobre 1996 sur une tendance de progression annuelle respectivement de l'ordre de 5,8 % et 7,5 %. En particulier, la composante M2 – M1, qui regroupe les comptes sur livrets, s'est accélérée, de 7,6 % en décembre 1995 à 9,6 % en octobre 1996.

Dans ce contexte, il convient de suivre de près les placements qui, au sein des agrégats de placement (P), constituent d'assez proches substituts des actifs monétaires *stricto sensu*. On observe ainsi que l'ensemble M3 + P1 connaît une croissance annuelle significative, de l'ordre de 4 %.

Du côté des financements, la croissance de l'endettement intérieur total (EIT) s'est inscrite sur une tendance annuelle de 3,3 %. Cet indicateur, qui regroupe les concours obtenus auprès des établissements de crédit et des marchés par les agents non financiers résidents (sociétés, ménages et État), que ce soit sous forme de crédits ou par émission de titres sur les marchés intérieurs et internationaux, constitue un cadre synthétique utile pour l'analyse du financement de l'économie. S'il demeure la composante la plus dynamique de l'EIT, l'endettement de l'État marque un net ralentissement (6,9 % en glissement annuel en septembre 1996, après 13,4 % en décembre 1995). L'encours des crédits à l'économie est quasiment stable, en particulier du fait des importantes capacités de financement dégagées par les entreprises. Selon l'INSEE, le taux d'autofinancement des sociétés et quasi-sociétés s'élevait à 114 % environ au deuxième trimestre de 1996.

Je ferai maintenant quelques remarques relatives à l'évolution des taux d'intérêt, qui ont baissé sur toutes les échéances en 1996.

Cette baisse engagée en octobre 1995 correspond notamment à un accroissement considérable de la confiance dans notre monnaie et dans notre signature lié aux orientations du président de la République et du gouvernement sur la réduction des déficits publics, le maintien de la stabilité du franc et la réalisation de l'Union monétaire en 1999.

Le taux des appels d'offres de la Banque de France a été réduit en 1996 de 4,45 % à 3,2 % aujourd'hui. Il est l'un des plus bas des pays du G 7 en termes nominaux et réels. De son côté, le taux des prises en pension de 5 à 10 jours est passé de 5,85 % à 4,75 %.

Les taux d'intérêt à court terme de marché se sont fortement repliés, de près de 400 points de base depuis octobre 1995 pour les taux à trois mois, revenus actuellement à 3,4 % environ.

Cette détente s'est accompagnée d'une décrue sensible des taux d'intérêt à long terme, référence d'une part importante des crédits à l'économie. Les taux d'intérêt à dix ans ont diminué de plus de 100 points de base depuis octobre 1995.

Grâce à la crédibilité de l'ensemble des composantes de sa politique économique, la France bénéficie aujourd'hui des taux de marché à moyen et long terme les plus bas de l'Union européenne et au troisième plus bas niveau du monde, seuls le Japon et la Suisse faisant, de ce point de vue, mieux que nous.

2. J'en viens maintenant à la présentation du dispositif de politique monétaire pour 1997

2.1. L'objectif final du Conseil de la politique monétaire est, comme le veut la loi, la stabilité des prix. L'objectif du Conseil est que la hausse des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation, ne devrait pas dépasser 2 %, en 1997 comme à moyen terme.

2.2. Afin de réaliser cet objectif final, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne :

– l'objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie : comme c'est le cas depuis maintenant dix ans, la stabilité du franc sera assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– l'objectif interne de croissance de la masse monétaire appréciée par l'évolution des agrégats monétaires étroits et larges : cette croissance devrait pouvoir s'inscrire en 1997 dans une tendance de moyen terme de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui pourrait être dépassée compte tenu du potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire a décidé de suivre simultanément les principaux agrégats étroits et larges de manière à procéder à une estimation de synthèse de l'ensemble de nos évolutions monétaires.

2.3. L'endettement intérieur total (*EIT*) est par ailleurs un indicateur important : il permet à la Banque de France de vérifier que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires à sa croissance ; il facilite le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques.

Enfin, le Conseil de la politique monétaire, parmi d'autres indicateurs, suivra attentivement l'évolution de l'ensemble des indicateurs précurseurs de l'évolution des prix, notamment le taux d'utilisation des capacités de production, les coûts de production, l'évolution des revenus et les cours des matières premières. Le Conseil, par ailleurs, suivra l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements courants.

Ce dispositif appelle deux commentaires.

En premier lieu, sur le plan technique, le Conseil a décidé de suivre simultanément plusieurs agrégats monétaires étroits et larges de manière à procéder à une estimation de synthèse de l'ensemble de nos évolutions monétaires. En effet, on l'a vu, certaines données — notamment, mais pas exclusivement, celles concernant l'agrégat M3 — ont été très perturbées dans la période récente par plusieurs facteurs : la baisse très importante des taux à court terme, qui entraîne une réallocation massive des flux de placement en faveur d'actifs non monétaires ; le durcissement de la fiscalité des OPCVM monétaires ; le maintien d'un niveau de rémunération très élevé des plans d'épargne-logement.

Nous suivrons donc très étroitement les agrégats M1, M2, M3 et M3 + P1 en tant qu'expressions de la croissance sous-jacente de la masse monétaire. Une attention particulière sera portée à l'évolution de l'ensemble M3 + P1, qui regroupe les actifs monétaires et les placements d'épargne contractuelle.

Une très large part du flux de sortie de l'agrégat M3 observé depuis un an se porte en effet sur des placements compris dans l'agrégat P1, et plus particulièrement sur les plans d'épargne-logement d'une durée résiduelle inférieure ou égale à un an. De fait, ce type de placements constitue actuellement un très proche substitut des actifs monétaires.

En second lieu, le Conseil inscrit la politique monétaire dans le contexte d'une croissance potentielle de l'économie française de l'ordre de 2,5 % par an. C'est dans une vision de moyen terme que nous inscrivons cette croissance moyenne de notre économie, qui pourrait être dépassée compte tenu du fait que nous avons un potentiel de rattrapage à moyen terme : 2,0 % au maximum pour les prix ; 2,5 % à 3,0 % pour la croissance potentielle en volume à moyen terme. Ainsi s'explique le chiffre de 5 % que nous retenons pour la tendance de la croissance à moyen terme de la masse monétaire.

Le législateur donne à la Banque de France un objectif, celui de la stabilité des prix. Maintenir la valeur de la monnaie c'est préserver le pouvoir d'achat de la monnaie, donc celui des Français.

Mais au-delà, le législateur a voulu — grâce à la stabilité de la monnaie — réunir les conditions de la croissance et de la création d'emplois. Et c'est ce que recherche le Conseil de la politique monétaire. Par deux moyens.

D'abord, en préservant la valeur de la monnaie, on renforce la crédibilité de celle-ci en France, en Europe et dans le monde, et on permet à notre économie de bénéficier de financements à des taux d'intérêt de marché favorables. Il est très important pour la croissance française à venir, pour l'investissement et pour les créations d'emplois que nous ayons aujourd'hui les plus bas taux de marché à moyen et long terme de l'Union européenne et les troisièmes plus bas taux d'intérêt dans le monde.

Ensuite, la stabilité des prix assure à notre secteur productif une faible hausse de ses coûts. Ce faisant, la compétitivité de notre économie est — toutes choses égales d'ailleurs — préservée et renforcée. Ceci est bon pour la croissance française à venir et pour la création d'emplois. Il est important de noter que nous avons en ce moment un secteur exportateur dynamique et, selon les prévisions actuelles pour 1996, le troisième plus important excédent de la balance des paiements courants dans le monde.

Un autre indicateur de compétitivité est encourageant : c'est le niveau des flux d'investissements directs étrangers en France. Il s'est établi en 1995 à 120 milliards de francs. Les derniers chiffres connus en 1996 sur les neuf premiers mois nous donnent 74 milliards de francs. Au total, depuis le début de 1995, un montant total de 194 milliards de francs, soit l'équivalent de 39 milliards de dollars, ont été investis directement en France, faisant de notre pays la troisième économie industrialisée pour l'accueil des investissements étrangers directs après les États-Unis et le Royaume-Uni.

Ainsi, le Conseil, lorsqu'il prend ses décisions en matière de taux d'intérêt, a présent à l'esprit l'objectif de préservation du pouvoir d'achat de la monnaie, au service et pour le compte de tous les Français, et ce qui s'en déduit, c'est-à-dire la création des conditions monétaires, financières et de compétitivité permettant à notre économie de réaliser aussi pleinement que possible ses capacités de croissance saine et durable, de créations d'emplois et donc de lutte contre le chômage.

Les banques centrales ne « commandent » pas la croissance. Celle-ci est faite du travail des hommes et des femmes, de l'efficacité des employés, des ouvriers, des ingénieurs, de l'imagination et la compétence des chefs d'entreprise et aussi, largement, de l'influence de la conjoncture européenne et mondiale. Elle est favorisée, sur le moyen et le long terme, par les réformes structurelles permettant de libérer les initiatives, de renforcer le dynamisme de

l'économie, de lutter efficacement contre le chômage et de favoriser la plus importante création d'emplois possible pour un même niveau de richesse et de croissance.

Mais il appartient aux banques centrales, grâce à la crédibilité et à la stabilité de la monnaie, de créer les meilleures conditions monétaires et financières possibles.

Ces conditions étant aujourd'hui réunies dans notre pays, la conviction du Conseil de la politique monétaire est que le moment est venu d'investir pour les entreprises et les ménages. Dans beaucoup de secteurs et d'entreprises, les moyens de financement sont là. Le taux d'autofinancement d'ensemble du secteur productif français est globalement supérieur à 100 %. Les taux d'intérêt sont dans l'ensemble à un très bas niveau historique. La croissance potentielle de l'économie française à moyen terme est substantielle. Celle-ci a été, depuis trois ans, d'un peu plus de 2 % par an pour la moyenne des années 1994, 1995, 1996. Nous pouvons faire mieux. Nous croyons que la croissance potentielle non inflationniste de notre économie est, sur le moyen terme, de l'ordre de 2,5 %, niveau qui peut être dépassé, compte tenu d'une capacité de rattrapage de la croissance. Conditions de financement, niveau d'autofinancement, compétitivité, croissance à moyen terme : ces conditions nécessaires pour l'investissement nous semblent aujourd'hui réunies.

S'il me fallait résumer en un mot le message du Conseil, je dirais : « Les projets d'investissement existent. C'est aujourd'hui le moment de les réaliser. Investissons. C'est le moyen le plus sûr de contribuer ensemble à une croissance non inflationniste créatrice d'emplois et de lutter contre le chômage. ».

La politique monétaire française s'inscrit dans le cadre de la stratégie européenne du président de la République et du gouvernement et donc de la création d'une Union économique et monétaire le 1^{er} janvier 1999.

La marche en avant vers la monnaie unique a été confirmée de manière décisive au Conseil européen de Dublin, qui est parvenu à un accord sur le statut juridique de l'euro, sur le nouveau Système monétaire européen et sur le Pacte de stabilité et de croissance destiné à garantir la discipline budgétaire en Union monétaire.

La politique monétaire de la Banque de France contribue directement au respect par notre pays de trois des cinq critères d'admission en Union monétaire : celui de la stabilité des prix, qui est l'objectif final de notre politique monétaire ; celui de la stabilité du franc par rapport aux monnaies européennes les plus solides, qui est un objectif intermédiaire sur lequel la Banque de France est inflexiblement engagée, celui du niveau des taux à long terme, qui est une conséquence et un indicateur important de notre stratégie monétaire.

Aujourd'hui, le Conseil de la politique monétaire est heureux d'observer que nous satisfaisons pleinement à ces trois critères d'admission. Il continuera de veiller à ce que nous les remissions constamment en 1997, de sorte que les chefs d'État et de gouvernement puissent décider de la liste des pays éligibles à l'euro dans les meilleures conditions possibles, conformément à la décision de Dublin des chefs d'État et de gouvernement, « dès que possible en 1998 ».

L'euro sera créé le 1^{er} janvier 1999. Dès à présent nos taux d'intérêt de marché à plus de deux ans incorporent la crédibilité et la solidité de l'euro, future monnaie unique des Européens. L'accord sur le pacte de stabilité et de croissance établi à Dublin est un élément décisif pour que l'euro inspire aux Français et aux investisseurs du monde entier une confiance au moins égale à celle que le franc lui-même inspire. De sorte que nous ayons de bas taux d'intérêt de marché dans la zone euro, ce qui est bon pour la croissance, la création d'emplois et la lutte contre le chômage.

LA DÉFINITION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FRANCE POUR 1997

Communiqué de presse,
publié à l'issue de la conférence de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 17 décembre 1996

1. L'objectif final du Conseil de la politique monétaire est, comme le veut la loi, la stabilité des prix. L'objectif du Conseil est que la hausse des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation, ne devrait pas dépasser 2 % en 1997 comme à moyen terme.

2. Afin de réaliser cet objectif final, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne :

– l'objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie : comme c'est le cas depuis maintenant dix ans, la stabilité du franc sera assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– l'objectif interne de croissance de la masse monétaire appréciée par l'évolution des agrégats monétaires étroits et larges : cette croissance devrait pouvoir s'inscrire en 1997 dans une tendance de moyen terme de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui pourrait être dépassée, compte tenu du potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire a décidé de suivre simultanément les principaux agrégats étroits et larges, de manière à procéder à une estimation de synthèse de l'ensemble de nos évolutions monétaires.

3. L'endettement intérieur total (*E/T*) est par ailleurs un indicateur important : il permet à la Banque de France de vérifier que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires à sa croissance ; il facilite le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques.

Enfin, le Conseil de la politique monétaire, parmi d'autres indicateurs, suivra attentivement l'évolution de l'ensemble des indicateurs précurseurs de l'évolution des prix, notamment le taux d'utilisation des capacités de production, les coûts de production, l'évolution des revenus et les cours des matières premières. Le Conseil, par ailleurs, suivra l'évolution des *taux d'intérêt à long terme* et de la *balance des paiements courants*.

LA FRANCE ET L'UEM

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, lors du dixième anniversaire du Matif, à New York, le 21 octobre 1996

C'est toujours un grand plaisir pour moi de m'exprimer ici à New York, principale place financière du monde, et ce plaisir se trouve aujourd'hui accru par le fait que nous célébrons le dixième anniversaire du Matif.

Le Matif constitue un très grand succès et il est considéré comme l'un des marchés à terme et d'options les plus efficaces au monde. Les deux principaux contrats de taux négociés sur le Matif, le Pibor à trois mois et le contrat sur l'emprunt notionnel, sont parmi les plus liquides dans leurs catégories respectives.

Le succès du Matif met en évidence l'efficience et la réputation des marchés français de capitaux, qui actuellement s'emploient activement à l'Union économique et monétaire (UEM) et au passage à la monnaie unique.

Les préparatifs pour la monnaie unique sont d'autant plus essentiels que la crédibilité de la réalisation de l'UEM s'est considérablement renforcée depuis le Conseil européen de Madrid en décembre 1995.

Dans ce contexte, je souhaiterais souligner trois points :

- le calendrier de réalisation de l'UEM sera respecté ;
- la France participera à l'UEM dès le départ ;
- les institutions financières et les marchés de capitaux français seront prêts pour l'euro en 1999.

1. Le calendrier de réalisation de l'UEM sera respecté

Bien des doutes ont été émis quant à la réalisation de l'UEM et au respect du calendrier. Pour ma part, je n'ai jamais partagé ces doutes et j'ai toujours exprimé ma profonde conviction que le calendrier fixé par le traité de Maastricht serait respecté. Cette conviction repose sur deux faits :

- l'UEM constitue à la fois une nécessité et une chance pour l'Europe ;
- les décisions importantes prises récemment ont conforté la marche vers l'UEM.

1.1. L'UEM constitue une nécessité et une chance pour l'Europe

L'UEM n'est pas seulement un quelconque concept abstrait né de l'imagination de quelques-uns. Elle représente une étape logique dans *un processus politique et économique de longue haleine* dont le point de départ se situe dans les années soixante-dix.

Après la disparition du système de taux de change fixes de *Bretton Woods* et la levée des obstacles aux mouvements de capitaux, dans les années soixante-dix, les gouvernements européens ont acquis la conviction qu'une monnaie unique était nécessaire. Le *traité de Maastricht* constituait l'aboutissement de plusieurs projets et rapports. Il a été approuvé par quinze pays démocratiques et dans plusieurs de ces pays, dont la France, les électeurs ont ratifié ce Traité par référendum.

La logique de cette longue quête d'une union monétaire européenne réside dans les avantages que retirera l'Europe d'une *monnaie unique*.

La suppression de tous les obstacles, douaniers ou autres, aux échanges a fait de l'Europe *le plus vaste marché du monde*. Le PIB de l'Union européenne (UE) est comparable à celui de l'Alena². L'UE réalise 21 % de la totalité du commerce mondial, contre 17 % et 10 % respectivement pour les États-Unis et le Japon. Les avantages inhérents à la seule *taille* du marché unique sont évidents. Il permet de mieux assurer l'affectation de l'épargne aux investissements les plus rentables ; il accroît la concurrence ; il permet de lever davantage de capital à de meilleures conditions sur des marchés de capitaux très liquides.

Néanmoins, *des fluctuations de change excessives sont susceptibles de compromettre les progrès réalisés*. Le Système monétaire européen et son mécanisme de change ont contribué à limiter l'instabilité des changes, mais le niveau actuel d'intégration économique et financière impose aux Européens de faire un pas de plus sur la voie de l'unité monétaire. En effet, on omet souvent le fait que 60 % environ des échanges commerciaux des États membres sont réalisés au sein de l'UE.

Voilà qui fait clairement apparaître *les avantages liés à une monnaie unique*. Elle réduira les incertitudes et facilitera les prises de décision des agents économiques pour la production et l'investissement. Elle permettra une juste comparaison des prix dans toute l'Europe et réduira les coûts de transaction. En outre, la zone de la monnaie unique sera caractérisée par la stabilité des prix et la maîtrise des finances publiques, ce qui renforcera la confiance et favorisera la baisse des taux d'intérêt. Enfin, et c'est aussi un point important, l'euro sera une monnaie internationale de premier plan, ce qui permettra d'élargir le champ de la coopération monétaire internationale.

1.2. D'importantes décisions, prises récemment, ont renforcé la marche vers l'UEM

L'UEM est un projet économique et monétaire qui comporte également des implications politiques très importantes. Les autorités politiques, au plus haut niveau, travaillent actuellement sur ce projet, tout comme les responsables des banques centrales et des ministères des Finances. Cela a indubitablement renforcé la crédibilité de l'intégration monétaire européenne, en particulier au cours des derniers mois.

Aux yeux de la plupart des observateurs, le *Conseil européen de Madrid* marque un tournant décisif qui a contribué à convaincre les agents économiques de la probabilité de la réalisation de l'UEM et de la nécessité de s'atteler dès que possible aux préparatifs. Les chefs d'État et de gouvernement ont pris à Madrid *trois décisions fondamentales*. Ils ont *confirmé la date du 1^{er} janvier 1999* pour le démarrage de l'Union monétaire. *Ils ont donné un nom, l'euro, à la monnaie unique* et élaboré *le scénario pour le passage à la monnaie unique*, en s'appuyant sur les propositions techniques formulées notamment par l'*Institut monétaire européen*. Conformément à ce scénario, les États membres se sont engagés à libeller les nouvelles émissions publiques exclusivement en euro à compter de janvier 1999.

Par ailleurs, le sommet de Madrid a recensé trois domaines qui devront, sans tarder, faire l'objet de décisions. Il s'agit des futures relations de change entre la zone euro et les monnaies n'en faisant pas encore partie, du pacte de stabilité destiné à renforcer la discipline budgétaire au cours de la troisième phase de l'UEM et du cadre juridique régissant l'utilisation de l'euro.

Les négociations relatives aux relations de change entre *les pays participant à la monnaie unique et les exclus* sont pratiquement achevées. Un consensus s'est dégagé en faveur d'un nouveau mécanisme de change, centré sur l'euro, afin de garantir un fonctionnement harmonieux du marché unique et de renforcer la coopération monétaire dans l'ensemble de l'UE.

² Accord de libre échange nord-américain

Les discussions sur le *pacte de stabilité budgétaire* sont également bien avancées. En s'engageant à respecter une discipline budgétaire et en imposant des sanctions financières en cas de déficit excessif, les États membres vont garantir un dosage équilibré des politiques budgétaire et monétaire au sein de l'UE, qui conduira à un niveau de crédibilité élevé pour l'euro et donc à une croissance saine et durable. Je suis convaincu qu'un tel pacte de stabilité contribuera, de façon décisive, au succès de l'Union monétaire.

Enfin, l'UEM a besoin d'un *fondement juridique* solide pour promouvoir la crédibilité et l'irréversibilité du passage à la monnaie unique. Les agents économiques du secteur privé, au premier rang desquels les institutions financières, ont besoin que l'euro soit doté d'un statut juridique clair avant d'être largement utilisé en 1999. Les textes réglementaires européens en cours d'élaboration établissent clairement que l'euro est la monnaie de l'Union monétaire européenne. Dès lors, les *monnaies nationales*, qui continueront de circuler, en parallèle, durant une phase transitoire, seront des *expressions et des subdivisions de l'euro* (et les agents économiques seront libres d'utiliser indifféremment l'un ou l'autre). Une autre conséquence importante est que le *basculement vers l'euro garantira la continuité des contrats existants libellés soit en monnaies nationales, soit en écu* ; les obligations découlant de ces contrats ne seront pas modifiées, à moins qu'il n'existe une clause explicite prévoyant le contraire. En pratique, on a pu constater que ce genre de clauses était très rare.

Le cadre opérationnel pour ces trois questions fera l'objet d'un examen de la part des chefs d'État et de gouvernement à Dublin en décembre. Les travaux préparatoires seront intensifiés en 1997, pour mener, début 1998, à la décision relative aux pays qui participeront à l'UEM en janvier 1999.

2. La France fera partie de l'UEM dès le départ

La France *adhérera à l'UEM en 1999*, non seulement en raison des avantages intrinsèques de l'UEM, mais également parce que les efforts exigés pour entrer dans l'UEM auraient de toute façon dû être entrepris par tout pays souhaitant être performant au sein de l'économie internationale.

Je souhaiterais exposer devant vous de quelle manière nous envisageons de remplir les critères de convergence. *À l'heure actuelle, la France satisfait à quatre des cinq critères.*

Le *taux d'inflation*, mesuré par la hausse, en glissement annuel, de l'indice des prix à la consommation, s'établissait à 1,6 % en septembre, soit un niveau inférieur à l'objectif de 2,0 % retenu par la Banque de France. Le *franc français* participe au mécanisme de change européen depuis sa création et, depuis janvier 1987, son cours pivot vis-à-vis des devises les plus stables et les plus solides en Europe est resté inchangé. Nos *taux d'intérêt à long terme* sont parmi les plus bas d'Europe et du monde. Les rendements des emprunts d'État à 5 ans et 10 ans se situent actuellement à égalité avec ceux de l'Allemagne et seuls le Japon et la Suisse font état de niveaux plus bas. Le ratio *dette publique/PIB* se situe en dessous de la barre de 60 % fixée par le traité de Maastricht.

En ce qui concerne le dernier critère, limitant le rapport entre *déficit public* et PIB à 3 %, la situation s'améliore progressivement. Le déficit se situe vraisemblablement autour de 4 % du PIB cette année. Le gouvernement français a mis en œuvre un programme d'assainissement budgétaire à court et moyen termes et ces efforts seront poursuivis. Mais, je souhaiterais tout d'abord dire quelques mots de l'orientation de la politique monétaire.

2.1. La politique monétaire française est axée sur la stabilité et la crédibilité

La *stabilité* et la *crédibilité* sont deux des expressions favorites des gouverneurs de banque centrale. Ce sont là plus que de simples concepts théoriques. Elles représentent des conditions concrètes pour une croissance saine et durable.

La crédibilité de la politique monétaire française a certainement bénéficié de l'*indépendance* statutaire dont est dotée la *Banque de France* depuis décembre 1993. Cette modification de la loi reflétait le consensus qui existait en France sur la nécessité d'accorder l'indépendance à la Banque centrale. Je suis personnellement convaincu que, dans un environnement financier mondial de plus en plus complexe, l'indépendance de la banque centrale constitue un pôle de stabilité et de crédibilité pour des agents économiques aux prises avec de nombreuses incertitudes.

L'objectif final de la Banque de France consiste à assurer la stabilité des prix, en contenant le taux d'inflation annuel en deçà de 2 %. Les décisions en matière de taux d'intérêt sont prises par les neuf membres du *Conseil de la politique monétaire*. Ils ne peuvent solliciter ni recevoir d'instructions de la part du gouvernement ou de toute autre entité. Les événements des trois dernières années ont montré que l'indépendance de la Banque de France est bien réelle et qu'elle fait office de gardien de la monnaie au service de toutes les sensibilités politiques en France, conformément aux intentions du législateur. Cette expérience a *constamment renforcé sa crédibilité*, tant en France qu'à l'étranger.

Mais indépendance ne signifie pas maintien à l'écart des institutions démocratiques françaises. Le concept de *responsabilité* est la contrepartie indispensable de l'indépendance. C'est pour cette raison que la Banque de France présente son rapport d'activité au président de la République et au Parlement, comme l'a prévu la loi qui lui accordé son indépendance, et qu'elle explique sa politique au grand public par le biais de conférences et de publications sur une base régulière.

La crédibilité de la politique monétaire française a contribué à *une décrue ordonnée mais sensible des taux du marché à court terme*, sans pour autant compromettre la stabilité des prix ou du taux de change. Les taux interbancaires nominaux à 3 mois se situent désormais à 3,4 %, soit le plus bas niveau enregistré depuis trente ans. Aujourd'hui, notre taux à 2 ans est inférieur à 4 %, celui à 5 ans inférieur à 5 % et le taux à 10 ans se situe en deçà de 6 % : à l'évidence, la crédibilité de notre stratégie porte ses fruits.

2.2. Le gouvernement français s'est clairement engagé à remplir le critère relatif au déficit

Je souhaiterais aborder maintenant la question de la politique budgétaire. Le gouvernement français a adopté un *programme d'assainissement* visant à ramener le déficit budgétaire à 3 % du PIB en 1997, ce qui permettra à la France de respecter l'ensemble des critères de convergence et d'adhérer à l'UEM en 1999.

Je souhaiterais souligner le fait qu'à cet égard, l'objectif ne consiste pas uniquement à satisfaire au critère pour pouvoir participer à l'UEM, mais également à *garantir une situation budgétaire viable à moyen terme, c'est-à-dire après 1999*. Cela contribuera à un dosage équilibré de politiques économiques en Europe, reposant sur des politiques budgétaires saines. La Banque centrale européenne, organisme indépendant, garantira la stabilité des prix et un Conseil de stabilité veillera à la coordination des politiques budgétaires et aidera à prévenir et à sanctionner les déficits excessifs.

Un dosage adéquat des politiques monétaire et budgétaire garantira *la crédibilité de l'euro en tant que devise internationale de premier plan*. Et je voudrais souligner le fait que la confiance dans l'euro doit être établie dès maintenant à un très haut niveau parce que nos taux à 10 ans incorporent deux ans et demi de franc français et déjà sept ans et demi d'euro.

L'assainissement budgétaire en France et dans d'autres pays de l'UE va également stimuler les perspectives de croissance. Diverses études, ajoutées à l'observation empirique, montrent que le processus d'assainissement budgétaire n'entravera pas nécessairement la croissance, en particulier dans les économies actuelles, largement internationalisées. Ainsi, en France, le recul très sensible des taux à court et long termes intervenu l'année passée traduit la crédibilité de notre politique monétaire, ainsi que la réduction des déficits publics.

Je suis dès lors convaincu que *l'économie française sera prête pour faire partie de la zone de monnaie unique en 1999*. Les agents économiques du secteur privé partagent cette conviction, non seulement les investisseurs internationaux, mais aussi les institutions financières françaises, qui se sont déjà attelées à des préparatifs de grande ampleur.

3. Les institutions financières et les marchés de capitaux français seront prêts pour l'euro en 1999

L'UEM repose sur un engagement politique clair. Elle bénéficiera, dès l'abord, d'un environnement macro-économique stable. Les institutions financières et les marchés de capitaux français se préparent donc très activement afin de pouvoir effectuer des opérations en euro dès le début 1999.

Les *institutions financières*, qui sont au centre du processus de passage à la monnaie unique, sont aujourd'hui en train de *définir les procédures pratiques* pour réaliser cette transition. Au cours des deux dernières années, la coopération entre la profession bancaire et la Banque de France sur ce thème a été intense et fructueuse. L'été dernier, ces discussions ont conduit à la publication d'un rapport intérimaire exhaustif présentant les principales conclusions des consultations menées avec la profession bancaire.

Je suis donc convaincu que les institutions financières et les marchés de capitaux français seront prêts pour 1999, en premier lieu parce qu'il existe *un engagement fort des autorités* et, en second lieu parce que *leur scénario pour le passage à la monnaie unique est cohérent et crédible*.

3.1. Les autorités se sont fermement engagées en faveur du passage à la monnaie unique

Cet engagement est très important, étant donné qu'il aide les agents du secteur privé en fournissant des lignes directrices et en renforçant la confiance dans l'issue de l'ensemble du processus. Cet engagement présente quatre aspects principaux.

Premièrement, *le SEBC définira et conduira la politique monétaire et la politique de change en euro dès le début de la phase III de l'UEM*. Par voie de conséquence, les comptes détenus par les banques commerciales sur les livres des banques centrales de l'Union monétaire seront libellés en euro. Cela va forcément influencer le comportement des opérateurs de marché et conduire à un basculement rapide sur les marchés monétaires et de change.

Le deuxième facteur est *la décentralisation des opérations de politique monétaire et de change du SEBC*. Cela n'affectera pas l'unicité de la politique monétaire au sein de l'Union monétaire, étant donné que les décisions-clés seront prises par le Conseil de la Banque centrale européenne, constitué des gouverneurs des banques centrales nationales et des dirigeants de la Banque centrale européenne. La mise en œuvre de ces décisions sera assurée par les banques centrales nationales, qui ont une connaissance approfondie des spécificités propres à leurs marchés monétaire et de change. Ce flux d'opérations nationales fournira de la liquidité aux marchés libellés en euro.

Le troisième facteur est l'engagement pris par les autorités nationales d'*émettre de nouveaux emprunts publics exclusivement en euro* à compter de janvier 1999. En outre, l'État français a annoncé que l'encours actuel de dette publique sera converti en euro au début de 1999. Cette mesure créera un important stock de garanties pour la politique monétaire et accroîtra sensiblement la liquidité des marchés obligataires en euro.

Le quatrième facteur a trait aux *systèmes de paiement*. Premièrement, les marchés monétaires nationaux de l'ensemble des pays de l'Union monétaire seront connectés entre eux par le biais du système *Target*. Deuxièmement, tous les systèmes de paiement existant en France fonctionneront en euro à partir de 1999. Cela signifie que toutes les opérations portant sur des instruments du marché monétaire, des obligations ou des actions seront traitées en euro par des systèmes techniquement fiables.

3.2. Le scénario des institutions financières françaises est parfaitement cohérent et crédible

Le message des institutions financières et des marchés financiers français, au nombre desquels le Matif, est tout à fait clair : la place de Paris sera en mesure d'effectuer l'ensemble des opérations en euro dès le début de 1999. C'est là une bonne nouvelle, non seulement pour les agents économiques nationaux, mais également pour les investisseurs et les émetteurs étrangers. Les avantages liés à la monnaie unique pourront donc bénéficier à tous dès le début 1999. Cela vaut pour toutes les composantes et tous les acteurs des marchés français de capitaux.

En ce qui concerne la politique monétaire, les banques françaises sont déjà familiarisées avec les instruments qui seront utilisés par le SEBC. Seules des adaptations minimes seront nécessaires. De même, le basculement vers la monnaie unique n'engendrera pas de grandes difficultés sur les marchés monétaire et de change. Il reste à résoudre certaines difficultés techniques sur les marchés obligataires, notamment lorsqu'il s'agira d'arrondir les montants nominaux initialement libellés en franc et convertis en euro.

Comme les marchés monétaire et obligataire français sont très liquides et efficents, le Matif fournira l'infrastructure et les instruments dont les opérateurs ont besoin pour se préparer dès maintenant à travailler entièrement en euro à compter de 1999. À cette fin, le Matif a chargé une cellule interne de travailler sur la conversion en euro des contrats existants et sur la définition de nouveaux contrats.

Un élément très notable a été la décision de faire entièrement basculer le *marché français des actions* vers l'euro à partir du début 1999. Dans ce cadre, l'euro sera utilisé à la fois pour les transactions, les cotations et dans les systèmes de règlement, tandis que les opérateurs individuels pourront continuer d'utiliser le franc français, s'ils le souhaitent.

Cela signifie que les *intermédiaires* mettront en place des systèmes de convertisseurs pour assurer l'interface entre leurs clients d'une part et leurs salles de marché et post-marché d'autre part.

Enfin, l'émergence de marchés financiers efficaces en euro sera facilitée par un *environnement juridique sûr* garantissant en particulier la continuité des contrats.

Il existe un consensus sur ces objectifs au sein des institutions financières françaises et nous nous trouvons maintenant dans la *phase de mise en œuvre* de ce qui constitue certainement l'un des projets les plus stimulants de cette fin de siècle. Ce processus est favorisé à la fois par la coopération entre les différents acteurs du marché et par la concurrence qui s'exerce entre eux. Toutes ces évolutions mettent en relief l'efficience des marchés français de capitaux.

En conclusion, j'aimerais vous livrer quatre réflexions.

– Premièrement, il ne faut pas sous-estimer l'ampleur et la hardiesse des réformes structurelles que les Européens ont décidé d'entreprendre. Pour prendre l'exemple de la France, imaginez que plus de cent ans avant que Christophe Colomb ne prenne la mer, nous frappions déjà de la monnaie en franc !

– Deuxièmement, je pense qu'il est important de mentionner la période de convergence et de stabilité déjà réalisée au sein de l'Union européenne : la stabilité monétaire n'est pas seulement un projet pour l'avenir mais elle s'appuie déjà sur une longue expérience. Ainsi, sept des pays faisant partie du mécanisme de change n'ont pas enregistré de modification de leurs cours pivots depuis janvier 1987, c'est-à-dire depuis près de dix ans. Ces sept pays comptent au total 170 millions d'habitants, soit un chiffre situé à mi-chemin entre les populations du Japon et des États-Unis.

– Troisièmement, c'est une attitude répandue mais, à mon sens, erronée que de considérer la discipline budgétaire et la stabilité monétaire en Europe comme des contraintes imposées par l'Union économique et monétaire.

Nous agirions exactement de même en l'absence du traité de Maastricht. Dans le cas de la France, nous ne modifierions certainement pas la *politique monétaire* axée sur la stabilité et la crédibilité conçue avant même la signature du Traité et qui porte aujourd'hui ses fruits. En ce qui concerne la *politique budgétaire*, le critère de 3 % a été introduit dans le Traité à l'initiative de la France parce que cette règle correspondait à celle fixée pour notre pays en 1982-1983, dans le cadre d'un consensus qui transcendait les partis politiques.

Il en va de même des *réformes structurelles* qui sont nécessaires dans l'ensemble de l'Europe et en France pour favoriser la création d'emplois et combattre le chômage, phénomène qui, selon l'OCDE, est de nature structurelle à hauteur de 80 %.

– Enfin, j'estime qu'il convient de souligner que l'Europe et la France sont en passe de connaître une croissance plus forte. Selon l'INSEE, organisme indépendant, la croissance française s'est probablement située autour de 1 % au troisième trimestre (soit 4 % en données annualisées) et le FMI prévoit pour la France une croissance avoisinant 2,4 % en 1997. L'accélération de la croissance qui se dessine actuellement est très saine, puisqu'elle s'accompagne d'une faible inflation, d'un important excédent au titre des paiements courants et d'un faible niveau d'endettement du secteur privé et des ménages.

L'EURO, UNE RÉALITÉ LE 1^{ER} JANVIER 1999 : QUELS PRÉPARATIFS POUR LES PLACES ET LES ACTEURS FINANCIERS ?¹

Intervention de Hervé Hannoun, sous-gouverneur de la Banque de France,
à la conférence Euro du Matif, à Paris, le 4 décembre 1996

La Banque de France est activement engagée dans la préparation de l'introduction de la monnaie unique. D'une part, en qualité de banque centrale membre du futur Système européen de banques centrales (SEBC), elle doit adapter son dispositif opérationnel pour pouvoir participer aux opérations de politique monétaire de la zone euro. D'autre part, du fait de ses missions fondamentales et de la position centrale qu'elle occupe au cœur du système financier français et au cœur des systèmes de paiement, elle est aussi naturellement amenée à jouer un rôle majeur dans le déroulement des préparatifs de la place.

Cela fait maintenant près de deux ans que la Banque de France a pris l'initiative de constituer un groupe de concertation avec la place de Paris en vue de préparer le passage à la monnaie unique.

Je crois pouvoir dire que la démarche suivie à Paris a été exemplaire en ce qu'elle a très tôt — plus tôt qu'ailleurs en Europe — associé étroitement autorités monétaires et professionnels de la place financière. Cette concertation s'est déroulée en deux phases.

— En 1995, elle a porté sur *l'élaboration du scénario* de passage à la monnaie unique au niveau européen. En même temps que la Banque de France participait très activement à la définition du scénario au sein de l'Institut monétaire européen, elle s'attachait à vérifier dans le cadre de la concertation de place la faisabilité technique de ce scénario au fur et à mesure de son élaboration jusqu'à son adoption au sommet de Madrid.

— En 1996, la concertation a porté sur la mise en œuvre du scénario à travers *la préparation d'un schéma de place*, en cours de finalisation.

¹ Ce texte a été établi avec le concours d'Yves Nachbaur, directeur adjoint à la direction des Marchés de capitaux.

1. Rappel du scénario de passage à l'euro en deux temps : opérations de gros, puis opérations de détail

Au début des discussions, trois scénarios étaient étudiés : le scénario de la masse critique, le scénario du *big bang* différé et le scénario guidé par la demande, ou de la vague montante.

Comme vous le savez, dans le scénario finalement adopté, la transition vers la monnaie unique s'opérera selon *un scénario en deux temps* : opérations de gros, opérations de détail. Au début de 1999, sous l'effet de la conduite en euro de la politique monétaire du SEBC, et de l'engagement des États membres de libeller en euro les nouvelles émissions de dette publique, les marchés basculeront rapidement à l'euro. Ensuite, au début de 2002 au plus tard, lorsque les billets et pièces en euro apparaîtront, et lorsque les administrations publiques basculeront à l'euro, toutes les activités dites de « banque de détail » passeront à l'euro.

Cela signifie qu'entre 1999 et 2002, durant la période de transition, les banques constitueront la frontière entre deux sphères, l'une travaillant en euro (les marchés) et l'autre utilisant encore les anciennes dénominations nationales (la banque de détail). Dans la mesure où ces deux sphères ne sont pas totalement isolées l'une de l'autre, les banques joueront un rôle primordial d'interface.

Cette mission d'interface sera assurée par le biais de convertisseurs permettant, comme leur nom l'indique, de convertir les montants des anciennes monnaies nationales vers l'euro et *vice versa*, tandis que pourra être conservée une information sur la monnaie d'origine de la transaction. Ces convertisseurs seront placés chez les institutions financières. Le scénario de transition adopté à Madrid a donc placé les banques au cœur du processus de transition.

Ce scénario mêle certains éléments des trois scénarios étudiés au départ : il se rapproche le plus du scénario de la *masse critique* à travers le basculement dès le 1^{er} janvier 1999 des opérations de gros montant permettant d'assurer l'irréversibilité du processus ; il comporte quelques éléments de *big bang différé* à travers le basculement décalé de la monnaie fiduciaire et des administrations publiques ; il intègre enfin l'idée de *vague montante* à travers le principe « ni obligation ni interdiction » qui a pour conséquence de ne pas exclure, même si on peut la prévoir limitée, une demande d'euro de la part des agents non financiers entre le 1^{er} janvier 1999 et le 1^{er} janvier 2002.

Je vais essayer de décrire le processus de passage à l'euro en distinguant le basculement de la politique monétaire, le basculement des systèmes de paiement de gros montant, le basculement des marchés et enfin le basculement de la banque de détail.

2. Le basculement des opérations de politique monétaire

Avant d'analyser les aspects techniques de ce basculement, je rappellerai que l'objectif de la politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) sera la stabilité des prix. Il faudra que l'euro soit aussi solide et crédible que le franc.

L'entrée en phase III représente un changement important pour les banques centrales des pays participants, qui vont devoir adapter leur dispositif opérationnel à la conduite d'une politique monétaire unique, mais mise en œuvre de façon décentralisée.

2.1. Une politique monétaire unique et mise en œuvre de manière décentralisée

Je voudrais très brièvement revenir sur ces deux principes essentiels (unicité de la conception, décentralisation de l'exécution).

– Par nature, la politique monétaire de la zone euro sera unique et du ressort de la seule Banque centrale européenne. Les décisions de celle-ci s'imposeront à l'ensemble de la zone euro, au sein de laquelle les taux d'intérêt à court terme seront identiques.

– Cependant, comme l'illustre un premier schéma (cf. annexe 1), le principe d'unicité de la politique monétaire ne fait pas obstacle à une mise en œuvre décentralisée. Chaque banque centrale nationale restera l'interlocuteur naturel des établissements de crédit implantés dans le pays pour l'exécution de la politique monétaire. C'est ce mode d'organisation multipolaire qui a été retenu pour définir le cadre opérationnel du SEBC. La Banque de France a toujours été très attachée à cette approche, qui a le mérite d'assurer l'égalité de traitement et l'égalité des chances des différentes places financières. Dans la mesure où il sera appuyé sur des systèmes d'information et de transferts performants, ce caractère multipolaire sera un gage d'efficacité de la politique monétaire unique. La Banque de France sur sa place, comme les autres banques centrales nationales (BCN) sur leur place respective, sera ainsi totalement impliquée dans la mise en œuvre de la politique monétaire du SEBC, et à ce titre, elle sera l'un des principaux points d'accès à la monnaie centrale.

2.2. Un dispositif opérationnel adapté

Dans la mesure où le dispositif retenu repose sur les banques centrales nationales, celles-ci doivent procéder à un effort d'adaptation significatif d'ici le 1^{er} janvier 1999. La Banque de France s'y emploie activement. Toutes ses procédures et toute son organisation opérationnelle sont appelées à être revues pour faire basculer l'ensemble de ses applications à l'euro, seule dénomination utilisée pour la politique monétaire et pour introduire les fonctionnalités nouvelles requises par le SEBC. Un deuxième schéma (cf. annexe 2) permet de visualiser, dans ses grandes lignes, le futur dispositif opérationnel de la Banque de France pour la mise en œuvre de la politique monétaire en phase III. J'en soulignerai les points les plus importants.

2.2.1. Les instruments de politique monétaire

Dans le cadre du SEBC, les banques centrales nationales auront à leur disposition une palette élargie *d'instruments de politique monétaire*¹; un certain nombre de ces instruments sont nouveaux par rapport aux pratiques actuelles de la Banque de France.

– Il en va ainsi des *facilités permanentes* à 24 heures, facilité de dépôt d'une part, facilité de refinancement marginal de type Lombard d'autre part, qui détermineront le corridor d'évolution du taux d'intérêt au jour le jour. Le jalon bas de ce corridor (la facilité de dépôt) est un élément nouveau dans notre politique monétaire, tandis que le jalon haut (la facilité de refinancement marginal) différera de notre guichet actuel de pensions de 5 à 10 jours simplement par une échéance plus brève. Il va falloir précisément définir les règles de fonctionnement opérationnel de ces facilités en liaison avec le système TBF (conditions d'accès, conditions des tirages sur avances ou constitution de dépôts).

– Constituent aussi une nouveauté pour la Banque de France certaines des opérations de *réglage fin* (*fine tuning*) du SEBC, en particulier l'émission de certificats de dette, opérations qui pourront être mises en œuvre par voie d'enchères ou de façon bilatérale. La fréquence des opérations de réglage fin dépendra du degré de volatilité que la BCE acceptera pour les taux d'intérêt à très court terme et notamment le jour le jour.

– En ce qui concerne enfin les *refinancements réguliers*, la Banque de France aura à mettre en place un système d'adjudications destiné à remplacer notre dispositif actuel d'appels d'offres. Ces opérations pourront se traiter à taux fixe ou à taux variable, cette dernière modalité étant une nouveauté dans notre panoplie d'instruments de politique monétaire. Une facilité de refinancement à trois mois pourrait enfin être introduite, qui viendrait compléter ce dispositif opérationnel.

¹ Cf. tableau en annexe décrivant l'esquisse de cadre de la politique monétaire du SEBC

L'élargissement de la gamme des instruments de politique monétaire entraînera pour la Banque de France une vaste revue de son organisation interne. Nous souhaitons dès 1998 pouvoir disposer d'un outil de télétransmission nouveau permettant l'organisation des appels d'offres et l'activation des facilités permanentes selon les normes requises avec un branchement ultérieur vers la BCE. Le SEBC devra, en effet, pouvoir compter d'entrée sur un système décentralisé, dans lequel la synchronisation entre les parties prenantes et la bonne circulation de l'information seront cruciales. Cette mise à niveau des systèmes de télétransmission est l'un des chantiers majeurs dans lequel la Banque est désormais engagée, avec l'intention de fournir à ses contreparties un outil performant.

2.2.2. Les supports admis en garantie

Les concours accordés par le SEBC pour la mise en œuvre de sa politique monétaire devront obligatoirement être assortis de sûretés appropriées. *Les supports de refinancement proposés, pour pouvoir être admis en garantie, devront répondre à des critères d'éligibilité précis et faire l'objet de procédures de livraison rapides et sûres.* Globalement, le dispositif envisagé distinguera deux catégories de supports mobilisables : le *tier 1* qui comprendra des titres éligibles dans l'ensemble de la zone, et notamment les titres de la dette publique négociables ; le *tier 2* qui sera composé des instruments de dettes que leurs caractéristiques techniques excluront du premier groupe et des créances privées non négociables.

Le système envisagé vise à assurer *l'égalité de traitement entre le papier public et le papier privé*, tout en reconnaissant la diversité des situations et pratiques nationales. Toutefois, la diversité des supports ne saurait se traduire par des différences en termes de sécurité juridique. Celle-ci devra être parfaitement assurée. Cette exigence nécessitera, pour la place de Paris, une amélioration des procédures actuelles de *mobilisation des créances privées* qui devrait déboucher sur la création d'une base de données des créances mobilisables, à partir de laquelle seront extraits les supports mobilisés selon un procédé informatique parfaitement valable juridiquement. Cet outil permettra une utilisation plus facile du papier privé, concurremment avec les titres publics négociables, pour les opérations de politique monétaire du SEBC comme pour les systèmes de paiement garantis.

2.2.3. L'utilisation « transfrontière » des garanties

Les établissements bancaires disposeront par ailleurs d'une *facilité de mobilisation transfrontière des garanties* au travers d'un mécanisme géré par les banques centrales nationales. Il sera en effet possible à un établissement d'apporter en garantie à la banque centrale de sa place d'origine, sur laquelle il se refinancera, des titres ou des créances détenus en propre dans un système de conservation situé dans un autre pays de la zone euro. Un établissement français pourra ainsi, dans le cadre de son refinancement auprès de la Banque de France, mettre en garantie des titres allemands, par l'intermédiaire de la Banque fédérale d'Allemagne, qui jouera alors le rôle de correspondant de la Banque de France pour la livraison du papier. À cet effet, la Banque de France, comme ses homologues, se dotera de structures spécifiques dites de « *Correspondent Central Banking* » qui permettront la mobilisation effective de ces garanties délocalisées. C'est ce que l'on voit dans l'annexe 2 avec, à côté des interfaces pour les titres traités en RGV (Relit grande vitesse) et le papier privé, un troisième mécanisme de mobilisation de garanties permettant l'utilisation transfrontière des titres.

3. Le basculement des systèmes de paiement de gros montant

L'efficacité des systèmes de paiement est un élément fondamental pour la conduite de la politique monétaire du SEBC. Le système *Target*, qui fonctionnera exclusivement en euro, permettra l'acheminement rapide des paiements de montant élevé nécessaire à l'existence d'un marché monétaire unifié de l'euro. Il sera le canal par lequel transiteront toutes les opérations de politique monétaire du SEBC et qui assurera une parfaite circulation de la monnaie centrale dans la zone euro.

L'architecture retenue pour *Target* (cf. annexe 3) repose sur deux éléments clés : dans chaque pays, d'abord, un système de règlement brut en temps réel (RTGS) parfaitement sécurisé, géré par la banque centrale nationale ; entre ces systèmes, ensuite, une interface spécifique à *Target*, « *l'interlinking* ». Assurant une connexion sécurisée et performante entre les différents systèmes bruts domestiques, l'ensemble *Target* contribuera à limiter les risques de règlement dans les opérations transeuropéennes. Sur la place de Paris, l'accès à *Target* se fera exclusivement par l'intermédiaire du système Banque de France-TBF dans lequel se déverseront tous les systèmes de règlement, qu'il s'agisse des systèmes de paiement de gros montant (SNP), du système de règlement livraison (RGV) ou des systèmes de masse (SIT, chambres de compensation).

S'agissant des paiements de gros montant, sur Paris, l'exécution des opérations s'opérera en euro dès le début de 1999, au travers de deux systèmes — l'un fonctionnant en net par le biais du mécanisme de compensation SNP et l'autre en brut dans TBF. Mais, *in fine*, le branchement sur le système de transfert géré par les banques centrales s'effectuera par TBF. C'est bien dans TBF seulement que pourront être exécutés, sous forme irrévocable, et en temps réel, les transferts de fonds en provenance ou à destination des autres pays de la zone, en prenant appui sur les comptes que les BCN s'ouvriront réciproquement sur leurs livres dans leurs systèmes RTGS.

La Banque de France mettra en place le système TBF en 1997. Les premiers tests du système *Target*, à conduire avec l'Institut monétaire européen (IME), sont prévus pour l'été 1997.

4. Le basculement des marchés

L'objectif retenu par la place de Paris est le basculement à l'euro de l'ensemble des marchés, intégralement et de façon définitive dès le début de 1999, qu'il s'agisse des marchés de change, du marché monétaire, du marché obligataire ou du marché des actions. Il faut toutefois distinguer deux niveaux (cf. annexe 4), selon que l'on retient une optique en termes de *flux* de transactions de marché, pour lesquels il y aura bascule totale et immédiate à l'euro, ou une approche en termes de supports, d'encours ou de stocks, pour lesquels la bascule interviendra à des rythmes différents et, dans certains cas, de façon plus progressive.

4.1. Les marchés de change

Sur le marché interbancaire des devises, les *cotations* basculeront en euro dès le 1^{er} janvier 1999. Les *banques* de la place offriront, à compter du 1^{er} janvier 1999, des cotations des devises tierces contre euro et cesseront de coter le franc entre elles comme elles cesseront de coter toutes les devises des pays appartenant à l'*Union monétaire*.

Les *règlements* relatifs aux opérations sur le marché interbancaire des devises s'effectueront en euro dès le 1^{er} janvier 1999.

Les *encours* de positions « devises tierces contre monnaies *in* » détenus par les professionnels (*swaps* de change, options de change) seront automatiquement convertis en tenant compte de la substitution de l'euro aux monnaies nationales. Sur le compartiment du change, le basculement des stocks se fera donc naturellement.

4.2. Les marchés de taux

Dès le début de 1999, les *cotations* sur les marchés de taux pourront, sans difficulté, s'appliquer à des titres en euro, puisqu'elles sont exprimées en taux d'intérêt ou en pourcentage du nominal du titre.

Dès le début de 1999, les flux d'espèces liés aux opérations de *règlement livraison de titres* seront effectués exclusivement en euro dans RGV ou Relit.

Le *basculement du marché monétaire* sera rapide, qu'il s'agisse du compartiment de l'interbancaire ou du compartiment des titres de créances négociables (TCN) :

– dès le 1^{er} janvier 1999, les opérations de politique monétaire seront conduites en euro et les comptes des banques commerciales ouverts sur les livres de la Banque centrale seront exclusivement tenus en euro ; de ce fait, le *marché interbancaire*, désormais élément d'un marché monétaire unifié de la zone euro, basculera en euro. Ce basculement sera favorisé par le fait que les systèmes de règlement de gros montant fonctionneront exclusivement en euro ;

– sur le *marché des TCN*, la conversion en euro du stock des bons du Trésor s'opérera début 1999. Le traitement des autres TCN sera facilité techniquement dans la mesure où, pour l'essentiel, il s'agit de titres à court terme ;

– la préparation doit être poursuivie activement, entre les acteurs du marché, afin de préciser les modalités techniques de conversion à l'euro des titres de toutes échéances pour qu'ils puissent être utilisés comme supports d'un large marché monétaire de l'euro. Le *marché de la pension livrée* pourrait, certes, fonctionner en euro avec des titres qui resteraient provisoirement libellés en francs. Mais il est très important que l'encours de pensions livrées soit converti très rapidement au début de 1999, afin que se constitue d'entrée un marché monétaire homogène en euro.

Le *basculement du marché obligataire* pose des problèmes plus délicats à résoudre, au plan technique, que le marché monétaire.

L'émission de la dette obligataire de l'État en euro, dès le 1^{er} janvier 1999, et l'engagement du Trésor français de convertir en euro le stock de cette dette le plus rapidement possible produiront à l'évidence un effet de masse très favorable, qui incitera d'autres émetteurs à libeller directement en euro leurs nouvelles émissions. La conversion des autres stocks obligataires (en dehors du stock de la dette publique) pourrait être plus progressive.

Une des difficultés du basculement des stocks obligataires réside dans la délicate question de la *conversion des nominaux*. En raison de la notion de coupure, la conversion des nominaux pose le problème des arrondis et des rompus : selon quelles modalités convertir une coupure de 2 000 francs de nominal (cas des OAT) en titre libellé en euro, et quel nominal retenir alors, sachant que le cours de conversion entre le franc et l'euro ne sera pas une valeur entière ? Les réflexions menées jusqu'à présent sur la création de nominaux unitaires en euro (« poussiérisation ») seront affinées et leur faisabilité technique sera vérifiée.

Toujours au chapitre du basculement des marchés de taux, à côté des problèmes de conversion, devra être examinée avec attention la question des *références de marché* (TMP, TIOP, etc.) et de leur adaptation éventuelle au nouvel environnement qui se dessine. Il paraît logique de rechercher une certaine harmonisation de ces références au niveau de l'ensemble de la zone euro. La dynamique d'un marché financier unifié milite à l'évidence en faveur d'une harmonisation des références de marché sur les différentes places, sur le compartiment monétaire, mais également sur le marché obligataire. Il s'agit là de questions d'intérêt commun, sur lesquelles la concertation entre les places et avec les autorités monétaires doit être encouragée. Ce sujet sera examiné par l'IME, dans le cadre de ses réflexions sur l'harmonisation des standards de marché.

4.3. Les marchés à terme de taux d'intérêt

Dans le domaine très important du marché à terme de taux d'intérêt, il faut se féliciter des initiatives prises par Matif SA, à l'initiative de Gérard Pfaudwadel, pour définir, en liaison avec les acteurs de la place, un plan stratégique de préparation à l'euro, dont l'objectif est double :

- offrir le plus rapidement possible une *gamme complète de produits couvrant tous les points de la future courbe des taux en euro*,
- assurer le transfert de la liquidité des contrats francs vers les contrats euro.

4.4. Le marché des actions

L'option choisie par la place est celle d'un *basculement simultané de l'ensemble des marchés d'actions* (règlement mensuel, comptant, OTC) dès le 1^{er} janvier 1999. Cette opération nécessite un accord de place spécifique dont les modalités sont en cours d'élaboration.

À partir du 1^{er} janvier 1999, les actions et valeurs assimilées (titres participatifs, obligations convertibles) seront cotées en euro. La mise en place de convertisseurs chez les intermédiaires assurera jusqu'en 2002 l'interface vis-à-vis de la clientèle titulaire de comptes en francs.

Les opérations sur titres (OST) représentent un chantier complexe puisqu'il faudra concilier, d'une part, la cotation et le règlement livraison effectués en euro dès 1999, d'autre part, le maintien en francs de la comptabilité des émetteurs qui devront ultérieurement procéder à la conversion du nominal des titres.

C'est pourquoi il conviendra, en vue de limiter le nombre d'opérations de conversion à effectuer par les intermédiaires, d'examiner les conditions juridiques qui permettraient, durant la période 1999-2002, aux sociétés cotées d'exprimer en euro les flux financiers correspondant à leurs émissions de titres ou à leurs paiements de dividendes.

5. Le basculement des opérations de détail : 1999-2002

Comme je l'ai rappelé au début de mon intervention, le scénario adopté à Madrid prévoit un basculement en deux temps : les marchés de gros en 1999 et les opérations de détail en 2002. Ce basculement différé des opérations de détail s'explique par les délais nécessaires à la fabrication des billets (2 ans à 3 ans) et à la préparation des administrations publiques.

On peut supposer que la très grande majorité des opérations de détail restera libellée en monnaies nationales durant la période de transition, ne serait-ce qu'en raison de nombreux « facteurs de rappel » : absence de monnaie fiduciaire en euro, salaires et prix exprimés en monnaie nationale, relations avec les administrations publiques libellées en monnaie nationale. On ne peut toutefois exclure le développement durant cette période d'une demande en euro, émanant notamment des entreprises travaillant à l'international.

Le développement d'une telle demande découlerait d'ailleurs logiquement du volet « non interdiction » du principe « ni obligation, ni interdiction » inscrit dans le scénario de Madrid : l'utilisation de l'euro ne pourra être interdite aux agents économiques durant la période de transition. Ce principe est d'ailleurs consacré par les projets de règlement, actuellement finalisés dans le cadre des instances européennes, sur le statut juridique de l'euro. Ces règlements consacrent en outre deux autres principes clairs : l'euro sera la monnaie de l'Union monétaire dès le 1^{er} janvier 1999, tandis que les anciennes monnaies nationales n'en seront dès cette date que de simples subdivisions (principe de substitution) ; la continuité des contrats existants (en écu ou en monnaie nationale) sera garantie. Un équilibre a ainsi été trouvé qui permettra tout à la fois d'assurer la fongibilité de la monnaie scripturale et la sécurité juridique des transactions.

La profession bancaire française a pris en compte pleinement cette osmose possible entre les sphères de l'euro et des unités monétaires nationales. L'ampleur probable de ce phénomène dit de « porosité » reste difficile à cerner très précisément. Mais il faudra que les banques soient capables de répondre à une montée de la demande en euro émanant des agents non financiers, par une adaptation rapide de leurs chaînes de traitement informatique et de leurs systèmes d'information à destination de la clientèle.

Je constate avec satisfaction que la place de Paris s'est donné les moyens de relever ce défi. Des décisions importantes ont été prises récemment, qui permettront aux systèmes de paiement de masse de traiter conjointement les opérations en francs et celles en euro.

– En ce qui concerne le système *interbancaire de télécompensation* (SIT), bien que fonctionnant en francs, il sera capable de recevoir dès 1999 des opérations initialement libellées en euro, en conservant le nom de la monnaie d'origine et l'écart de conversion (dans le cas d'une opération initialement libellée en euro) ; d'ici la fin de la période transitoire, lorsque le volume des opérations en euro sera devenu important, et à la suite d'une décision de place, le SIT basculera à l'euro.

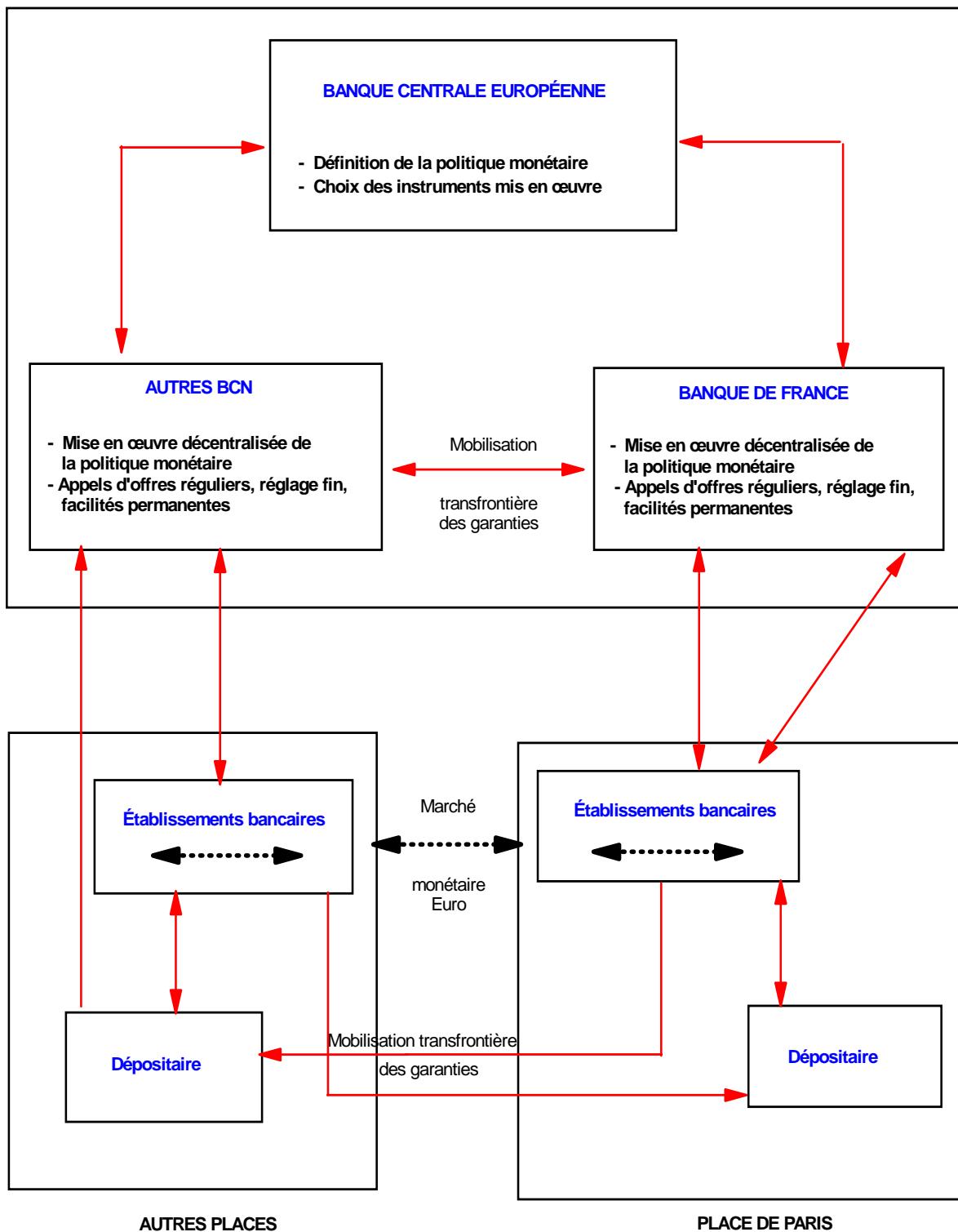
– Par ailleurs, la profession bancaire a convenu de l'émission, dès le début de 1999, de *formules de chèque en euro*, qui seront essentiellement utilisées, à ce stade, par les entreprises. Une vignette de chèque spécifique, comportant une mention « euro » très facilement visualisable, permettra d'éviter les confusions et de contrecarrer les tentatives de fraude. Enfin, les systèmes de recouvrement et de compensation seront à même de traiter ces chèques de manière automatisée grâce à un prémarquage particulier.

6. Un schéma de place en cours de finalisation

Les principaux enjeux stratégiques et les principaux chantiers auxquels est confronté le système bancaire et financier français pour l'introduction de la monnaie unique sont désormais bien identifiés. Ils seront décrits dans *un schéma de place bancaire et financier* en cours de finalisation. Il s'agit dorénavant de passer au stade industriel du projet, afin de mettre en place le plus tôt possible tous les programmes d'investissement nécessaires à la réussite du basculement à l'euro de la place de Paris.

Celle-ci dispose de nombreux atouts : un marché de la dette publique moderne et liquide, un important marché de la pension livrée, un excellent accès aux outils de couverture du risque, avec notamment le Matif, des systèmes de règlement livraison efficaces. Avec l'avènement de la monnaie unique, elle va pouvoir capitaliser sur ces points forts, à condition bien entendu que les travaux de préparation soient bien menés. À cet égard, je crois que nous sommes sur la bonne voie. Une dynamique est à l'œuvre à Paris, sous l'impulsion de ceux qui animent les comités de pilotage, notamment Pierre Simon, à qui je voudrais rendre hommage ici, et Jean-Pierre Patat du côté de la Banque de France, et de ceux qui animent les groupes de place (notamment MM. Charpin, Credot, Debonneuil, Hoenn, Ravise et Théodore). Il faut souligner la qualité de leur contribution à la mise en œuvre de ce grand projet qu'est l'introduction de la monnaie unique.

POLITIQUE MONETAIRE DU SEBC
Schéma opérationnel général

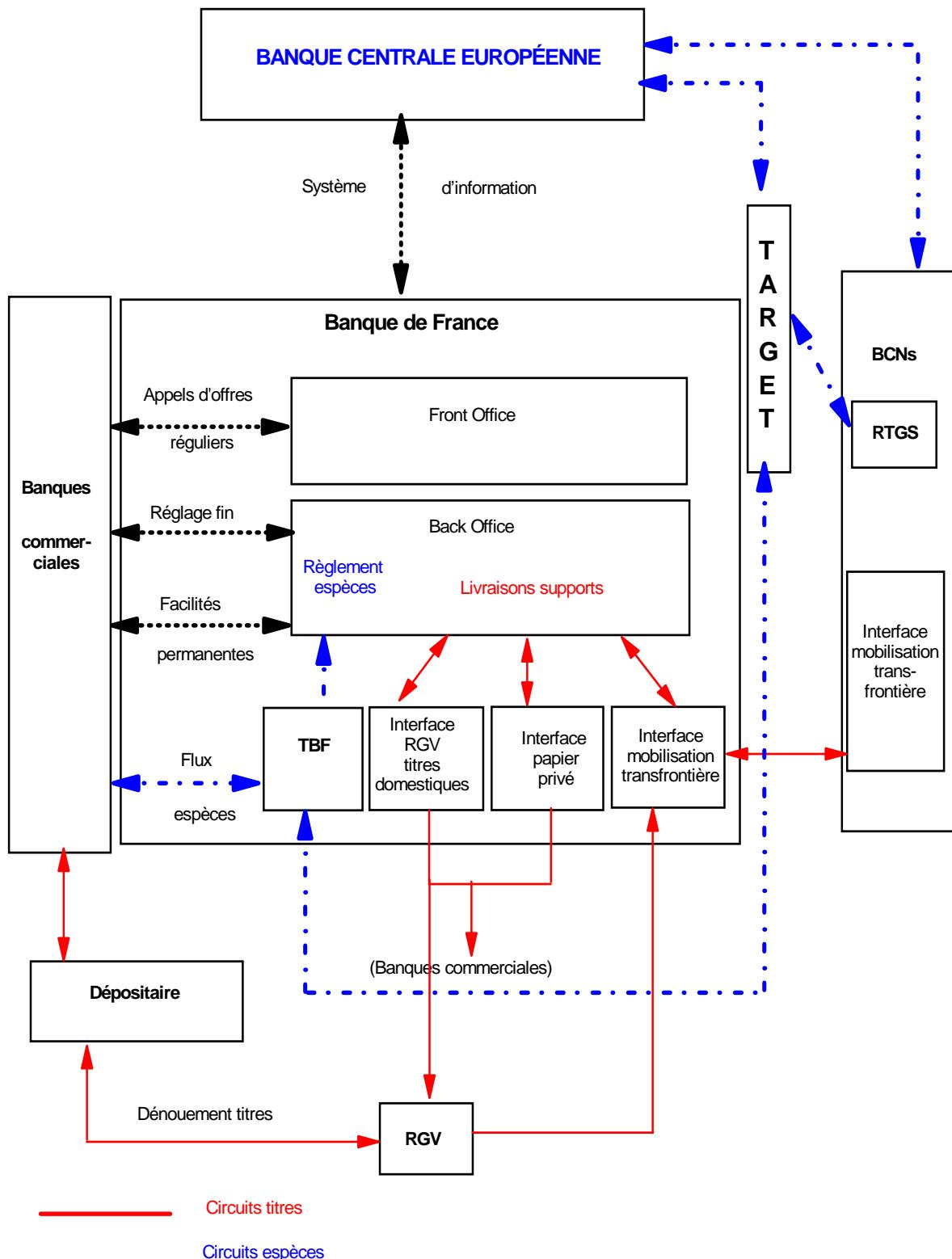


AUTRES PLACES

Réalisation : Banque de France
Direction des Marchés de capitaux

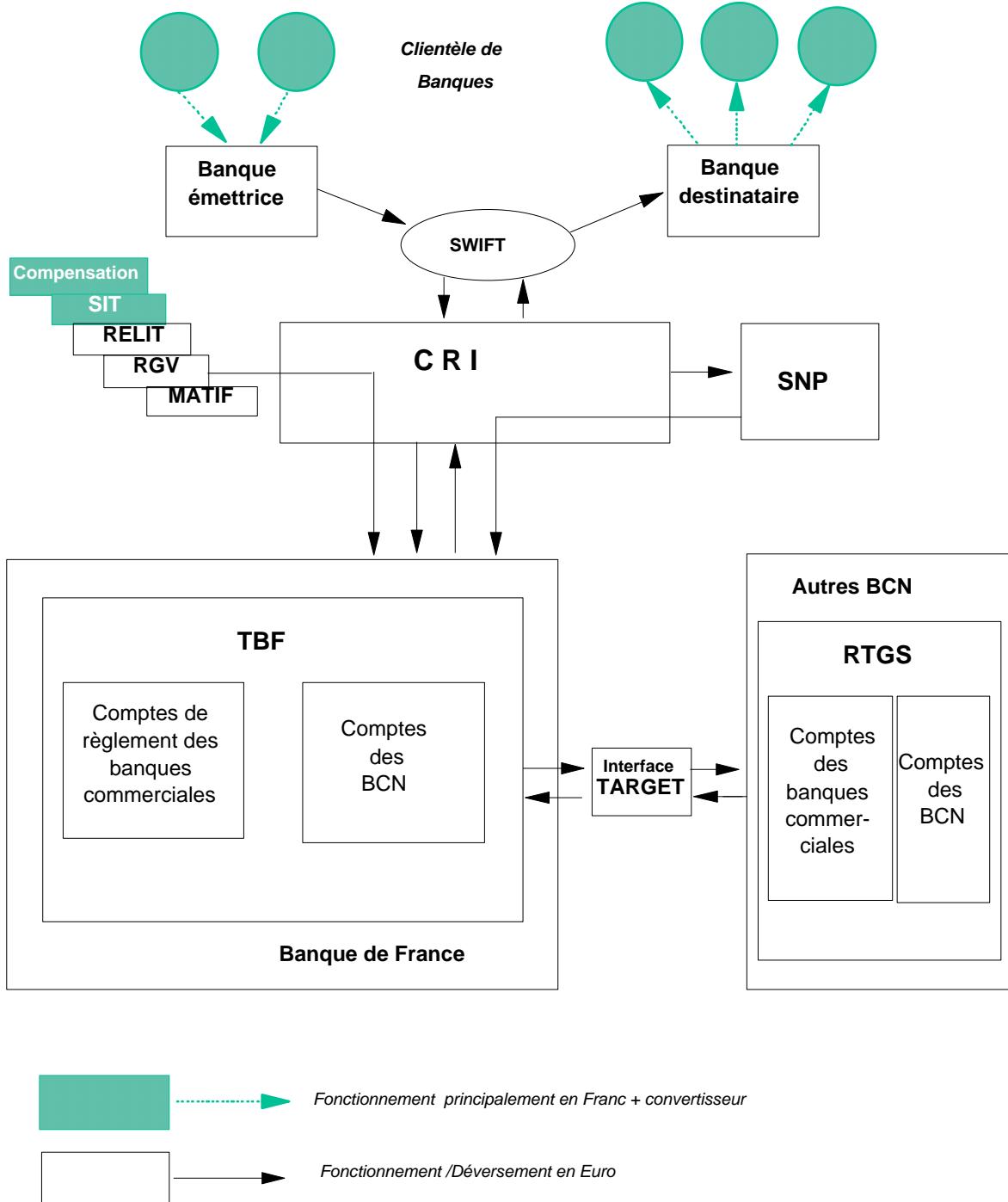
PLACE DE PARIS

**MISE EN ŒUVRE DE LA POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE
PAR LA BANQUE DE FRANCE**



Réalisation : Banque de France
Direction des Marchés de capitaux

ORGANISATION GENERALE DU SYSTEME DE PAIEMENT EN PHASE III



Réalisation : Banque de France
Direction des Marchés de capitaux

BASCULEMENT DES MARCHÉS À L'EURO

Marchés	Flux Transactions	Stock Support
Change	Euro Cotations Négociations	Euro Conversion immédiate à l'euro : des encours de <i>swaps</i> de change, options devise, change à terme
Monétaire	Euro Cotations Négociations	Euro Conversion automatique en euro des TCN en écu Conversion rapide en euro des stocks de TCN en francs et des encours de pensions livrées Nouvelles émissions publiques en euro
Obligataire	Euro Cotations Négociations	Euro/franc Conversion automatique des stocks obligataires en écu Conversion du stock de la dette publique obligataire au début de la phase III Conversion progressive des stocks obligataires privés Nouvelles émissions publiques en euro
Actions	Euro Cotations Négociations	Franc Conversion des nominaux à l'euro le 1 ^{er} janvier 2002

Source : Banque de France
 Direction des Marchés de capitaux

OPÉRATIONS DU SEBC : CADRE OPÉRATIONNEL POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

	Type d'opération		Échéance	Fréquence	Procédure
	Apport de liquidité	Absorption de liquidité			
Opérations de marché					
– Refinancement de base	Prise en pension ou prêts garantis		2 semaines	Hebdomadaire	Adjudication
– Refinancement à 3 mois	Idem		3 mois	Mensuelle	Idem
– Réglage fin	Prise en pension	Mise en pension emprunts en blanc	Non standardisée	Non régulière	Adjudication rapide (cercle restreint)
	<i>Swaps</i> devises	<i>Swaps</i> devises		Non régulière	Bilatérale ou adjudication restreinte
	Achats titres	Ventes titres		Non régulière	Bilatérale
– Émissions de certificats de dette		Émission titres	Non standardisée	Non régulière	Adjudication
Facilités permanentes					
– Avances	Prise en pension ou prêts garantis		24 heures		À l'initiative des contreparties
– Dépôts		Dépôts	24 heures		À l'initiative des contreparties

Source : Banque de France
Direction des Marchés de capitaux

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 151 – novembre 1996

DIRECTION DE LA CONJONCTURE
(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – octobre 1996

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX
(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

Les études de l'Observatoire des entreprises L'endettement des entreprises de 1989 à 1995

DIRECTION DES ENTREPRISES
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Midi-Pyrénées – novembre 1996 La situation du système productif – année 1995

BANQUE DE FRANCE TOULOUSE
Secrétariat régional Midi-Pyrénées
(Tél. : 05 61 61 35 35 – Télécopie : 05 61 61 35 18)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Nord-Pas-de-Calais – novembre 1996 Les industries de la teinture

BANQUE DE FRANCE ROUBAIX-TOURCOING
Secrétariat régional Nord-Pas-de-Calais
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 95)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Nord-Pas-de-Calais – novembre 1996 Le négoce et l'industrie de la laine

BANQUE DE FRANCE ROUBAIX-TOURCOING
Secrétariat régional Nord-Pas-de-Calais
(Tél. : 03 20 40 47 69 – Télécopie : 03 20 40 47 95)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

2. Contribution à des publications extérieures

« Le sixième critère »

par Paul Marchelli, membre du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France
(*Le Monde* – 22 novembre 1996)

Vrais et faux débats

par Jean Boissonnat, membre du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France
(*Le Journal du Dimanche* – 24 novembre 1996)

« Banque de France : un couac au sommet »

Entretien avec Paul Marchelli, membre du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France
(*Libération* – 26 novembre 1996)

« L'Allemagne appelée à tenir compte des intérêts économiques français »

Entretien avec Jean-Pierre Gérard, membre du Conseil de la Politique monétaire de la Banque de France
(*Le Monde* – 29 novembre 1996)

« L'euro doit être une monnaie au moins aussi crédible que les meilleures monnaies de l'Europe »

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France
(*MTF – L'Agefi* – n° 85 – novembre 1996)

« Trichet defends policy on exchange rate »

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France
(*Financial Times* – 2 décembre 1996)

« Le Comité a reçu moins de deux cents déclarations de la part des établissements déjà agréés »

Entretien avec Pierre-Henri Cassou, secrétaire général du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (Cecei)
(*L'Agefi* – 4 décembre 1996)

3. Communications des responsables de la Banque de France

La France et l'UEM³

Intervention de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France
lors du dixième anniversaire du Matif,
à New York, le 21 octobre 1996

L'euro, une réalité le 1^{er} janvier 1999 : quels préparatifs pour les places et les acteurs financiers ?¹

Intervention de Hervé Hannoun,
sous-gouverneur de la Banque de France,
lors de la conférence Euro du Matif,
à Paris, le 4 décembre 1996

Entretien avec Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France
sur LCI, le 5 décembre 1996

Politique monétaire : résultats en 1996 et perspectives pour 1997¹

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 17 décembre 1996

La définition de la politique monétaire de la France pour 1997¹

Communiqué de presse, publié à l'issue de la Conférence de presse
de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 17 décembre 1996

³ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

É T U D E S

DOSSIERS

OBLIGATIONS STATISTIQUES POUR L'UNION MONÉTAIRE

En juillet 1996, après approbation par le Conseil des gouverneurs, l’Institut monétaire européen (IME) a publié un rapport présentant les besoins statistiques du futur Système européen de banques centrales (SEBC). Une bonne information statistique est en effet essentielle pour la définition et la conduite de la politique monétaire unique.

Ce rapport a fait l’objet d’une large diffusion auprès des établissements de crédit et des administrations.

Dans la perspective de la phase III de l’Union économique et monétaire, qui commencera le 1^{er} janvier 1999, les statistiques monétaires, financières et de balance des paiements, le plus souvent de la responsabilité des banques centrales nationales, devront être produites dans le courant du second semestre 1998 sur les nouvelles bases. En outre, le SEBC aura recours à certains indicateurs déjà harmonisés (prix, finances publiques) et à d’autres indicateurs économiques. À cet égard, une règle européenne est en cours d’élaboration.

Les travaux nécessaires pour satisfaire à ces obligations, notamment la mise en œuvre des réformes des systèmes de déclaration, sont menés en concertation entre les banques centrales nationales et les établissements de crédit. La fréquence, le contenu et les délais d’obtention des statistiques ont été harmonisés au sein du groupe de travail européen « Statistiques » de l’IME et du Comité des statistiques monétaires, financières et de balance des paiements,

placé sous l'égide de l'Office statistique des Communautés européennes (Eurostat) ; ils tiennent compte de la diversité des situations et des structures nationales.

Ce document s'attache d'abord aux statistiques dont le Système européen de banques centrales aura la responsabilité première au niveau européen (statistiques bancaires et monétaires, compte financier de la balance des paiements), ou dont il partage la compétence avec l'Office statistique des Communautés européennes (comptes nationaux financiers, compte de transactions courantes de la balance des paiements et synthèse trimestrielle complète).

Enfin, les États membres qui pourraient rester initialement en dehors de la zone de l'Union monétaire sont également encouragés à mettre en œuvre les propositions d'harmonisation afin de renforcer la cohérence et la qualité des statistiques de l'Union européenne (UE).

Direction générale des Services étrangers

Direction de la Balance des paiements

Direction générale des Études

Direction des Études et Statistiques monétaires

Avant-propos

Rien n'est plus important pour la politique monétaire que de bonnes statistiques. L'information statistique est nécessaire pour décider des mesures à prendre, pour les expliquer au public, et pour évaluer leurs effets *a posteriori*. Si la politique suivie ne peut être justifiée et expliquée, elle ne sera pas comprise et l'institution qui l'applique manquera de crédibilité. Son objectif même risquera d'être compromis. Dans la mise en œuvre de leur politique monétaire nationale, les banques centrales de chacun des pays membres de l'Union européenne utilisent les types d'information statistique présentés dans cette brochure. Le Conseil de la Banque centrale européenne en aura également besoin dans la conduite de la politique monétaire unique et des opérations de change en phase III.

La politique du SEBC s'appliquera globalement à la zone de monnaie unique. Il est parfois possible de construire les agrégats nécessaires pour la zone de la monnaie unique en faisant la somme ou la moyenne des données nationales. Mais le plus souvent, la définition et le champ des statistiques élaborées pour répondre aux besoins nationaux diffèrent d'un pays à l'autre, de sorte qu'il n'est pas possible de les utiliser sans modification pour confectionner des agrégats significatifs. Dans les domaines importants des statistiques monétaires et de balance des paiements, des informations complémentaires sont nécessaires pour effectuer une consolidation correcte au niveau de la zone de monnaie unique. Qui plus est, la fréquence et le délai d'obtention, ainsi que, bien évidemment, la disponibilité, doivent être harmonisés dans tous les domaines statistiques. Pour ces raisons, l'article 109f du traité de Maastricht stipule que l'IME est chargé de l'harmonisation des statistiques pour la préparation de la phase III.

Cette brochure est pour une grande part consacrée aux statistiques monétaires, bancaires et de balance des paiements, qui sont essentiellement du ressort de l'IME au niveau de l'Union européenne, ou dont la charge est partagée avec Eurostat. Dans ces domaines, l'IME travaille en étroite collaboration avec les banques centrales qui sont responsables ou étroitement impliquées au niveau national et collectent la plupart des données auprès des institutions financières. Mais les besoins statistiques pour la conduite de la politique monétaire vont bien au-delà. En collaboration avec l'IME, Eurostat a lancé un programme visant à produire un ensemble de statistiques économiques pour la préparation de la phase III, en s'appuyant principalement sur les instituts nationaux de statistiques. L'IME attache une grande importance à cette coopération.

La mise en œuvre des changements présentés dans cette brochure doit commencer dès maintenant afin que les statistiques nécessaires soient disponibles à temps pour le démarrage de la phase III en janvier 1999. Cela implique que certaines données établies sur la nouvelle base, soient fournies dès 1998. Début 1998, quand la composition initiale de la zone de monnaie unique sera connue, il sera beaucoup trop tard pour commencer la mise en application de ces changements. J'encourage vivement tous les États membres à se mettre à l'ouvrage dès maintenant.

Alexandre Lamfalussy
Président de l'IME,
Francfort, juillet 1996

1. Introduction

Le traité de Maastricht dispose que l'objectif premier du Système européen de banques centrales (SEBC) est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté. En vue de réaliser ces objectifs, le SEBC doit définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté et conduire les opérations de change¹.

Le Traité impose à la Banque centrale européenne (BCE) de collecter les informations statistiques nécessaires, en recourant dans la mesure du possible aux banques centrales nationales. L'IME est notamment chargé des préparatifs statistiques pour la phase III de l'Union monétaire. Cette brochure est destinée à expliquer les exigences statistiques dans le cadre de la définition et de la conduite de la politique monétaire unique et des opérations de change dans la zone de monnaie unique².

Le SEBC ayant des objectifs analogues à ceux que poursuivent actuellement les banques centrales des États membres, les besoins statistiques pour la zone de monnaie unique s'inspirent des statistiques nationales dont disposent actuellement les banques centrales. Toutefois, même quand l'information adéquate est disponible, la confection des agrégats couvrant la zone de monnaie unique soulève des problèmes d'harmonisation et de consolidation.

L'IME et la BCE sont expressément chargés d'harmoniser les statistiques quand cela s'avère nécessaire. L'harmonisation est une nécessité, parce que de nombreuses définitions et pratiques statistiques présentent des différences qui, à défaut d'être corrigées, aboutiraient à la confection d'agrégats sans signification. Dans certains cas, toutefois, les systèmes financiers présentent de grandes différences, ce dont les travaux d'harmonisation devront tenir compte. Le but est de constituer des statistiques cohérentes et de bonne qualité, et non d'imposer des concepts uniformes ne tenant pas compte des particularités structurelles et de fonctionnement des systèmes financiers nationaux.

Une consolidation appropriée est nécessaire à la confection de certains agrégats. La masse monétaire et la balance des paiements de la zone de monnaie unique ne sont pas simplement la somme des masses monétaires et des balances des paiements des pays participants, même si les concepts et les pratiques statistiques qui les régissent sont complètement harmonisés. En effet, la masse monétaire de l'ensemble de la zone doit inclure les dépôts transfrontière et d'autres avoirs monétaires détenus dans la zone, avec une identification convenable des contreparties correspondantes ; et la balance des paiements de la zone prise dans son ensemble comprend les transactions de résidents de la zone avec les pays extérieurs à la zone, et doit exclure les opérations transfrontière internes à la zone.

Ce sont les évolutions monétaires, financières et de balance des paiements dans la zone de monnaie unique, et non celles des pays qui la composent pris individuellement, qui influenceront la conduite de la politique monétaire unique. Les statistiques monétaires et de balance des paiements de chacun des pays de la zone de monnaie unique, qui n'ont pas d'intérêt pour le SEBC dans le cadre de son action, demeurent cependant nécessaires à d'autres fins (notamment pour les comptes nationaux).

Bien que le SEBC soit responsable de la politique monétaire de la zone de monnaie unique, il a également, en vertu du Traité, des responsabilités envers les États membres qui resteront initialement en dehors de la zone.

Les banques centrales estiment qu'il leur faudra environ deux ans, en moyenne, pour mettre en œuvre les réformes des systèmes de déclaration, à partir du moment où elles auront entamé les discussions avec les institutions déclarantes. Les travaux nécessaires pour satisfaire aux obligations de la phase III doivent donc commencer dès maintenant, afin que les statistiques soient disponibles à temps pour la phase III, qui débutera en janvier 1999. Dans le cadre des préparatifs de la politique monétaire, il sera nécessaire de confectionner certaines statistiques sur la nouvelle base à partir du second semestre

¹ Les articles du Traité auxquels il est fait référence sont joints en annexe.

² La zone de monnaie unique correspond au territoire des pays participant à l'Union monétaire.

de 1998, avec de bonnes estimations remontant à la fin septembre 1997. Le temps manquerait si l'on devait attendre de savoir quels pays participeront dès le départ à la zone de monnaie unique. Comme la composition initiale de la zone ne sera pas connue avant qu'il ne soit trop tard pour commencer les préparatifs statistiques, et que les pays peuvent en principe la rejoindre par la suite à tout moment à bref délai, tous les pays membres de l'Union européenne sont vivement encouragés à entreprendre les préparatifs statistiques présentés dans cette brochure.

Cette brochure met l'accent sur les statistiques monétaires et bancaires, de balance des paiements et les autres statistiques financières dont le SEBC a la responsabilité première au niveau européen, ou dont il partage la responsabilité avec la Commission européenne (Eurostat). Il s'agit des types de statistiques qui, dans les États membres, sont habituellement du champ de compétence des banques centrales, ou dont la responsabilité peut être partagée avec l'institut national de statistique ; il est probable que les banques centrales seront les principales responsables des changements nécessaires à leur apporter dans le cadre de la préparation de la zone de monnaie unique ou qu'elles y seront étroitement associées. Mais le SEBC a aussi un besoin crucial d'autres statistiques générales pour la conduite de la politique monétaire unique, ce qui est également explicité dans cette brochure.

2. Statistiques monétaires et bancaires, émissions sur les marchés de capitaux, taux d'intérêt et prix des actifs financiers

2.1. Statistiques monétaires et bancaires

Les statistiques monétaires sont un élément important de la politique monétaire des États membres, compte tenu de la relation existant entre la quantité de monnaie et l'inflation ou le revenu national. Les pays suivent l'évolution d'un ou plusieurs agrégats monétaires, habituellement un agrégat étroit d'encaisses de transaction et un agrégat large, et certains pays de l'Union européenne fixent des objectifs de croissance monétaire. Les contreparties de la masse monétaire, comme les concours bancaires aux secteurs privé et public, sont également suivies de près dans beaucoup de pays, en raison de l'importance de l'intermédiation financière des banques, ainsi que de leurs opérations internationales.

Des statistiques mensuelles de haute qualité couvrant l'ensemble de la zone de monnaie unique sont une condition essentielle pour la définition et la conduite de la politique monétaire unique. Qu'un objectif monétaire soit ou non fixé en phase III, l'évolution de la masse monétaire et du crédit sera suivie de près comme indicateur de la situation financière et, plus généralement, comme indicateur précurseur de l'inflation et de la conjoncture. Les agrégats nationaux, sous la forme requise, devront être envoyés à la BCE trois semaines environ après la fin du mois sous revue. Cela implique que les institutions déclarantes devront faire parvenir les données à leur banque centrale nationale quelques jours auparavant. Si la BCE décidait d'instaurer un système de réserves obligatoires, leur montant serait calculé à partir des données de bilan utilisées pour la confection des statistiques monétaires. Il n'y aurait pas, à cette fin, d'obligation de déclaration séparée, mais une disposition doit être prise pour faire face au cas où le groupe d'institutions assujetties à la constitution de réserves obligatoires serait plus étroit que la population soumise à déclaration pour les besoins des statistiques monétaires. Les détails de ce dispositif pourront être revus après la création du SEBC.

Fort heureusement, nombre de caractéristiques des statistiques monétaires sont communes à la plupart des membres de l'Union européenne. Ordinairement, les statistiques monétaires sont calculées à partir d'un bilan consolidé du secteur bancaire et visent à expliquer l'évolution de la masse monétaire en fonction de ses contreparties. Dans tous les pays, elles font le net des transactions entre banques résidentes, établissent autant que possible une distinction entre les engagements et créances sur les résidents et sur les non-résidents et fournissent une ventilation sectorielle des opérations avec les

résidents. Les banques font fréquemment une distinction entre les positions en monnaie nationale et en devises, et établissent des analyses par instrument financier et par durée initiale, ce qui peut donner des indications sur les intentions du déposant et sur la structure des crédits bancaires.

Ces éléments seront incorporés dans les statistiques monétaires pour la zone de monnaie unique. Toutefois, les critères de résidence et de devise nationale prennent une nouvelle signification dans le contexte de statistiques agrégées couvrant la zone de monnaie unique. Dans ce cadre, la résidence est fondamentalement définie par rapport aux États membres participants considérés comme un tout, et la « monnaie nationale » est l'euro. La sectorisation de l'activité signifie une analyse sectorielle de toutes les opérations au sein de la zone de monnaie unique.

La question se pose d'établir un secteur monétaire homogène. La définition qui en a été retenue est la suivante : il s'agit, globalement, des institutions qui reçoivent des dépôts du public, ou émettent des titres représentatifs d'engagements constituant de proches substituts des dépôts, et octroient des crédits¹. Le secteur des institutions financières monétaires (IFM) comprendra essentiellement des institutions répertoriées en tant qu'établissements de crédit dans la législation communautaire, mais inclura également les banques centrales et certaines autres institutions qui ne sont pas assujetties aux dispositions des directives européennes de coordination bancaire. Y figureront également les institutions n'étant pas répertoriées en tant qu'établissements de crédit, mais dont on estime, après vérification, qu'elles rentrent dans cette catégorie, y compris certains organismes de placement collectif dotés de ressources très liquides (pour l'essentiel, les OPCVM monétaires).

Si les données essentielles au calcul des agrégats de monnaie et des contreparties correspondantes devront être fournies sur une base mensuelle, des informations supplémentaires (par exemple une analyse sectorielle des concours au secteur privé) pourront être fournies sur une base trimestrielle. De plus, il est prévu de suivre la pratique en vigueur dans certains États membres de l'Union européenne en permettant d'exempter les petites institutions du secteur des IFM de l'obligation de déclaration exhaustive.

Pour établir les statistiques monétaires décrites ici, tous les États membres devront modifier, à des degrés divers, la structure des données de bilan qu'ils collectent actuellement auprès des institutions bancaires en vue d'établir des statistiques monétaires nationales, et étendre le champ couvert aux autres institutions financières répondant à la définition des IFM. Il en résultera des statistiques monétaires harmonisées couvrant la zone de monnaie unique, conceptuellement proches des statistiques nationales actuelles, et calculées dans un cadre normalisé.

2.2. *Intermédiation financière externe au secteur des administrations financières monétaires*

Dans plusieurs pays de l'Union européenne, un grand nombre d'institutions financières ne sont pas pour le moment répertoriées comme des établissements de crédit au sens de la loi communautaire et ne répondent pas à la définition des IFM, habituellement parce qu'elles sont financées par le crédit bancaire, les actionnaires, ou l'émission d'instruments de dette qui ne sont pas considérés comme de proches substituts des dépôts.

À l'avenir, l'activité de ces institutions peut évoluer de telle manière que leurs engagements en arrivent à être considérés comme de proches substituts des dépôts, ce qui soulève la question de leur intégration dans le secteur des IFM. De plus, leur activité intéresse également le SEBC car elles financent une part non négligeable de l'activité économique. Pour ces raisons, le SEBC sera intéressé par des statistiques trimestrielles simplifiées couvrant des groupes d'institutions similaires.

¹ La définition complète des institutions financières monétaires est la suivante : « institutions de crédit résidentes au sens de la loi communautaire, et toutes les autres institutions financières résidentes dont l'activité consiste à recevoir des dépôts ou de proches substituts des dépôts d'entités autres que les institutions financières monétaires, et, pour leur propre compte (au moins en termes économiques) à octroyer des crédits et/ou à réaliser des investissements en valeurs mobilières ».

2.3. Émissions sur les marchés de capitaux

Les émissions sur les marchés de capitaux et autres formes de financement direct comme l'émission de billets de trésorerie, d'effets à taux flottant et d'instruments analogues, sont aussi d'un grand intérêt pour les banques centrales et intéresseront également le SEBC. Des données mensuelles seront nécessaires sur toutes les émissions et amortissements sur les marchés de la zone de monnaie unique, ainsi que, dans la mesure où l'information peut être obtenue, sur les émissions dans les autres pays des résidents de la zone de monnaie unique et sur toutes les autres émissions libellées en euro. Dans le cadre des émissions et des amortissements intervenant sur les marchés de la zone de monnaie unique, il conviendra de distinguer entre les emprunteurs résidant dans cette zone et tous les autres emprunteurs. Les informations de cette nature sont disponibles et il n'est pas envisagé d'instaurer une obligation de fournir des données supplémentaires. En raison des différences de structure des marchés de capitaux nationaux, une harmonisation visant à obtenir des déclarations portant sur des instruments uniformes n'est pas envisagée pour l'instant.

2.4. Taux d'intérêt et prix des actifs financiers

La politique monétaire influence les prix et l'activité économique par le biais de nombreux canaux. Les taux d'intérêt directeurs et les prix des actifs financiers jouent un rôle essentiel dans ce processus.

Les données relatives aux taux appliqués aux instruments de politique monétaire eux-mêmes et aux taux du marché monétaire ne poseront pas de problèmes. Il sera plus difficile de retracer les taux d'intérêt payés et facturés à la clientèle des institutions financières représentative des particuliers et des PME. La difficulté provient de la grande variété des instruments financiers destinés au grand public et de la fragmentation de ce compartiment du marché des capitaux, manifeste actuellement, et qui pourrait perdurer bien après l'instauration de la zone de monnaie unique. Le but est de collecter les données relatives aux taux d'intérêt sur une base mensuelle pour une gamme limitée d'instruments financiers similaires mais pas nécessairement harmonisés à travers les États membres. Dans certains cas, par exemple en ce qui concerne les crédits bancaires, il faudra obtenir de temps en temps des informations sur les proportions des conditions à taux fixes et variables, ce facteur pouvant être important pour l'impact des changements des taux d'intérêt directeurs.

Il ne devrait pas y avoir de problème de disponibilité des données relatives aux prix et aux rendements des actifs financiers négociables en phase III.

3. Statistiques de balance des paiements

La plupart des membres de l'Union européenne utilisent des statistiques mensuelles de balance des paiements comme élément d'analyse des politiques monétaire et de change. Même dans la zone de monnaie unique, plus large, les flux de balance des paiements pourront encore exercer des effets importants sur les marchés de capitaux et influencer la conduite de la politique monétaire et les opérations de change. À cet effet, il est nécessaire d'obtenir les données relatives à la balance des paiements de la zone de monnaie unique sur une base mensuelle, dans les six semaines qui suivent la fin du mois sous revue.

Le besoin statistique porte sur un certain nombre de postes-clés, à savoir : la balance des transactions courantes (les données relatives aux biens, services, revenus et transferts courants étant individualisées) ; le compte financier¹ qui se divise en investissements directs, investissements de portefeuille et autres investissements, et avoirs de réserve, avec une ventilation limitée de chacune des trois premières catégories ; et le compte de capital². Ces données sont nécessaires à la mise en lumière

¹ Dans la terminologie de la nouvelle édition (5^e édition) du Manuel de la balance des paiements du FMI

² En pratique, on acceptera dans les statistiques mensuelles certains écarts par rapport aux normes internationales, par exemple dans l'enregistrement en termes de règlements plutôt qu'en termes de transactions.

des tensions sur les changes et donnent des informations complémentaires quant aux influences extérieures qui s'exercent sur les conditions monétaires et la liquidité dans la zone de monnaie unique.

Afin d'établir des statistiques en recettes et en dépenses séparées pour chacune des catégories-clés, il faut faire une distinction entre les transactions avec les résidents des pays hors de la zone de monnaie unique et les transactions transfrontière au sein de cette même zone ; de fait, dans le cadre de la balance des paiements pour la zone de monnaie unique, seules les premières seront calculées. Par conséquent, alors même que les statistiques de balance des paiements de la zone utiliseront les mêmes concepts et définitions que celles des États membres, qui continueront d'être confectionnées à d'autres fins, et seront conformes aux normes internationales, leur calcul nécessitera certains changements statistiques en raison du besoin d'isoler et de déclarer les transactions avec les résidents *hors de la zone*.

Dans toute la mesure du possible, pour des données qui doivent être établies très fréquemment et dans de brefs délais, les statistiques mensuelles seront conformes aux normes internationales définies dans le Manuel de la balance des paiements du FMI (5^e édition)¹. Une balance des paiements plus détaillée pour l'Union monétaire sera établie tous les trimestres, selon les composantes types et les définitions retenues par le FMI. Un inventaire annuel des actifs et passifs financiers extérieurs (encours) sera établi, là encore conformément aux normes internationales, mais il différera des statistiques nationales analogues en ce sens que les actifs et passifs financiers transfrontières intra-zone seront exclus des données finales.

À l'heure actuelle, le Royaume-Uni n'établit pas de balance des paiements mensuelle et s'interroge sur la nécessité d'une balance à des fins opérationnelles dans la zone de monnaie unique en phase III. Le Royaume-Uni réexaminera sa situation en 1998 et, dans l'intervalle, s'efforcera de faire les meilleures estimations possibles à partir de son système de déclaration actuel.

4. Un problème de transition

L'application des règles qui viennent d'être décrites soulève une difficulté qui tient à ce que l'on ne connaît pas avant le début de 1998 la composition initiale de la zone de monnaie unique et à ce que les États membres qui n'en feront pas partie dès le départ pourront s'y joindre ultérieurement. De nouvelles nomenclatures des opérations avec les non-résidents devront être établies de manière à assurer une consolidation appropriée, et ces modifications ne pourront pas être apportées à bref délai.

Cet aspect est particulièrement important du point de vue des statistiques monétaires, car la BCE pourrait décider de faire d'un objectif de croissance monétaire un élément central de la politique monétaire. Les statistiques monétaires revêtiraient alors une grande importance ; il est absolument nécessaire qu'elles présentent un degré de précision satisfaisant. Comme l'estimation de corrections saisonnières fiables ne peut se faire qu'à partir de plusieurs années de données, il faudra peut-être, au départ, que tout objectif soit spécifié au mois le mois en glissement annuel. Dans ces conditions, les données de l'année précédente ont une part dans la qualité des résultats tout aussi importante que celles de l'année courante. Autrement dit, le chiffrage de janvier 1998 serait tout aussi important que celui de janvier 1999 et, les années suivantes, les résultats enregistrés douze mois avant l'adhésion d'un nouveau pays à la zone de monnaie unique compteraient autant que ceux qui sont enregistrés le mois de son adhésion.

La solution à ce problème consiste à recourir à une ventilation par pays des positions des IFM vis-à-vis des résidents d'autres États membres de l'UE couvrant les principaux postes du bilan qui entrent dans le calcul des agrégats de monnaie et de crédit. Ces données, remontant à fin septembre 1997, seront utilisées après le début de la phase III pour les États membres de l'UE qui ne feront pas partie de la zone de monnaie unique dès le départ. Avec une analyse succincte de la ventilation par devise des

¹ Cf. note précédente

principales positions, ces données permettront de réaliser, au cours de l'année 1998, de bonnes approximations des données relatives à la zone de monnaie unique à partir de la fin de septembre 1997 et, dès lors, avant l'accession de nouveaux pays à la zone de monnaie unique. Dans la mesure où les statistiques requises présenteront un degré de qualité satisfaisant, on laissera aux pays la possibilité de procéder à des estimations dans ce processus pour ne pas alourdir inutilement la charge de déclaration.

5. Comptes nationaux financiers

Les comptes nationaux financiers fournissent un enregistrement systématique des flux financiers, ventilés par secteur institutionnel et par instrument financier, les données d'encours correspondantes et le rapprochement des deux grandeurs. Conformément au règlement du Conseil instituant le Système européen de comptes 1995 (SEC 1995), tous les États membres de l'UE doivent établir des comptes financiers sous la forme prescrite au minimum sur une base annuelle.

Les comptes financiers présentent l'évolution de la situation monétaire dans le contexte de l'évolution générale de la situation financière. Les données de bilan peuvent mettre en lumière les comportements en matière de dépenses et d'épargne et sont indispensables pour porter un jugement sur le fonctionnement et l'évolution du système financier et des secteurs qui constituent sa clientèle.

Le règlement du SEC 95 requiert l'établissement de comptes nationaux financiers et favorisera grandement l'harmonisation dans ce domaine. Certes, comme on l'a déjà expliqué, des statistiques monétaires et bancaires et de balance des paiements cohérentes seront disponibles pour la zone de monnaie unique, et, venant s'ajouter aux données relatives aux émissions sur les marchés de capitaux et aux comptes nationaux financiers, constitueront une bonne partie des comptes financiers de la zone de monnaie unique, mais il faudra encore un certain temps avant qu'un compte financier exhaustif, disponible en temps utile et correctement consolidé soit établi pour la zone de monnaie unique.

Il n'y a pas d'obligations statistiques particulières dans ce domaine, en dehors de celles dont il a été question dans les sections précédentes et des obligations imposées par le règlement du Conseil. Cependant, avec le soutien de la Commission, l'IME cherchera à obtenir la mise en œuvre volontaire du SEC 95 pour les comptes nationaux financiers avant son entrée en vigueur légale en l'an 2000.

6. Prix et coûts, finances publiques, statistiques générales

L'IME a la responsabilité première des statistiques au niveau européen dans les domaines dont il a été question jusqu'à présent, ou partage cette responsabilité avec la Commission (Eurostat) et s'en acquitte en étroite association avec cette dernière. Ce dispositif de travail, qui perdurera vraisemblablement en phase III, est conforme aux statuts de l'IME et de la BCE et reflète les activités statistiques des banques centrales et des instituts nationaux de statistique de la plupart des États membres.

Comme les banques centrales nationales qui assurent actuellement la conduite de la politique monétaire, le SEBC fera appel à une plus large gamme de données que celles présentées plus haut, mais ne sera responsable ni de leur collecte ni de l'établissement des statistiques. Ce travail sera en grande partie effectué par les instituts nationaux de statistique en coopération avec Eurostat, et la source finale des données sera, dans la plupart des cas, les secteurs non financiers.

Comme la politique monétaire du SEBC s'appliquera à la zone de monnaie unique, les données économiques décrites dans les paragraphes suivants doivent être suffisamment compatibles pour que leur agrégation soit significative.

6.1. Prix et coûts

Dans le cadre de l'évaluation de la convergence, des travaux sont en cours en vue d'harmoniser les statistiques des prix à la consommation dans l'Union européenne. Il est probable que le SEBC surveillera de près l'indice harmonisé des prix à la consommation dans le cadre de la réalisation de son principal objectif, à savoir le maintien de la stabilité des prix. Il suivra probablement aussi d'autres statistiques de coûts et de prix, qui devront, à cette fin, être comparables, notamment en termes de champ couvert, et disponibles en temps utile.

6.2. Statistiques de finances publiques

Comme les prix à la consommation, les déficits publics et l'encours de la dette publique sont des critères de convergence, et des progrès ont été réalisés vers l'harmonisation dans ce domaine également. Le SEBC suivra de près l'évolution des finances publiques et des recettes et dépenses publiques, car la position financière et les déficits des administrations publiques exercent une influence considérable sur la situation financière.

6.3. Autres statistiques économiques

Comme le font actuellement les banques centrales, le SEBC suivra de près l'évolution de la situation économique dans la conduite de sa politique monétaire. Les principales composantes de la demande, avec la production, la situation du marché du travail, l'état des carnets de commandes et les anticipations qui ressortent des sondages d'opinion constitueront une source d'information indispensable sur l'évolution de l'activité dans la zone de monnaie unique et sur les pressions inflationnistes éventuelles. En outre, le SEBC devra suivre l'évolution de la situation économique pour apporter son soutien aux politiques économiques générales de la Communauté.

Le SEC 95 précise le contenu et les délais d'obtention de toutes les données de comptabilité nationale. Par ailleurs, la Commission (Eurostat) a déjà effectué des travaux en vue d'améliorer la disponibilité et la comparabilité des statistiques et prévoit l'adoption d'autres mesures, notamment un règlement concernant les indicateurs à court terme et un indice européen du coût de l'emploi. Il sera nécessaire d'établir des statistiques couvrant la zone de monnaie unique.

7. Statistiques relatives aux États membres hors de la zone de monnaie unique

La politique monétaire du SEBC s'appliquera à la zone de monnaie unique. Mais les banques centrales de tous les pays de l'UE feront partie du SEBC ; tous les pays de l'UE qui restent en dehors de la zone de monnaie unique entretiendront des liens économiques et financiers étroits avec la zone, et leurs statistiques seront suivies de près par le SEBC. Le Traité confère à la BCE des obligations envers eux, notamment la responsabilité de coordonner les politiques monétaires et le devoir de présenter un rapport au moins tous les deux ans sur leur situation en matière de convergence. En outre, les pays qui ont obtenu une dérogation pourront faire partie de la zone de monnaie unique, en principe à bref délai, à tout moment après le début de la phase III. Pour ces raisons, tous les États membres de l'UE sont fortement encouragés à procéder aux préparatifs statistiques décrits dans la présente brochure.

8. Mise en œuvre des changements statistiques

Pour permettre au SEBC, une fois en place, de finaliser les travaux préparatoires au démarrage de la phase III en janvier 1999, des données fiables couvrant la zone de monnaie unique envisagée devront être disponibles dans le courant de 1998. Le Conseil de l'IME a approuvé en juillet 1996 un exposé complet des exigences statistiques pour la phase III, exposé qui a été préparé à la suite de consultations

approfondies avec les banques centrales de l'UE et, le cas échéant, avec la Commission (Eurostat). Étant donné que la mise en œuvre des changements statistiques prendra environ deux ans en moyenne, et jusqu'à trente mois dans certains cas, les travaux à cet effet doivent commencer dès maintenant.

Comme, au regard des obligations finales, les États membres partent de situations différentes et que le plus efficace sera peut-être de définir l'ordre dans lequel ces obligations seront mises en application en fonction de la situation propre à chaque pays, aucune tentative n'a été faite pour imposer un calendrier détaillé unique. L'intention n'est pas non plus d'imposer des systèmes uniformes de collecte des données et d'établissement des statistiques, sauf dans la mesure où ils sont nécessaires pour établir des statistiques cohérentes et de bonne qualité. L'IME suivra cependant les progrès réalisés au cours des deux prochaines années et apportera son soutien aux banques centrales dans la mise en œuvre des changements pour que les délais convenus soient respectés.

ANNEXE**ARTICLES DE RÉFÉRENCE DU TRAITÉ*****1. Objectifs et missions du Système européen de banques centrales (art. 105 (1), (2))***

1. L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 3 A.

2. Les missions fondamentales relevant du SEBC consistent à :

- définir et mettre en œuvre la politique monétaire de la Communauté,
- conduire les opérations de change conformément à l'article 109,
- détenir et gérer les réserves officielles de change des États membres,
- promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement.

2. Travaux préparatoires de l'IME (art. 109f(3))

3. En vue de préparer la phase III, l'IME :

- prépare les instruments et les procédures nécessaires à l'application de la politique monétaire unique au cours de la phase III ;
- encourage l'harmonisation, si besoin est, des règles et pratiques régissant la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques dans les domaines relevant de sa compétence.

3. Fonctions statistiques du SEBC et de la BCE (art. 5 des statuts du SEBC et de la BCE)

5.1. Afin d'assurer les missions du SEBC, la BCE, assistée par les banques centrales nationales, collecte les informations statistiques nécessaires soit auprès des autorités nationales compétentes, soit directement auprès des agents économiques. À ces fins, elle coopère avec les institutions ou organes communautaires et avec les autorités compétentes des États membres ou des pays tiers et avec les organisations internationales.

5.2. Les banques centrales nationales exécutent, dans la mesure du possible, les missions décrites à l'article 5.1.

5.3. La BCE est chargée de promouvoir l'harmonisation, en tant que de besoin, des règles et pratiques régissant la collecte, l'établissement et la diffusion des statistiques dans les domaines relevant de sa compétence.

5.4. Le Conseil définit, selon la procédure prévue à l'article 42, les personnes physiques et morales soumises aux obligations de déclaration, le régime de confidentialité et les dispositions adéquates d'exécution et de sanction.

L'OUVERTURE DE L'ACTIONNARIAT DE LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

La Banque des règlements internationaux (BRI) a publié, le 9 septembre dernier, un communiqué de presse annonçant la décision prise par son conseil d'administration de proposer à neuf nouvelles banques centrales d'entrer dans son capital.

BRUNO-PHILIPPE JEUDY
Direction des Relations avec l'étranger
Service des Relations monétaires internationales

Parmi les objectifs assignés à la BRI par ses statuts, figure en première place la promotion de la coopération entre banques centrales ; c'est pour remplir cette mission et concourir ainsi à une plus grande stabilité financière internationale que la BRI organise, dix fois par an, des réunions entre gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix, mais aussi des réunions ouvertes aux gouverneurs d'autres banques centrales. Elle assure ou abrite par ailleurs le secrétariat de comités à vocation technique tels que le Comité de supervision bancaire (dit Comité de Bâle), le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement ou le Comité des euromonnaies.

Les activités de la BRI ne sont pas à destination exclusive de ses actionnaires : ainsi, ses services bancaires s'adressent à de nombreuses banques centrales qui n'en sont pas membres ; de même, les réunions régulières de Bâle associent à des gouverneurs de pays membres des représentants d'autres banques centrales. Néanmoins, la composition de l'actionnariat de la Banque était, jusqu'au récent élargissement, perçue comme relativement restreinte et, parfois, comme trop exclusivement orientée vers les pays occidentaux voire européens. En effet, sur les trente-deux banques centrales disposant de droits de représentation et de vote aux assemblées générales, vingt-sept étaient ressortissantes de pays européens.

Cette situation ne reflétait plus l'évolution des responsabilités au niveau mondial. L'ouverture du capital de la BRI répond donc au souci de mieux tenir compte du nouvel équilibre économique et financier mondial et d'associer « le plus grand nombre possible de banques centrales apportant une contribution substantielle à la coopération monétaire internationale » en se conformant ainsi aux termes de ses statuts.

Le conseil d'administration a donc décidé d'élargir la composition de l'actionnariat à neuf nouveaux membres : la Banque centrale du Brésil, la Banque de la République populaire de Chine, la Banque de Corée, l'Autorité monétaire de Hong Kong, la Banque de réserve de l'Inde, la Banque du Mexique, la Banque centrale de la Fédération de Russie, l'Agence monétaire d'Arabie saoudite et l'Autorité monétaire de Singapour. Le choix de la BRI s'est porté sur des pays dont le poids économique régional est avéré ou sur des places financières de première importance.

L'admission des neuf nouveaux actionnaires doit s'effectuer par émission d'actions au titre de la troisième tranche du capital.

ANNEXE**COMPOSITION DE L'ACTIONNARIAT DE LA BRI
AVANT LE NOUVEL ELARGISSEMENT*****1. Membres du conseil d'administration***

Allemagne
 Belgique
 Canada
 États-Unis
 France
 Italie
 Japon
 Pays-Bas
 Royaume-Uni
 Suède
 Suisse

2. Autres membres

Afrique du Sud
 Australie
 Autriche
 Bulgarie
 Danemark
 Espagne
 Estonie
 Finlande
 Grèce
 Hongrie
 Irlande
 Islande
 Lettonie
 Lituanie
 Norvège
 Pologne
 Portugal
 République tchèque
 Roumanie
 Slovaquie
 Turquie
 Yougoslavie¹

¹ Le statut juridique des actions yougoslaves est en suspens depuis 1992.

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN SEPTEMBRE 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 196,7 milliards de francs à fin septembre 1996, en augmentation de 0,6 % par rapport au trimestre précédent et de 17,4 % sur un an. *La tendance à une contraction du nombre des PEA s'est poursuivie au même rythme* (– 0,6 %, contre – 0,4 % au trimestre précédent). *Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 74 900 francs à fin septembre, en augmentation de 1,2 % par rapport à juin 1996* ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 151 000 francs. Les PEA les plus importants restaient concentrés dans les banques d'affaires¹ et les sociétés de bourse. Ils atteignaient en moyenne 342 000 francs à fin septembre chez cette catégorie de dépositaires, contre 94 000 francs chez les trois grandes banques et 61 000 francs chez les « autres établissements ».

Le nombre de PEA en fonctionnement (2,6 millions) a diminué de plus de 33 000 depuis le début de l'année 1996 et de plus de 225 000 depuis fin juin 1994, date marquant le début du mouvement de baisse.

La présente étude fait apparaître, pour toutes les catégories d'informateurs, d'importants transferts d'obligations d'État (venant à échéance en juillet 1997) vers les actions.

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.

En volume, les portefeuilles d'actions détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM ont progressé ainsi d'environ 5 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, et de 4 % pour les autres établissements.

Les résultats du dernier trimestre 1996 devraient normalement faire apparaître une progression sensible des PEA, si l'on tient compte de l'alourdissement de la fiscalité sur les gains en bourse à partir du 1^{er} janvier 1997.

MONIQUE CHOCRON
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 troisième 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)	
	Juin 1996	Septembre 1996	Septembre 1996/ Juin 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Actions.....	75 722	78 314	3,4	38,7	39,8
Obligations émises par l'État.....	39 435	37 210	- 5,6	20,2	18,9
OPCVM « actions ».....	80 455	81 195	0,9	41,1	41,3
TOTAL.....	195 612	196 719	0,6	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	2 642 891	2 627 554	- 0,6		

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

Mise à jour le 26 novembre 1996

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

En septembre 1996, par rapport à juin 1996, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 0,6 % et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 196,7 milliards de francs (contre 195,6 milliards à fin juin) auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 7,7 milliards¹.

Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et d'OPCVM « actions » ont augmenté globalement de 3,4 % et les encours d'obligations ont diminué de 8,7 %.

Le nombre de PEA (environ 2,6 millions), en légère baisse par rapport au trimestre précédent, est proche du niveau qu'il atteignait trois ans auparavant.

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 : juin 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 23 points pour le deuxième trimestre de 1996). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions » à fin septembre 1996 l'emporte encore, comme précédemment, sur celle des autres titres (41,3 %, contre 39,8 % pour les actions détenues en direct et 18,9 % pour les obligations — cf. 1.1.).

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN JUIN 1996		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	366 795	36,1
Obligations	516 741	50,9
Titres d'OPCVM « actions »	132 639	13,0
TOTAL	1 016 175	100,0

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

Mise à jour le 26 novembre 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)	
	Juin 1996	Septembre 1996
Actions	20,6	21,4
Obligations	7,6	7,2
Titres d'OPCVM « actions »	60,7	61,2
TOTAL	19,3	19,4
Total des portefeuilles (a)	10,3	10,3

(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 novembre 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 septembre 1996, qui s'élève à 208,9 milliards de francs pour 2,8 millions de plans.

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : - 1,3 % au troisième trimestre 1996

Indice Crédit lyonnais des emprunts d'Etat : + 3,1 %

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

À la fin du troisième trimestre 1996, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 10,3 % des portefeuilles-titres à fin juin 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 septembre 1996).

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

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
	(en francs)		
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Juin 1996	Juin 1996	Septembre 1996
Actions françaises.....	29 125	28 651	29 805
Obligations françaises.....	41 031	14 921	14 162
Titres d'OPCVM « actions ».....	10 532	30 442	30 901
Autres titres (a).....	70 788	—	—
TOTAL	151 476	74 014	74 868

(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 novembre 1996

Au 30 juin 1996, on dénombrait 12 594 028 comptes-titres¹ et, au 30 septembre 1996, on comptait 2 627 554 PEA, soit 20,9 % du total.

Selon l'enquête, 15 300 PEA ont disparu au cours du troisième trimestre 1996, contre 10 500 au trimestre précédent. Au total, le nombre des PEA en fonctionnement s'est réduit de près de 225 000 depuis juin 1994, date à laquelle s'est amorcé le mouvement de baisse.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 74 868 francs à fin septembre 1996 (+ 1,2 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 30 juin 1996 environ 151 000 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	
	Juin 1996	Septembre 1996	Juin 1996	Septembre 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions.....	8 294	8 632	63,6	64,6
Obligations émises par l'État.....	1 923	1 811	14,7	13,5
OPCVM « actions ».....	2 828	2 925	21,7	21,9
TOTAL	13 045	13 368	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	37 600	39 137		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions.....	28 383	29 380	37,8	39,0
Obligations émises par l'État.....	14 758	13 971	19,6	18,5
OPCVM « actions ».....	32 014	31 988	42,6	42,5
TOTAL	75 155	75 339	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	812 818	804 442		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions.....	39 045	40 302	36,3	37,3
Obligations émises par l'État.....	22 754	21 428	21,2	19,8
OPCVM « actions ».....	45 613	46 282	42,5	42,9
TOTAL	107 412	108 012	100,0	100,0
Nombre de PEA.....	1 792 473	1 783 975		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82				
				Mise à jour le 26 novembre 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, chez ces trois groupes, la part des obligations a diminué, principalement au profit de celle des actions.

La répartition par groupes d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,5 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 30,6 % pour les trois grandes banques et 67,9 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent¹, les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert au 30 septembre 1996 plus de PEA que les autres réseaux.

¹ L'enquête-titres du deuxième 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)

	Septembre 1996/Juin 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	4,1
Obligations émises par l'État	- 5,8
OPCVM « actions »	3,4
TOTAL	2,5
Nombre de PEA	4,1
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	3,5
Obligations émises par l'État	- 5,3
OPCVM « actions »	- 0,1
TOTAL	0,2
Nombre de PEA	- 1,0
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	3,2
Obligations émises par l'État	- 5,8
OPCVM « actions »	1,5
TOTAL	0,6
Nombre de PEA	- 0,5

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

Mise à jour le 26 novembre 1996

La baisse globale du nombre de PEA (- 0,6 %) recouvre une diminution chez les trois grandes banques et chez les « autres établissements » (près de 8 500 comptes pour chacun des deux groupes), alors que le nombre de comptes a progressé de plus de 4 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (+ 1 500 comptes).

On note, dans les trois groupes d'établissements, d'importants transferts des obligations d'État vers les actions. En volume, on observe une progression des actions et des titres d'OPCVM « actions » de l'ordre de 5 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse et de 3 % et 4 % pour les deux autres groupes. À l'inverse, la composante obligations, pour l'ensemble des informateurs, a diminué de 9 % environ.

**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>	
	Juin 1996	Septembre 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	14,2	14,7
Obligations	12,6	11,8
Titres d'OPCVM « actions ».....	36,2	37,4
TOTAL	16,0	16,4
Total des portefeuilles (a)	7,3	7,5
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	21,1	21,8
Obligations	10,7	10,2
Titres d'OPCVM « actions ».....	63,7	63,7
TOTAL	23,3	23,4
Total des portefeuilles (a)	12,3	12,3
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	22,5	23,2
Obligations	6,3	5,9
Titres d'OPCVM « actions ».....	61,2	62,1
TOTAL	17,6	17,7
Total des portefeuilles (a)	9,6	9,7
(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 novembre 1996	

À fin septembre 1996, les PEA représentaient 23,4 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions » dans les trois grandes banques, 17,7 % dans les « autres établissements » et 16,4 % 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, 9,7 % pour les « autres établissements » et 7,5 % 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 dépositaire¹**

À fin septembre 1996, la valeur moyenne des PEA représentait 39,3 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 49,9 % dans les « autres établissements » et 48,7 % dans les trois grandes banques.

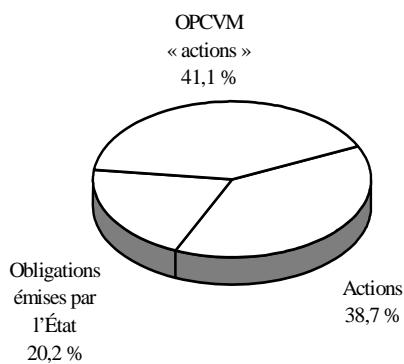
Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (64,6 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (42,5 % du portefeuille des trois grandes banques et 42,8 % 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).

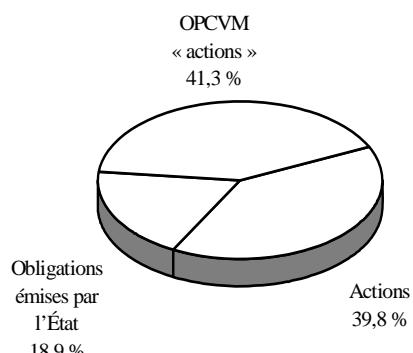
ANNEXE 1

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

Juin 1996



Septembre 1996

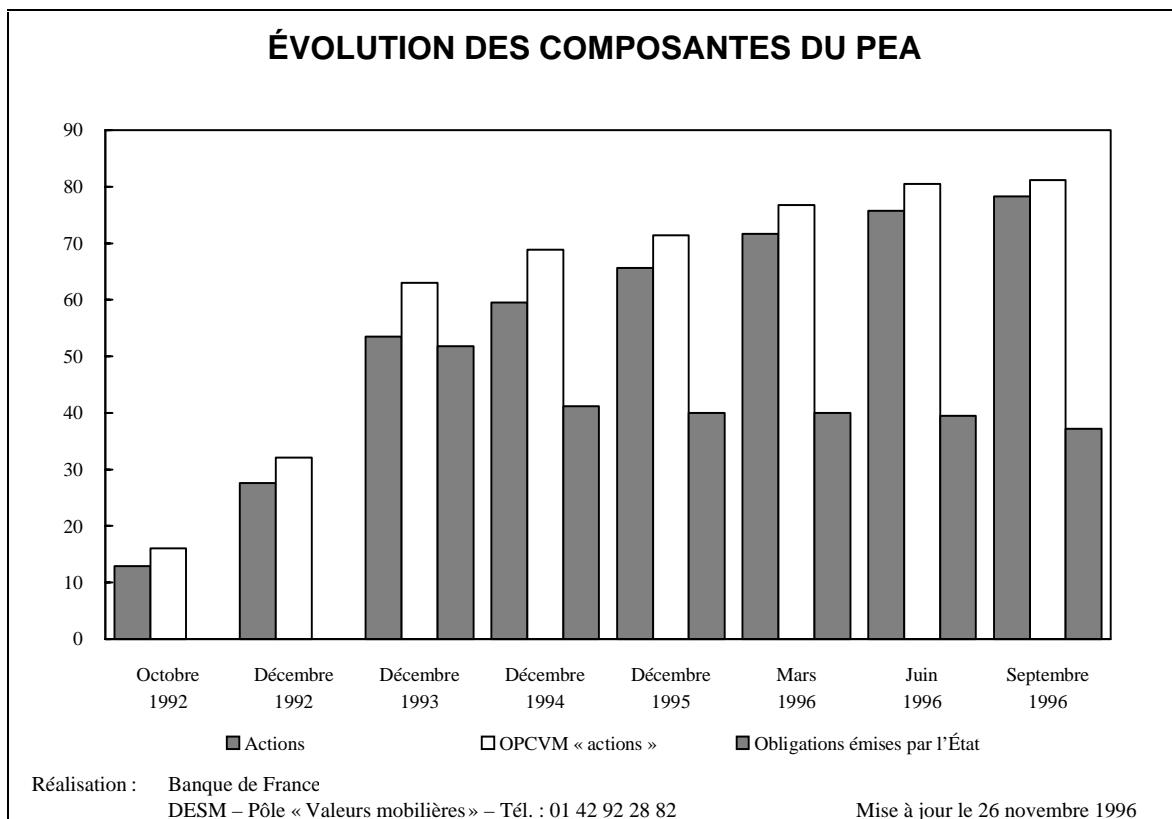


Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 26 novembre 1996

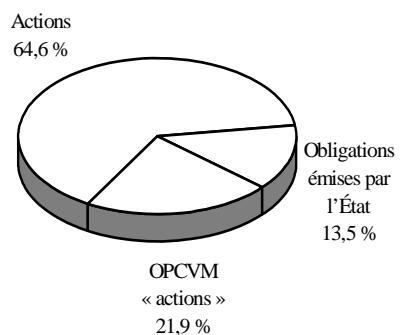
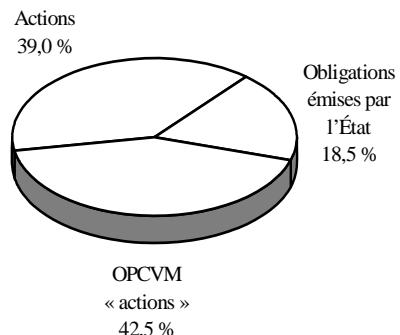
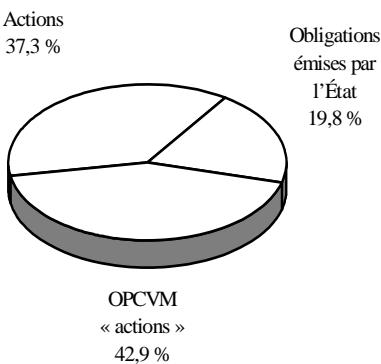
ANNEXE 2

Études



ANNEXE 3

RÉPARTITION DU PEA À FIN SEPTEMBRE 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 novembre 1996

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

Lettre du gouverneur au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, relative aux initiatives dans le domaine de la monnaie électronique

– en date du 1^{er} octobre 1996

L'aboutissement de certains projets de paiement sécurisé sur réseaux et la multiplication d'initiatives, françaises ou étrangères, dans le domaine plus large de la monnaie électronique, me conduit à vous rappeler la position des autorités monétaires sur ce point.

Aux termes de la loi bancaire, la réception de fonds du public ainsi que la mise à disposition et la gestion de moyens de paiement relèvent d'opérations de banques dont l'exercice est exclusivement réservé aux établissements de crédit. Les applications visées ci-dessus, notamment lorsqu'elles impliquent la mise en œuvre de « porte-monnaie électroniques » ou « porte-monnaie virtuels », doivent donc obligatoirement impliquer un établissement de crédit comme gestionnaire direct des fonds en question.

Cette approche, qui a été rappelée en 1994 par le Conseil de l'Institut monétaire européen, est tout à fait essentielle à la protection du public, à la sauvegarde de l'intermédiation bancaire, et plus généralement à la sécurité des systèmes de paiement à laquelle la Banque de France a reçu mission de veiller.

C'est pourquoi, je vous serais obligé de bien vouloir rappeler cette orientation fondamentale à l'ensemble de vos adhérents, en les invitant à soumettre à la Banque de France, préalablement à leur mise en place opérationnelle, tout projet de ce type les impliquant à un titre quelconque.

Un examen conjoint des fonctionnalités proposées et du rôle assigné à chacun des acteurs permettra de déterminer la conformité des projets à la réglementation bancaire existante et d'arrêter, le cas

échéant, les modifications à y apporter. Bien entendu, l'examen devra porter également sur la solidité des procédures techniques aptes à assurer la sécurité des transactions.

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

du 1^{er} au 30 novembre 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 5 novembre 1996

Le jeudi 7 novembre 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 novembre 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 novembre 1996, soit 122,62 francs par obligation.

2. OAT 6,50 % octobre 2006 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996. Coupon annuel : 130 francs payable le 25 novembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 25 novembre 1996, soit 11,04 francs par obligation.

3. OAT TEC 10 octobre 2006 de 2 000 francs.
Jouissance du 25 octobre 1996.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2006.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 25 novembre 1996, soit 8,18 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 novembre 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 7 novembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 8 novembre 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
116,38	1 400 000 000	1 400 000 000	116,38
116,36	1 755 000 000	3 155 000 000	116,37
116,36	4 095 000 000	7 250 000 000	116,36
116,34	3 200 000 000	10 450 000 000	116,36
116,32	2 900 000 000	13 350 000 000	116,35
116,30	700 000 000	14 050 000 000	116,35
116,28	200 000 000	14 250 000 000	116,35
116,20	200 000 000	14 450 000 000	116,34
Prix limite retenu : 116,36 % (taux de rendement : 5,45 %) Demandes servies à ce prix limite : 30,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 116,37 % (taux de rendement : 5,45 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 5 septembre 1996	Séance du 7 novembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	3 830	3 155	-675
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,17	5,45	-0,72
– au prix moyen pondéré	6,17	5,45	-0,72

OAT 6,50 % OCTOBRE 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
104,56	100 000 000	100 000 000	104,56
104,54	4 200 000 000	4 300 000 000	104,54
104,52	2 825 000 000	7 125 000 000	104,53
104,52	2 825 000 000	9 950 000 000	104,53
104,50	2 600 000 000	12 550 000 000	104,52
104,48	200 000 000	12 750 000 000	104,52
104,46	800 000 000	13 550 000 000	104,52
104,44	350 000 000	13 900 000 000	104,52
104,42	200 000 000	14 100 000 000	104,52
104,40	900 000 000	15 000 000 000	104,51
Prix limite retenu : 104,52 % (taux de rendement : 5,88 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 104,53 % (taux de rendement : 5,88 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 3 octobre 1996	Séance du 7 novembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	7 200	7 125	-75
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	6,03	5,88	-0,15
– au prix moyen pondéré.....	6,03	5,88	-0,15

OAT TEC 10 OCTOBRE 2006			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
102,76	1 350 000 000	1 350 000 000	102,76
102,74	1 900 000 000	3 250 000 000	102,75
102,72	3 450 000 000	6 700 000 000	102,73
102,70	2 500 000 000	9 200 000 000	102,72
102,68	1 900 000 000	11 100 000 000	102,72
102,66	1 550 000 000	12 650 000 000	102,71
102,64	800 000 000	13 450 000 000	102,71
102,60	3 200 000 000	16 650 000 000	102,69
102,56	50 000 000	16 700 000 000	102,69
102,50	100 000 000	16 800 000 000	102,68
102,40	100 000 000	16 900 000 000	102,68
100,00	100 000 000	17 000 000 000	102,67
Prix limite retenu : 100,72 % Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 102,73 %			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 3 octobre 1996	Séance du 7 novembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	6 690	6 700	10

– *Résultat global de l'adjudication du 7 novembre 1996*

(*Communiqué de la Banque de France en date du 8 novembre 1996*)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 7 novembre 1996, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 756 millions de francs pour les offres d'avant séance et

1 708 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 16 980 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 19 444 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
		3 155	50	340
OAT 8,25 % février 2004.....	7 125	100	354	7 579
OAT TEC 10 octobre 2011	6 700	606	1 014	8 320
Total	16 980	2 464		19 444

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6 % avril 2004 et 7 % avril 2006
(*Communiqué de la Banque de France*)

– *en date du 12 novembre 1996*

Le jeudi 14 novembre 1996, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 300 millions d'écus et 500 millions.

1. OAT 6 % avril 2004 de 500 écus (cv 19520). Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 30 écus payable le 28 novembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 28 novembre 1996, soit 17,835 écus par obligation.

2. OAT 7 % avril 2006 de 500 écus (cv 19783). Jouissance du 28 novembre 1996. Coupon annuel : 35 écus payable le 28 novembre 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 28 novembre 1996, soit 20,81 écus par obligation.

Les soumissionnaires devront présenter leurs soumissions par tranche de 5 millions d'écus ou multiples et exprimer les prix d'acquisition en multiples de 0,02 % de la valeur nominale.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 28 novembre 1996.

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

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives jusqu'au vendredi 15 novembre 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 (août, septembre et octobre 1996).

OAT 6 % AVRIL 2004 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
100,28	10 000 000	10 000 000	100,28
100,26	25 000 000	35 000 000	100,27
100,24	25 000 000	60 000 000	100,26
100,22	35 000 000	95 000 000	100,24
100,20	45 000 000	140 000 000	100,23
100,18	75 000 000	215 000 000	100,21
100,16	65 000 000	280 000 000	100,20
100,14	30 000 000	310 000 000	100,19
100,10	10 000 000	320 000 000	100,19
100,08	25 000 000	345 000 000	100,18
100,06	85 000 000	430 000 000	100,16
100,04	25 000 000	455 000 000	100,15
100,02	25 000 000	480 000 000	100,15
100,00	10 000 000	490 000 000	100,14
Prix limite retenu : 100,20 % (taux de rendement : 5,96 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 100,23 % (taux de rendement : 5,95 %)			

OAT 7 % AVRIL 2006 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
105,12	30 000 000	30 000 000	105,12
105,10	50 000 000	80 000 000	105,11
105,08	60 000 000	140 000 000	105,10
105,06	55 000 000	195 000 000	105,09
105,04	70 000 000	265 000 000	105,07
105,02	145 000 000	410 000 000	105,05
105,00	150 000 000	560 000 000	105,04
104,98	145 000 000	705 000 000	105,03
104,96	110 000 000	815 000 000	105,02
104,94	120 000 000	935 000 000	105,01
104,92	45 000 000	980 000 000	105,00
104,90	60 000 000	1 040 000 000	105,00
Prix limite retenu : 105,04 % (taux de rendement : 6,27 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 105,07 % (taux de rendement : 6,26 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 10 octobre 1996	Séance du 14 novembre 1996	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	309	265	-44
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,27	6,27	0,00
– au prix moyen pondéré	6,27	6,26	-0,01

– Résultat global de l'adjudication du 14 novembre 1996
(Communiqué de la Banque de France en date du 15 novembre 1996)

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT 6 % avril 2004 et OAT 7 % avril 2006 en écus du 14 novembre 1996, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor s'élève à 112 millions d'écus.

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 405 millions d'écus.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 517 millions d'écus se répartissant comme suit :

	(en millions d'écus)		
	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
OAT 6 % avril 2004	140	42	182
OAT 7 % avril 2006	265	70	335
Total	405	112	517

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 7 NOVEMBRE 1996

- Arrêté du 29 octobre 1996 relatif à la frappe et à la mise en circulation des pièces commémoratives de 1 franc en métal commun.
- Arrêté du 29 octobre 1996 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 100 francs et d'une pièce commémorative de 10 francs.

JO DU 8 NOVEMBRE 1996

- Circulaire du 6 novembre 1996 relative au paiement rapide des sommes dues par l'État et certains de ses établissements publics au titre des achats publics.

JO DU 9 NOVEMBRE 1996

- Arrêté du 14 octobre 1996 relatif à la création d'un traitement automatisé d'informations nominatives aux fins de suivi administratif, financier et comptable de prêts impayés.
- Arrêté du 8 novembre 1996 fixant les modalités du transfert au secteur privé de la participation majoritaire directement détenue par l'État dans la Compagnie française de navigation rhénane.
- Avis de la Commission de la privatisation du 5 novembre 1996 relatif au transfert au secteur privé de la Compagnie française de navigation rhénane.

JO DU 22 NOVEMBRE 1996

- Décret n° 96-1000 du 21 novembre 1996 autorisant France Télécom Logiciels et Systèmes à céder sa participation dans la société Telis à la société Sema Group.

JO DU 27 NOVEMBRE 1996

- Avis relatif à la vente de gré à gré d'actions de la Compagnie des Machines Bull.

JO DU 28 NOVEMBRE 1996

- Arrêté du 28 octobre 1996 relatif à l'information des consommateurs sur les prix et services offerts par les mandataires automobiles.

JO DU 29 NOVEMBRE 1996

- Décret n° 96-1022 du 27 novembre 1996 portant création du Comité des investissements à caractère économique et social.

LISTE DES ÉTUDES PARUES DANS LE BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE DEPUIS L'ORIGINE

Bulletin de la Banque de France n° 1 – janvier 1994

Dossiers

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1993
(Monique Chocron, Lydie Marchand – DESM)
- L'évolution récente des résultats des établissements de crédit
(Olivier Jaudoin – SGCB)

Enquêtes

- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français
(Laurent Paul – DMC)
- Le coût du crédit aux entreprises – 3^e trimestre 1993
(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 2 – février 1994

Dossiers

- L'endettement intérieur total
(Jean-Pierre Barillas – DESM)
- Les marchés des produits dérivés en France
(DGE – DGC – DGSE – SGCB)
- L'activité des commissions de surendettement en 1993
(Christiane Artaud – Direction du Réseau)

Enquêtes

- Situation financière des agents économiques
(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin juin 1993
(DESM)

Bulletin de la Banque de France n° 3 – mars 1994

Dossiers

- Situation financière des entreprises et évolution des crédits
*(Sylvie Carat – Direction de la Conjoncture
Jean-Pierre Barillas – DESM)*
- Les rapports publiés par les banques centrales concernant les systèmes de règlement
(Yvon Lucas – DMPE)

Enquêtes

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1993
*(Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises
Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*
- Poursuite de la baisse du coût du crédit début 1994
(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)

Supplément « Études » – 1^{er} trimestre 1994

Études par thème

- Les banques centrales et l'information des marchés
(Robert Raymond – Direction générale du Crédit)
- Bilan monétaire et financier de l'année 1993
(Jean-Pierre Barillas et Luc Jacolin – DESM)
- Rapport du groupe de travail « Sensibilité des bilans bancaires aux modifications des taux de référence »
(Ivon Odontat et Jean-Pierre Barillas – DESM)
- Évolution des taux d'intérêt et collecte de l'épargne
(Bernard Enfrun – DESM)
- Émissions d'obligations et d'actions au 4^e trimestre 1993
(Claude Meiller – DESM)
- Le poids des frais financiers dans les résultats des sociétés
(Mireille Bardos et Dominique Lefilliatre – Direction des Entreprises)
- Délais de paiement et détection précoce des défaillances d'entreprises
(Mireille Bardos – Direction des Entreprises)
- Les investissements industriels suisses en France
(Jérôme Lévy – Banque de France Lyon)

Études par pays

- États-Unis
(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)
- Japon
(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)
- Allemagne
(Nathalie Domeau – DEER)
- Italie
(Gilles Noblet – DEER)
- Royaume-Uni
(Élisabeth Cospérec – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 4 – avril 1994

Dossiers

- Compensation des opérations de change : l'expérience de la place de Paris
(Nathalie Aufauvre – Direction des Changes)
- La structure de la dette obligataire au 31 décembre 1993
(Claude Meiller – DESM)
- Localisation et performances : la situation des entreprises industrielles régionales en 1992
(Bernard Paranque – Direction des Entreprises)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin septembre 1993
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- La composition des PEA à fin décembre 1993
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Enquête sur le comportement des entreprises en 1993
(Sylvie Carat – Direction de la Conjoncture)
- Le coût du crédit aux entreprises – 4^e trimestre 1993
(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 5 – mai 1994

Dossiers

- L'Institut monétaire européen
(Philippe Bonzom – Direction des Relations avec l'étranger)

Enquêtes

- Enquête financière – 1^{er} trimestre 1994
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 6 – juin 1994

Dossiers

- Développement des marchés de titres et financement de l'économie française
(André Icard et Françoise Drumetz – Direction générale des Études)
- Les relations entre la Banque et les entreprises dans le cadre des travaux de conjoncture
(Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1993
(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)
- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français
(Laurent Paul – DMC)

Supplément « Études » – 2^e trimestre 1994

Études générales

- La situation monétaire en 1993
(Jean-Pierre Barillas, Jean-Yves Greuet et Luc Jacolin – DESM)
- Épargne stable et financement de l'investissement
(Conseil national du crédit)
- Évolution récente de la position en écus des banques françaises
(Jean Desfretière – Direction de la Balance des paiements)
- Les paiements transfrontaliers de gros et de petits montants :
appréciation d'une Banque centrale
(Michel Perdrix – DMPE)
- La problématique des paiements par cartes prépayées
(Michel Perdrix – DMPE)
- Analyse de l'évolution du tissu économique parisien
(François-Xavier Mestelan – Banque de France Paris-Raspail)
- Fonds propres et rentabilité : les PMI sont-elles handicapées par leur dynamisme ?
(Bernard Paranque – Direction des Entreprises)
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1993
(Direction des Services de titres)
- La durée d'utilisation des équipements (DUE) dans l'industrie –
Résultats de l'enquête de septembre 1993
*(Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises
Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)*
- Émissions d'obligations et d'actions au 1^{er} trimestre 1994
(Claude Meiller – DESM)
- Les comptes financiers de la Nation – Présentation des comptes 1990 à 1993
*(Campagne 1993-1994)
(Véronique Eyssautier – DESM)*

Études par pays

- Les enjeux de l'élargissement de l'Union européenne
(Antoine Pozzo di Borgo – DEER)
- Autriche
(Thierry Boucher – DEER)
- Finlande
(Nathalie Domeau – DEER)
- Norvège
(Sylvie Verlhac – DEER)
- Suède
(Gilles Moëc – DEER)
- Russie : Évolution du système financier
(Emmanuel Kurtz – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 7 – juillet 1994

Dossiers

- Le nouveau régime juridique des opérations de pension
(Patrice de Lapasse – Direction des Services juridiques)
- La composition des PEA à fin mars 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Le coût du crédit aux entreprises – 1^{er} trimestre 1994
(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)
- Baisse du coût du crédit
(Corinne Godin – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 8 – août 1994

Dossiers

- L'activité des établissements de crédit en 1993
(Hervé Gonsard et Didier Pénny – SGCB)
- Les comptes financiers du logement en 1993
(Bernadette Gaillot – Direction de la Conjoncture)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 4^e trimestre 1993
et sur l'ensemble de l'année 1993
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Enquête financière – 2^e trimestre 1994
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 9 – septembre 1994

Études

- Situation de l'économie française à la rentrée – septembre 1994
(Sylvie Carat – Direction de la Conjoncture)
- Investissement direct et exportations : existe-t-il un lien ?
(Jérôme Henry – DEER)
- Le bilan du Fichier national des incidents de remboursement
des crédits aux particuliers
(Secrétariat général)
- Les grands traits de la balance des paiements et
de la position extérieure de la France en 1993
(Direction de la Balance des paiements)

Enquêtes

- La situation du système productif en 1993
(Yves Lecoupeur, Dominique Lefilliatre et Loeiz Rapinel – Direction des Entreprises)
- Enquête sur le taux des crédits au logement – Année 1993
(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)

Supplément « Études » – 3^e trimestre 1994

Études générales

- L'endettement intérieur total, instrument d'analyse global de la monnaie et des financements
(Bernard Enfrun – DESM)
- Le « netting » et la protection légale des systèmes de règlement interbancaires
(Hervé Le Guen – Direction des Services juridiques)
- Caractéristiques financières des PMI ayant bénéficié d'un plan de redressement judiciaire
(Loeiz Rapinel – Direction des Entreprises)
- Deux ans d'application de la loi relative à la sécurité des chèques et des cartes de paiement appréciés à travers l'activité des fichiers de la Banque de France (FCC et FNCL)
(Secrétariat général)
- Le retournement conjoncturel de 1992 et 1993 en France : une modélisation VAR des postes de la demande
(Ghislaine Salmat – Direction générale des Études)
- Émission d'obligations et d'actions au 2^e trimestre 1994
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- L'entrée du Mexique dans l'OCDE
(Jean-Paul Dorche – DEER)
- États-Unis
(Nathalie Domeau – DEER)
- Japon
(Nathalie Domeau – DEER)
- Allemagne
(Thierry Boucher – DEER)
- Italie
(Gilles Moëc – DEER)
- Royaume-Uni
(Élisabeth Cospérec – DEER)
- La situation économique des États de la CEI
(Emmanuel Kurtz – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 10 – octobre 1994

Dossiers

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Les portefeuilles de titres des personnes physiques à fin 1993
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- Le coût du crédit aux entreprises – 2^e trimestre 1994
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 11 – novembre 1994

Dossiers

- Deux réformes sur les statistiques de monnaie et de crédit
(Pierre Papadacci – DESM)
- « Dix ans de balance des paiements » 1984-1993
(Philippe-Georges Dedryver – Direction de la Balance des paiements)
- Évolution de la population d'entreprises participant au commerce extérieur français (1988-1993)
(Christian Petit – Direction de la Balance des paiements)

Enquêtes

- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1^{er} semestre 1994
(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)
- Enquête financière – 3^e trimestre 1994
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 12 – décembre 1994

Dossiers

- Les transactions sur valeurs mobilières en 1993 selon l'enquête en flux de la Banque de France
(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)
- Estimation des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1993
(Élisabeth Kremp et Claude Truy – Direction des Entreprises)
- Évolution des opérations de change à terme des banques résidentes en 1993 et au 1^{er} semestre 1994
(Corinne Gourrichon – Direction de la Balance des paiements)

Supplément « Études » – 4^e trimestre 1994

Études générales

- Le rôle des banques centrales dans le processus d'Union monétaire
(Jean-Pierre Patat – Direction générale des Services étrangers)
- L'Allemagne et la France sur le chemin de l'UEM
(Jean-Pierre Patat – Direction générale des Services étrangers)
- Le point de vue des banques centrales sur les problèmes relatifs aux systèmes de paiement
(Didier Bruneel – Secrétariat général)
- Dix ans de balance des paiements de la France 1984-1993
(Philippe-Georges Dedryver – Direction de la Balance des paiements)
- Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1992
(Direction de la Balance des paiements)
- Le risque PME
(Dominique Laboureix et Alain Lauren – SGCB)

- L'organisation des séances d'adjudications des valeurs du Trésor par la Banque de France : le système Telsat
(Direction des Services de titres)
- Émissions d'obligations et d'actions au 3^e trimestre 1994
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- Danemark
(Thierry Boucher – DEER)
- Espagne
(Élisabeth Cospérec – DEER)
- Irlande
(Gilles Moëc – DEER)
- Pays-Bas
(Thierry Boucher – DEER)
- Nouvelle-Zélande
(Nathalie Domeau – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 13 – janvier 1995

Dossiers

- La convention-cadre relative aux opérations de pension
(Patrice de Lapasse – Direction des Services juridiques)
- Les résultats des établissements de crédit en 1993 et au 1^{er} semestre 1994
(Olivier Jaudoïn – SGCB)

Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 1^{er} et 2^e trimestres de 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- Le coût du crédit aux entreprises – 3^e trimestre 1994
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 14 – février 1995

Dossiers

- Implications macro-économiques et de politique monétaire du développement des marchés dérivés
(Groupe de travail présidé par M. Hannoun, à la demande du G 10)
- Le 5^e Manuel du FMI : une nouvelle présentation de la balance des paiements et de la position extérieure
(Fabienne Bogard – Direction de la Balance des paiements)
- L'Allemagne et la France sur le chemin de l'Union économique et monétaire
(Jacques Bozzi – DEER)
- Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au 1^{er} semestre 1994
(David Karmouni – Direction de la Balance des paiements)
- L'activité des commissions de surendette en 1994
(Béatrice Raoult-Texier – Direction du Réseau)

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1994
(Yves Lecoupeur – Direction des Entreprises)
- Enquête financière – 4^e trimestre 1994
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 15 – mars 1995

Dossiers

- Pierre et Marie Curie illustrent le nouveau billet de 500 francs
(Caisse générale)
- Évolution de l'activité des fichiers d'incidents gérés par la Banque de France (FCC – FNCL – FICP) au cours de l'année 1994
(Jean-Marc Destresse – DMPE)
- Accord de place sur le nouveau système français de règlement de gros montant
(DMPE)

Supplément « Études » – 1^{er} trimestre 1995

Études par thème

- Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1992
(Direction de la Balance des paiements)
- Position-titres de la France au 31 décembre 1993
(Marc Schweitzer – Direction de la Balance des Paiements)
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1994
(Direction des Titres)
- Les restructurations en France entre 1985 et 1993 : un aperçu à partir des données de la Centrale de bilans
(Élisabeth Kremp – Direction des Entreprises)
- L'influence de la sphère financière sur la sphère réelle : les canaux du crédit
(Fabienne Rosenwald – DEER)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin décembre 1993
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- Émissions d'obligations et d'actions au 4^e trimestre 1994
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- La balance allemande des paiements depuis la réunification
(Thierry Boucher – DEER)
- Commerce extérieur et compétitivité de l'Allemagne depuis la réunification
(Thierry Boucher – DEER)
- États-Unis
((Nathalie Domeau – DEER))
- Japon
(Geneviève Amouriaux – DEER)

- Allemagne
(Violaine Clerc – DEER)
- Italie
(Gilles Moëc – DEER)
- Royaume-Uni
(Élisabeth Cospérec – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 16 – avril 1995

Dossiers

- Banques centrales et porte-monnaie électroniques
(Didier Bruneel – Secrétariat général)
- Agrégats et objectifs monétaires dans les principaux pays développés
(Sylvie Verlhac – DEER)
- La place des opérations de marché dans l'activité des établissements de crédit
(Hervé Gonsard – SGCB)
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1994
(Pascal Dubacq – Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- Enquête sur le comportement des entreprises en 1994
(Philippe de Rougemont – Direction de la Conjoncture)
- Les transactions sur valeurs mobilières au 1^{er} semestre 1994
selon l'enquête de la Banque de France sur les flux
(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)
- Le coût du crédit aux entreprises – 4^e trimestre 1994
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 17 – mai 1995

Dossiers

- Les soldes utilisés dans l'analyse de la balance des paiements et de la position extérieure d'un pays
(Jacques Pécha – Direction de la Balance des paiements)
- Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1994
(Sylvie Bénech-Chaulet – Direction de la Balance des paiements)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin décembre 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Enquête financière – 1^{er} trimestre 1995
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 18 – juin 1995

Dossiers

- Participation de la Banque de France au programme d'assistance technique du FMI à la Banque centrale de Russie sur les systèmes de paiement
(Jean-Marc Destresse – DMPE)
- Le système TARGET
(Jérôme Lachand – DMPE)
- Intégration économique et union monétaire en Europe
(André Icard – Direction générale des Études)

Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres aux 3^e et 4^e trimestres de 1994 et sur l'ensemble de l'année 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- Enquête annuelle sur le logement en 1994
(Direction de la Conjoncture)

Supplément « Études » – 2^e trimestre 1995

Études générales

- Les services dans la balance des paiements 1985-1994
(Thierry Daan – Direction de la Balance des paiements)
- Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1993
(Sylvie Bénech-Chaulet – Direction de la Balance des paiements)
- La situation monétaire en 1994
(Jean-Pierre Barillas et Jean-Yves Greuet – DESM)
- Rapport du groupe de travail sur la réactivité des bilans bancaires aux modifications des taux de référence sur la base des données de 1992 et de 1993
(Jean-Pierre Barillas – DESM)
- Compétitivité des entreprises et forces concurrentielles
(Bernard Paranque – Direction des Entreprises)
- Émissions d'obligations et d'actions au 1^{er} trimestre 1995
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- Les pays d'Europe centrale et orientale
(Jean-Paul Tisserand – DEER)
- Australie
(Geneviève Amouriaux – DEER)
- Belgique
(Nathalie Domeau – DEER)
- Canada
(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)
- Portugal
(Gilles Moëc – DEER)

Dossier

- Programme du colloque Banque de France – Banque de Russie (première partie)
- Allocution introductory du colloque
(T. V. Paramonova)
- Allocution introductory à la première session
(A. A. Khandrouev)
- Réformes et progrès structurels de l'économie russe
(M. A. Tatiantchenko)
- Spécificité des mécanismes de l'inflation dans l'économie russe
(I. V. Stepanov)
- Nature de l'inflation dans le contexte de déséquilibre structurel et technologique de l'économie russe
(V. V. Ivanter)
- Stratégie et politique anti-inflationnistes en Russie
(L. N. Krassavina)
- La nature de l'inflation dans la transition en Russie et les politiques pour y faire face
*(Michel Aglietta – Université de Paris X
Jacques Sapir – EHESS)*
- Problèmes de la stabilisation financière en Russie
(V. N. Smenkovski et A. M. Tchoumatchenko)
- Politique de taux de change dans une économie de transition
(A. I. Potemkine)
- Principales orientations de la réglementation et du contrôle des changes en Russie
(V. I. Melnikov)
- L'environnement juridique de la politique de change
(A. I. Kazmine)

Bulletin de la Banque de France n° 19 – juillet 1995

Dossiers

- L'activité des établissements de crédit en 1994
(Hervé Gonsard, Olivier Jaudoin et Didier Pény – SGCB)
- Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au 2^e semestre 1994
(David Karmouni – Direction de la Balance des paiements)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin mars 1995
(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Le coût du crédit aux entreprises – 1^{er} trimestre 1995
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)
- Enquête sur les taux des crédits au logement – Année 1994
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 20 – août 1995

Dossiers

- Mission exploratoire sur les modalités de passage à la monnaie unique
(Benoît Jolivet – Conseil national du crédit)
- Le rôle respectif des taux à court terme et des taux à long terme dans le financement de l'économie
(Thierry Grunspan – DESM)
- Présentation des bases de données sur les entreprises gérées par la direction des Entreprises de la Banque de France
(Mireille Ferhani – Direction des Entreprises)
- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français
(Laurent Paul et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux)
- Les comptes financiers du logement en 1994
(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 2^e semestre 1994
(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)
- Enquête financière – 2^e trimestre 1995
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 21 – septembre 1995

Dossiers

- Synthèse du Rapport « Risque de crédit »
(Conseil national du crédit)
- La situation du système productif en 1994
(Bernard Bardes, Yves Lecoupeur et Annie Sauvé – Direction des Entreprises)
- Principales tendances régionales de la production industrielle lors du dernier cycle conjoncturel (1986-1994)
(Marie-Pierre Leclair – Direction de la Conjoncture)
- L'évolution de l'intermédiation bancaire (1950-1993)
(Dominique Plihon – Consultant à la direction générale des Études)

Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin décembre 1994
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Supplément « Études » – 3^e trimestre 1995

Études générales

- Déréglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit ?
(Christian Pfister – DESM)
- Essai de modélisation de l'effet de stabilisation des taux d'intérêt à très court terme des réserves obligatoires
(Manuel Vazquez – DESM)

- Détection précoce des défaillances d'entreprises
 - à partir des documents comptables
(Mireille Bardos – Direction des Entreprises)
- Émission d'obligations et d'actions au 2^e trimestre 1995
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- États-Unis
(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)
- Japon
(Geneviève Amouriaux – DEER)
- Allemagne
(Nathalie Domeau – DEER)
- Italie
(Gilles Moëc – DEER)
- Royaume-Uni
(Élisabeth Cospérec – DEER)

Dossier

- Programme du colloque Banque de France – Banque de Russie (seconde partie)
- Allocution introductory du colloque
(André Icard – Direction générale des Études)
- Le comportement des entreprises russes dans un environnement inflationniste
(Christian de Boissieu et Daniel Cohen – Université de Paris I)
- L'expérience française de lutte contre l'inflation
(Jacques Bozzi, Pierre Jaillet et Jean-Victor Ruault – Direction générale des Études)
- Les facteurs extérieurs de l'inflation et le statut de la politique de change
(Marie Lavigne – Université de Pau)
- Théorie et pratique d'un système de contrôle des changes
(Hervé Ferhani – Direction des Changes)
- Synthèse du colloque
(André Icard – Direction générale des Études)

Bulletin de la Banque de France n° 22 – octobre 1995

Dossiers

- Les contreparties de la masse monétaire M3 et leur évolution en 1994 et au 1^{er} trimestre 1995
(Luc Jacolin – DESM)
- Estimation d'une structure par terme des taux d'intérêt sur données françaises
(Roland Ricart et Pierre Sicsic – DEER)
- La réglementation bancaire européenne
(Pierre-Henri Cassou – Secrétariat général du Comité de la réglementation bancaire)
- L'activité du marché des changes de Paris – Résultats de l'enquête d'avril 1995

(*Bruno Estecahandy et Emmanuelle Touroude – Direction des Changes*
Patrick Haas – Direction de la Balance des paiements)

- Délais de paiement et solde du crédit interentreprises en 1994

(*Élisabeth Kremp – Direction des Entreprises*)

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1995
(*Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM*)

- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1^{er} semestre 1995
(*Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture*)

Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 1^{er} trimestre 1995
(*Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM*)

- Le coût du crédit aux entreprises – 2^e trimestre 1995
(*Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture*)

Bulletin de la Banque de France n° 23 – novembre 1995

Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 1^{er} trimestre 1995
(*Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM*)

- Enquête financière – 3^e trimestre 1995
(*Direction de la Conjoncture*)

Bulletin de la Banque de France n° 24 – décembre 1995

Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 2^e trimestre 1995
(*Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM*)

Supplément « Études » – 4^e trimestre 1995

Études générales

- Effets-revenu d'une variation des taux d'intérêt
(*Bruno Longet – DEER*)

- Tensions dans l'appareil productif, degrés d'utilisation des équipements et comportement d'investissement
(*Éric Heyer – DEER*)

- Des taux à terme, pourquoi faire ? Trois illustrations simples
(*Roland Ricart et Pierre Sicsic – DEER*)

- Efficacité du capital, tensions et croissance dans l'industrie manufacturière française
(*Gilbert Cette – DEER*)

- Les indicateurs conjoncturels de la Banque de France et les tensions inflationnistes
(*Laurent Clerc – Direction de la Conjoncture*)

- Émissions d'obligations et d'actions au 3^e trimestre 1995
(*Claude Meiller – DESM*)

Études par pays

- La nouvelle loi sur la Banque centrale de Russie
(Emmanuel Kurtz – DEER)
- Russie : la situation économique et les perspectives pour 1996
(Emmanuel Kurtz – DEER)
- Les pays d'Europe centrale et orientale (PECO)
(Jean-Paul Tisserand – DEER)
- L'Amérique latine
(Thierry Cusson – DEER)
- Les pays d'Asie orientale
(Jean-Paul Tisserand – DEER)
- Espagne
(Gilles Moëc – DEER)
- Grèce
(Élisabeth Cospérec – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 25 – janvier 1996

Dossiers

- Les résultats des établissements de crédit en 1994 et au 1^{er} semestre 1995
(Olivier Jaudoin – SGCB)
- Les problématiques de la monnaie électronique
(Marc Morau – DMPE)
- La réforme des textes régissant les opérations de la Banque de France sur le marché monétaire
(Direction des Marchés de capitaux)
- Les voyages en balance des paiements : repères méthodologiques et regard sur l'orientation des échanges
(Denis Besnard – Direction de la Balance des paiements)
- Évolution de l'activité bancaire et financière internationale au 1^{er} semestre 1995
(David Karmouni – Direction de la Balance des paiements)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1995
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 2^e trimestre 1995
(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)
- Le coût du crédit aux entreprises – 3^e trimestre 1995
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 26 – février 1996

Dossiers

- Les marchés sont-ils devenus trop puissants ?
(Alain Vienney – Direction générale des Études)

- La voie française vers la croissance non inflationniste
(Alain Vienney – Direction générale des Études)
- Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1993
(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)
- La position-titres de la France au 31 décembre 1994
(Corinne Godin – Direction de la Balance des paiements)

Enquêtes

- La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie en 1995
(Yves Lecouper – Direction des Entreprises)
- Enquête financière – 4^e trimestre 1995
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 27 – mars 1996

Dossiers

- Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire
(Frederic S. Mishkin – Banque fédérale de réserve de New York – Graduate School of Business, University Columbia – National Bureau of Economic Research)
- L'activité des commissions de surendettement en 1995
(Béatrice Raoult-Texier – Direction du Réseau)

Supplément « Études » – 1^{er} trimestre 1996

Études générales

- Résultats de l'enquête sur les marchés de produits dérivés en France
(Patrick Haas – Direction de la Balance des paiements)
- Adjudications de valeurs du Trésor – Bilan de l'année 1995
(Direction des Titres)
- Émissions d'obligations et d'actions au 4^e trimestre 1995
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- États-Unis
(Isabelle Vaillant-Lieb – DEER)
- Japon
(Geneviève Amouriaux – DEER)
- Allemagne
(Nathalie Domeau – DEER)
- Italie
(Gilles Moëc – DEER)
- Royaume-Uni
(Élisabeth Cospérec – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 28 – avril 1996

Dossiers

- Le marché de la pension livrée
(Frédéric Hervé – Direction des Marchés de capitaux)
- Les crédits au logement consentis aux ménages en 1995
(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- La composition des plans d'épargne en actions (PEA)
à fin décembre 1995
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres
au 3^e trimestre 1995
(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)
- Les transactions sur valeurs mobilières au 3^e trimestre 1995
(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)
- Enquête sur le comportement des entreprises en 1995
(Philippe de Rougemont – Direction de la Conjoncture)
- Le coût du crédit aux entreprises – 4^e trimestre 1995
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 29 – mai 1996

Dossiers

- Les flux d'investissements directs de la France avec l'étranger en 1995
(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)

Enquêtes

- Enquête financière – 1^{er} trimestre 1996
(Direction de la Conjoncture)
- Enquête sur les taux des crédits au logement – Année 1995
(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 30 – juin 1996

Dossiers

- Les indicateurs des conditions monétaires
(Patrick Frochen – DESM)
- Les marchés de matières premières au 1^{er} trimestre 1996
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- Enquête annuelle sur le logement en 1995
(Direction de la Conjoncture)
- L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français
(Laurent Paul et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux)

Supplément « Études » – 2^e trimestre 1996

Études par thème

- État des lieux de la réglementation en matière de réserves obligatoires dans dix-sept pays
(Monique Alleron – DEER)
- La situation monétaire en 1995
(Xavier Denis, Manuel Vasquez, Emmanuel Gervais et Luc Jacolin – DESM)
- Résultats 1994 et estimations 1995 de l'enquête sur la structure par taux de référence des bilans bancaires
(Emmanuel Gervais et Luc Jacolin – DESM)
- Le marché des certificats de dépôt : influence de la relation émetteurs-souscripteurs initiaux
*(Corinne Martin – Direction des Marchés de capitaux
Fabienne Rosenwald – DEER)*
- Traitement du surendettement : nouvelles perspectives
(Jean-Luc Vatin – Direction du Réseau)
- Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1994
(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)
- Économie d'entreprise et stratégie
(Régis Coeurderoy et François Mouriaux – Direction des Entreprises)
- Émissions d'obligations et d'actions au 1^{er} trimestre 1996
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- Danemark
(Nathalie Domeau – DEER)
- Nouvelle-Zélande
(Sébastien Clanet – DEER)
- La situation économique des pays de la Communauté des États indépendants (CEI)
(Emmanuel Kurtz – DEER)
- La conjoncture dans les pays d'Europe centrale et orientale (PECO)
(Jean-Paul Tisserand – DEER)
- Les pays d'Asie orientale
(Jean-Paul Tisserand – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 31 – juillet 1996

Dossiers

- Les grands traits de la balance des paiements et de la position extérieure de la France en 1995
(Direction de la Balance des paiements)
- Scénario de passage à l'euro : la concertation de la Banque de France avec la place
(Direction générale des Services étrangers)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin mars 1996
(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 4^e trimestre 1995
(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 4^e trimestre de 1995 et sur l'ensemble de l'année 1995
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- Le coût du crédit aux entreprises – 1^{er} trimestre 1996
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 32 – août 1996

Dossiers

- L'évolution du système bancaire français en 1995
(Hervé Gonsard et Didier Pény – SGCB)
- Scénario de passage à l'euro : thèmes abordés dans le cadre de la concertation de place avec la Banque de France
(Direction générale des Services étrangers)
- Les marchés de matières premières au 2^e trimestre 1996
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- Enquête financière – 2^e trimestre 1996
(Direction de la Conjoncture)
- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 1^{er} trimestre 1996
(Hervé Grandjean et Lydie Marchand – DESM)

Bulletin de la Banque de France n° 33 – septembre 1996

Dossiers

- Le risque de règlement dans les opérations de change
(Nicolas de Sèze – Direction des Changes)
- Les nouveaux indicateurs statistiques du FMI
(Direction de la Balance des paiements et DESM)
- Texte de la loi bancaire mis à jour par les services de la Banque de France après publication de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières
(Direction des Établissements de crédit)
- Les comptes financiers du logement en 1995
(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)
- La situation financière du système productif en 1995
(Bernard Bardes, Yves Lecoupeur et Annie Sauvé – Direction des Entreprises)

Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 1^{er} trimestre 1996
(Hervé Grandjean et Nadine Franc – DESM)
- Le patrimoine en valeurs mobilières des personnes physiques à fin décembre 1995
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Supplément « Études » – 3^e trimestre 1996

Études générales

- Notice méthodologique sur les options de change
(Emmanuelle Touroude – Direction des Changes)
- Les options de change de seconde génération : un aperçu
(Bruno Estecahandy et Emmanuelle Touroude – Direction des Changes)
- La multibancarisation de 1992 à 1995
(Yves Proust et Denis Cadillat – Direction des Entreprises)
- Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1994
(Sylvie Bénech-Calvet – Direction de la Balance des paiements)
- Émissions d'obligations et d'actions au 2^e trimestre 1996
(Claude Meiller – DESM)

Études par pays

- États-Unis
(Geneviève Amouriaux – DEER)
- Japon
(Sébastien Clanet – DEER)
- Allemagne
(Nathalie Domeau – DEER)
- Royaume-Uni
Monique Alleron – DEER)

Bulletin de la Banque de France n° 34 – octobre 1996

Dossiers

- Gustave Eiffel et sa tour illustrent le nouveau billet de 200 francs
(Direction générale de la Fabrication des billets)
- Un essai de modélisation à court terme de l'évolution mensuelle des prix de détail
*(Xavier Ducreux – Direction de la Conjoncture
Fabien Tripier – Université Paris X)*
- Analyse de l'évolution divergente des Sicav et des FCP
(Georges Tournemire – DESM)
- Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1995
(Élisabeth Kremp – Direction des Entreprises)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin juin 1996
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)

Enquêtes

- La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres au 2^e trimestre 1996
(Monique Chocron et Lydie Marchand – DESM)
- Le coût du crédit aux entreprises – 2^e trimestre 1996
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 35 – novembre 1996

Dossiers

- Le système Target
(Yvon Lucas – DMPE)
- Les marchés de matières premières au 3^e trimestre 1996
(Évelyne Fam – Direction de la Conjoncture)
- Les crédits au logement consentis aux ménages au 1^{er} semestre 1996
(Christine Gourvenec – Direction de la Conjoncture)

Enquêtes

- Les transactions sur valeurs mobilières au 2^e trimestre 1996
(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)
- Enquête financière – 3^e trimestre 1996
(Direction de la Conjoncture)

Bulletin de la Banque de France n° 36 – décembre 1996

Dossiers

- Obligations statistiques pour l'Union monétaire
*(Direction générale des Services étranger
Direction générale des Études)*
- L'ouverture de l'actionnariat de la Banque des règlements internationaux
(Bruno-Philippe Jeudy – Direction des Relations avec l'étranger)
- La composition des plans d'épargne en actions (PEA) à fin septembre 1996
(Monique Chocron et Nadine Franc – DESM)

Supplément « Études » – 4^e trimestre 1996

Études générales

- Comportement adopté par le système bancaire pour la constitution des réserves obligatoires
(Laurent Paul et Frédéric Wilhelm – Direction des Marchés de capitaux)
- L'endettement des entreprises : une étude sur longue période
(Dominique Boissonade et Alain Tournier – Direction des Entreprises)
- Les stratégies d'exportation des entreprises françaises
(Régis Cœurderoy – Direction des Entreprises)
- Émissions d'obligations et d'actions au 3^e trimestre 1996
(Thierry Niquet – DESM)

Études par pays

- Situation économique dans les pays baltes en 1996 et perspectives pour 1997
(Emmanuel Kurtz – DEER)
- Situation économique de la Russie en 1996 et perspectives pour 1997
(Emmanuel Kurtz – DEER)
- La conjoncture dans les pays d'Europe centrale et orientale
(Jean-Paul Tisserand – DEER)
- La conjoncture dans les pays émergents d'Asie orientale
(Jean-Paul Tisserand – DEER)
- Finlande
(Sébastien Clanet – DEER)
- Amérique latine
(Françoise Lachaud – DEER)

COMPORTEMENT ADOPTÉ PAR LE SYSTÈME BANCAIRE POUR LA CONSTITUTION DES RÉSERVES OBLIGATOIRES

La très forte baisse des réserves obligatoires opérée en 1992 a conduit le système bancaire à s'adapter à un contexte tout à fait nouveau.

LAURENT PAUL
FRÉDÉRIC WILHELM
Direction des Marchés de capitaux
Cellule monétaire

- Au début des années quatre-vingt-dix, les autorités monétaires françaises ont procédé à une baisse très substantielle des réserves obligatoires qui a permis un net allégement de la charge que cet instrument fait peser sur le système bancaire.
- Ces mesures répondaient à la volonté de réduire le coût du crédit à l'économie et d'éviter toute distorsion de concurrence au détriment des banques françaises dans le nouveau contexte créé par la libération complète des mouvements de capitaux.

■ Elles ont permis de ramener le niveau moyen des soldes des établissements de crédit sur les livres de l’Institut d’émission requis par la réglementation de quelque 75 milliards de francs en 1990 à 6 milliards environ, après la dernière baisse des taux de réserves décidée en mai 1992¹.

■ L’objet de la présente étude est, d’une part d’examiner comment le système bancaire s’est adapté à un faible niveau de réserves, d’autre part d’évaluer dans quelle mesure ce changement de régime a entraîné des modifications significatives dans le rythme et le calendrier de constitution des réserves adopté par les établissements de crédit.

1. Une rapide adaptation des établissements de crédit à la baisse des réserves obligatoires opérée en 1992

La baisse des taux de réserves opérée en 1992 a créé un contexte tout à fait nouveau pour les banques françaises. Le nombre d’établissements ayant à constituer des soldes sur les livres de l’Institut d’émission est ainsi revenu de 450 à 250 unités après cette réforme. Or cette situation créait le risque de voir apparaître un niveau substantiel de réserves « libres » en raison de la difficulté pour de nombreux trésoriers de gérer au plus près leurs disponibilités en compte. Un tel phénomène aurait alors sensiblement amoindri l’impact sur le coût du crédit de la baisse des coefficients de réserves. Celui-ci ne s’est pas pour autant produit, grâce à un effort d’adaptation rapide des établissements assujettis et à la mise en œuvre par la Banque de France de nouvelles dispositions de gestion des comptes des établissements de crédit ainsi que d’une politique plus active de réglage fin de la liquidité bancaire.

1.1. La mise en place des comptes courants garantis a contribué à la baisse des excédents reportés

Le graphique ci-après, qui retrace l’évolution des excédents reportés à l’issue de chaque période de constitution de réserves, montre que le système bancaire s’est, dans son ensemble, rapidement adapté à la gestion des faibles niveaux de réserves obligatoires en vigueur depuis 1992. D’un niveau de 170 milliards de francs juste après la décision de baisse des coefficients, ces excédents sont aujourd’hui revenus sur un étage de 50 milliards².

La mise en place des comptes courants garantis (CCG) à partir du mois de septembre 1992, dont les modalités de fonctionnement sont décrites à l’annexe 3, a considérablement facilité cet effort de résorption en autorisant une gestion plus fine par les établissements du solde de leur compte à la Banque de France. Ce sont en effet les banques bénéficiant de cette procédure qui ont su le mieux résorber leurs excédents de réserves apparus à la suite de la réforme de mai 1992. Les autres établissements ont, en revanche, conservé des excédents structurels à un niveau pratiquement inchangé : ainsi, les banques titulaires d’un CCG, qui constituent environ 70 % du total des réserves³,

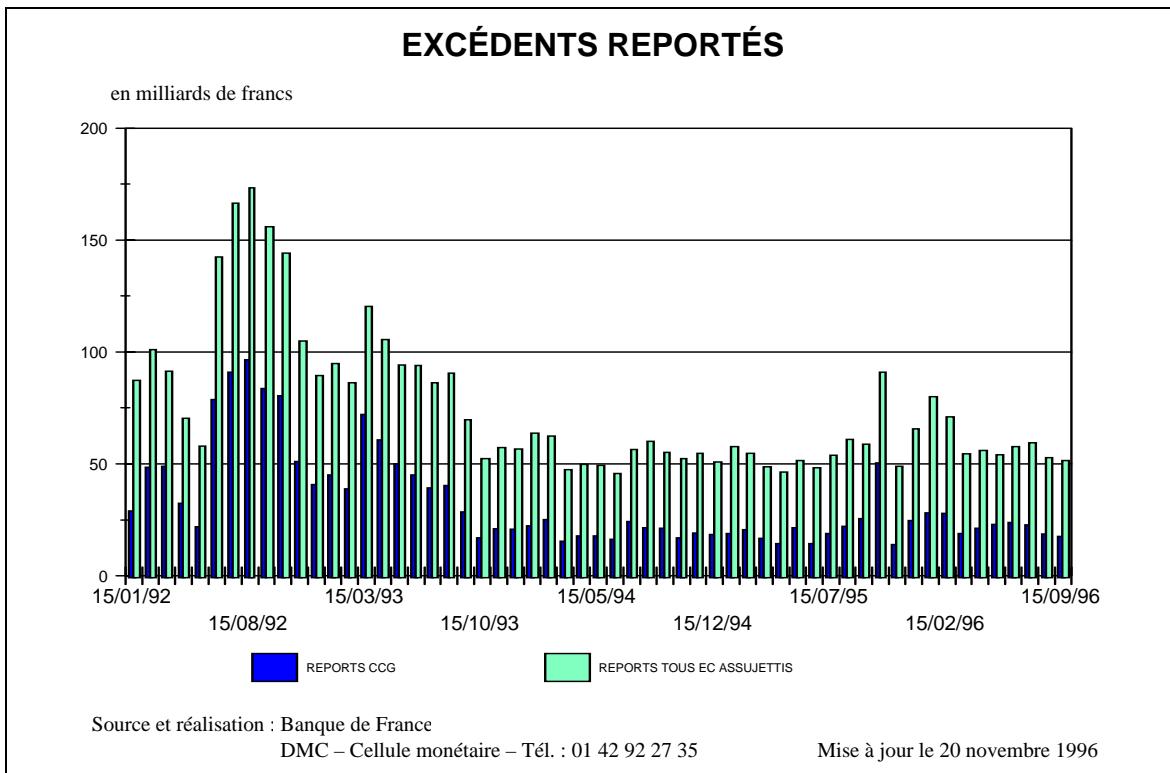
¹ L’annexe 1 rappelle les différentes modifications du dispositif réglementaire qui ont concouru à cet assouplissement.

² Selon les règles de report actuellement en vigueur, l’excédent reportable à l’issue de chaque période correspond approximativement à 75 % de l’excédent brut constaté au titre de cette période, qui représente lui-même la somme de l’excédent instantané — c'est-à-dire des réserves libres — de cette période et de l’excédent reporté à l’issue de la période précédente. Pour plus de détails sur les différentes notions d’excédents et les règles de report appliquées en France, cf. annexe 2.

³ À fin octobre, 91 établissements étaient titulaires d’un compte courant garanti.

ne détiennent que 40 % environ des excédents globaux observés actuellement, alors que cette proportion atteignait les deux tiers en juillet 1992.

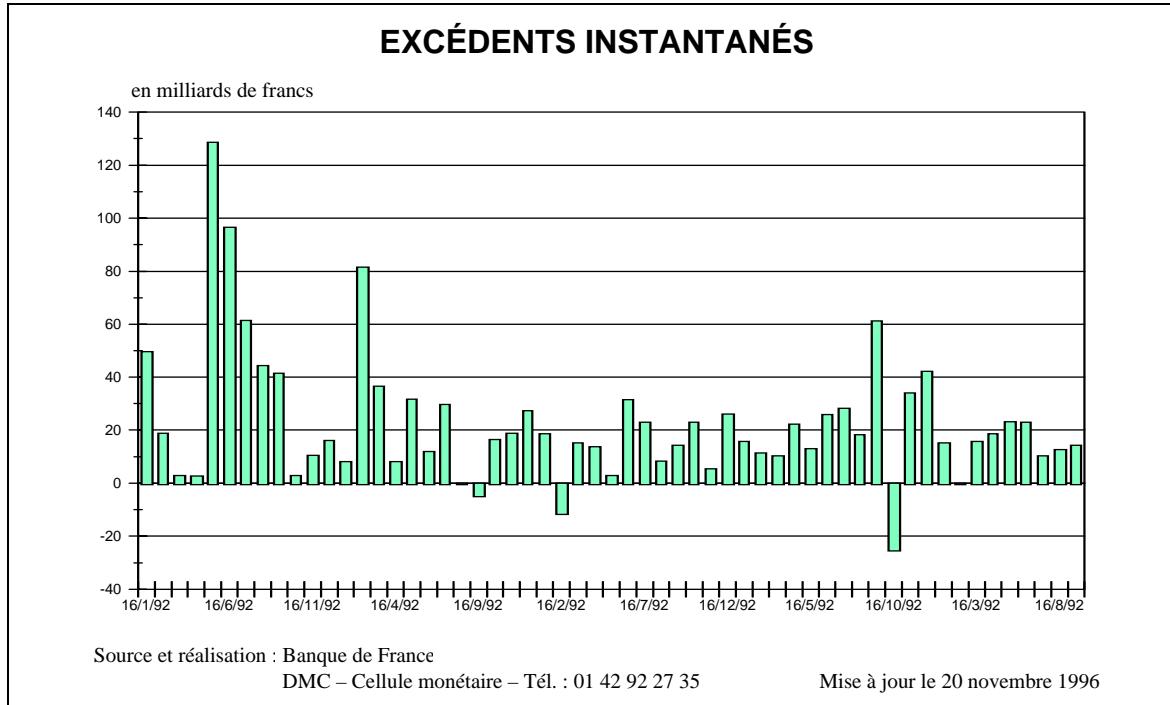
Depuis l'automne 1993, le montant des excédents reportables acquis à l'issue de chaque période s'est ainsi stabilisé autour de 50 milliards de francs — soit environ le quart du montant à constituer au cours d'un mois par l'ensemble des établissements assujettis¹ —, la part des établissements titulaires d'un CCG représentant environ 20 milliards.



La stabilisation de l'excédent reportable autour de 50 milliards de francs ne signifie pas qu'il y ait eu une stabilisation de l'excédent instantané (réserves libres) autour de son niveau moyen observé qui est de l'ordre de 25 milliards. Dans cette hypothèse, il se serait produit, au contraire, un accroissement inexorable des montants reportables à l'issue de chaque période². Cette stabilisation masque, en fait, des fluctuations des excédents instantanés d'une période à l'autre, qui dénotent la manière dont les établissements tentent d'ajuster leur situation : ainsi l'excédent instantané constitué a tendance à être plus faible lorsque l'excédent reportable constaté lors de la période précédente est élevé et *vice versa*.

¹ Le montant de réserves à constituer sur les comptes à la Banque de France est d'environ 200 milliards de francs en données cumulées sur chaque période.

² Cf. annexe 2 sur les différents concepts d'excédents et les règles de report



Au total, si l'on compare les soldes constitués aux soldes requis pour la constitution des réserves obligatoires, les excédents instantanés constatés depuis 1993 n'ont que très rarement dépassé 30 milliards de francs, soit 1 milliard en moyenne quotidienne. Le montant des réserves « libres » s'avère donc relativement faible, ce qui confirme que le système bancaire a su s'adapter au nouveau contexte créé par la baisse des réserves. Toutefois, l'absence de résorption de l'excédent reporté en deçà du niveau de 50 milliards de francs reflète les limites de cette adaptation.

1.2. Cette adaptation a également été favorisée par l'évolution des modalités d'intervention de la Banque de France

En raison de la baisse des réserves obligatoires, la Banque de France a été conduite à modifier son dispositif d'interventions sur le marché monétaire. Cette baisse s'est d'abord traduite par une réduction de même ampleur du besoin de refinancement du système bancaire, ramenant ainsi le volume des concours alloués par l'Institut d'émission de 160 milliards de francs en 1990 à 100 milliards aujourd'hui.

En second lieu, l'Institut d'émission a été amené à prendre en compte la faiblesse des soldes des établissements de crédit au regard des fluctuations quotidiennes des facteurs de la liquidité, lesquelles peuvent atteindre couramment 5 milliards de francs à 10 milliards dans une journée. Afin d'éviter que cette situation n'entraîne un accroissement de la variabilité du taux de l'argent au jour le jour qui aurait nui à la lisibilité de la politique monétaire, la Banque de France a accru la fréquence de ses interventions de réglage fin. Celles-ci sont d'abord constituées par les pensions et reprises à 24 heures destinées à apurer les déficits ou les excédents de liquidité constatés en fin de journée ; en outre, des opérations de pensions livrées *d'open market*, jusqu'à une semaine de durée, sont venues compléter l'action de réglage de la liquidité opérée au travers des appels d'offres (deux opérations sont lancées chaque semaine depuis le mois de décembre 1991) et des opérations fermes sur le portefeuille de bons du Trésor.

Au total, la mise en place des comptes courants garantis et les inflexions apportées au dispositif d'interventions de la Banque de France ont permis rapidement d'éviter les problèmes techniques que la baisse des réserves obligatoires aurait pu entraîner.

2. Les évolutions de la stratégie de constitution des réserves obligatoires

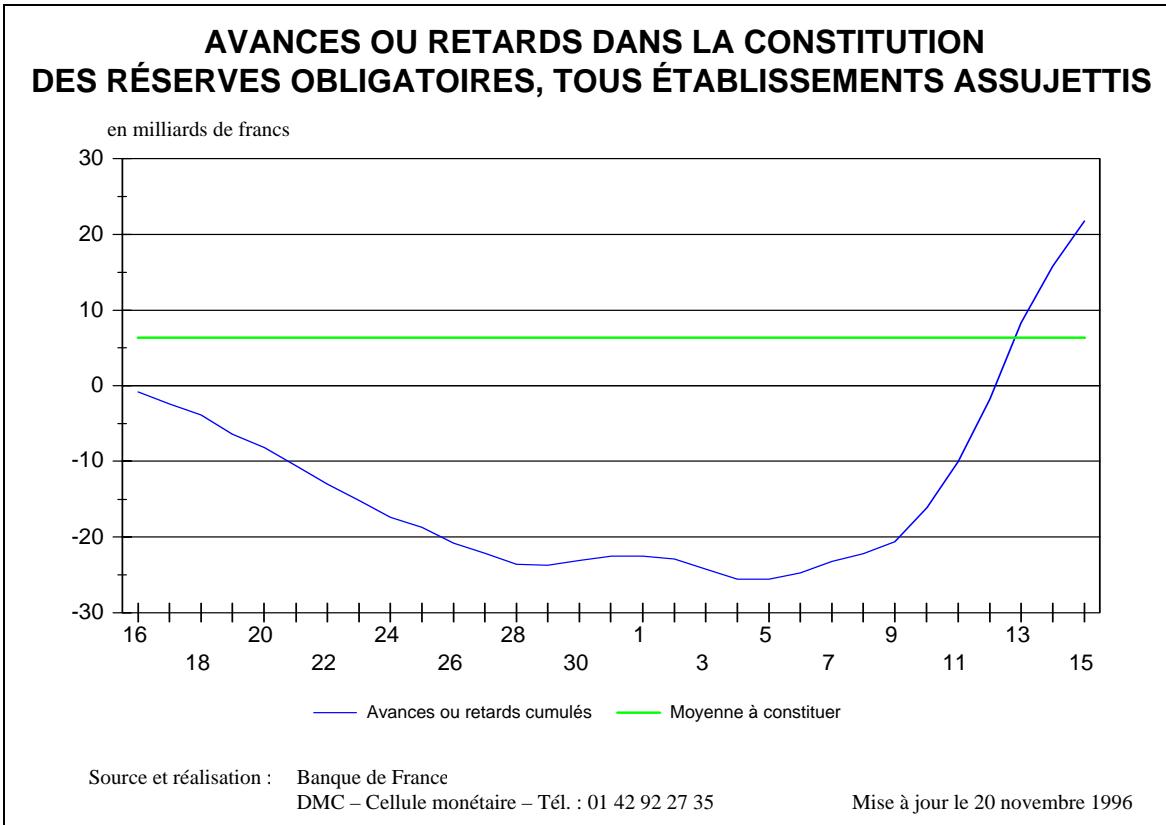
Parallèlement — mais aussi corrélativement — à la tendance à la stabilisation des excédents, a été également observé un changement notable dans le rythme de constitution intra-périodique des avoirs pris en compte au titre des réserves obligatoires. En effet, il apparaît tout d'abord que les banques, d'une manière générale, ont désormais systématiquement tendance, durant la majeure partie de chaque période, à constituer des avoirs inférieurs aux niveaux requis et résorbent le retard qui en résulte, lors des tout derniers jours de la période. Après une description des comportements adoptés en la matière (2.1.), l'analyse portera sur les principaux facteurs explicatifs de ce changement (2.2.).

2.1. La concentration des avoirs en fin de période de constitution

L'examen du comportement de constitution des réserves obligatoires a conduit à suivre l'évolution du retard (ou de l'avance) accumulé jour après jour au cours d'une période de constitution, en se servant comme référence d'une moyenne calculée à partir de trente-quatre périodes de réserves obligatoires (du 16 décembre 1993 au 15 septembre 1996). L'analyse est fondée uniquement sur l'observation de la constitution de l'excédent instantané, c'est-à-dire sans tenir compte des reports d'excédents acquis au titre des périodes passées.

2.1.1. Vue globale

Depuis la fin de l'année 1992, il apparaît que les établissements de crédit assujettis aux réserves obligatoires ont tendance à maintenir, durant plus de la moitié de la période, un niveau d'avoirs en compte inférieur à la moyenne requise et à attendre la fin de période pour corriger le retard accumulé.



Durant les vingt premiers jours de la période (c'est-à-dire jusque vers le 5 du mois $m + 1$)¹, les banques constituent des soldes quotidiens systématiquement inférieurs à la moyenne requise. La seule exception à cette règle est constituée par le dernier jour ouvré du mois m où, en raison de l'arrêté comptable et du respect des ratios prudentiels qui incitent les établissements à être particulièrement liquides, les soldes reviennent alors ponctuellement à un niveau légèrement supérieur à la moyenne requise, ce qui entraîne une légère résorption du retard en matière de constitution des réserves. Au total, durant cette période, les banques accumulent un retard de près de 22 milliards de francs, ce qui signifie que les avoirs en compte sont, en moyenne, *inférieurs d'un peu plus de 1 milliard à la moyenne requise* (de l'ordre de 6,2 milliards). Il est cependant à noter que ce déficit temporaire reste largement couvert par les reports acquis au titre des périodes précédentes (50 milliards de francs en moyenne), de sorte que, globalement, le système bancaire n'est jamais en retard net de réserves.

Le retard instantané accumulé, de l'ordre de 22 milliards de francs, est ensuite progressivement résorbé, la période s'achevant par un excédent instantané d'un montant légèrement supérieur (environ 23 milliards). On constate ainsi que, *durant la dernière décade*, les soldes journaliers des établissements *excèdent de 4,6 milliards de francs environ la moyenne requise, avec une accentuation durant les cinq derniers jours de constitution*. Au cours de ces derniers jours, les banques immobilisent des avoirs compris entre 10,7 milliards de francs et 14,4 milliards, soit 4,3 milliards à 8,2 milliards de plus que la moyenne requise.

Ce constat global recouvre en fait des comportements très contrastés qui, de manière schématique, autorisent une distinction entre les établissements de crédit, selon qu'ils disposent ou non d'un compte courant garanti.

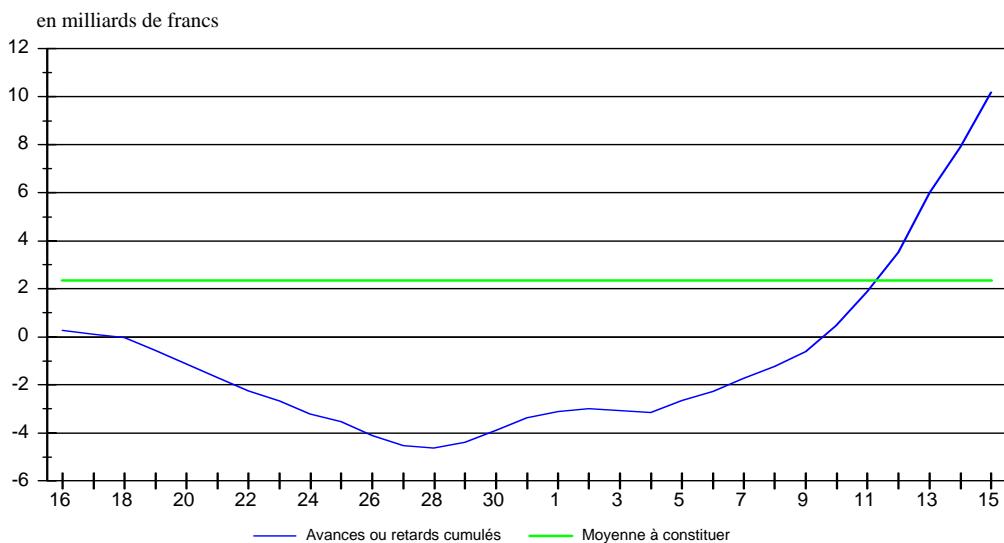
2.1.2. Deux types de gestion des réserves obligatoires

Établissements ne disposant pas de compte courant garanti

Ces établissements accumulent un retard très limité durant les quinze premiers jours d'une période de constitution : celui-ci culmine à 3,5 milliards de francs à l'approche de la fin du mois civil, ce qui correspond à des avoirs quotidiens, durant la première moitié de la période, inférieurs d'environ 250 millions à la moyenne requise (de l'ordre de 2,2 milliards). Par la suite, ils rattrapent leur retard, pour finalement disposer, en fin de période, d'une avance instantanée quelque peu supérieure à 11 milliards de francs : ils ont donc des soldes journaliers supérieurs de près de 1 milliard environ à la moyenne requise au cours de la seconde moitié de la période. Cette avance représente près de la moitié de celle qui est observée pour l'ensemble des banques, alors que ces établissements n'ont à constituer qu'environ 35 % du total des réserves obligatoires exprimées en termes d'avoirs en compte.

¹ La période de constitution des réserves obligatoires débute le 16 de chaque mois (mois m) et s'achève le 15 du mois suivant (mois $m + 1$). La fin du mois m est la date de référence pour le calcul de l'assiette et donc des réserves obligatoires.

**AVANCES OU RETARDS
DANS LA CONSTITUTION DES RÉSERVES OBLIGATOIRES
Établissements non titulaires d'un CCG**



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 35

Mise à jour le 20 novembre 1996

Établissements titulaires d'un compte courant garanti (CCG)

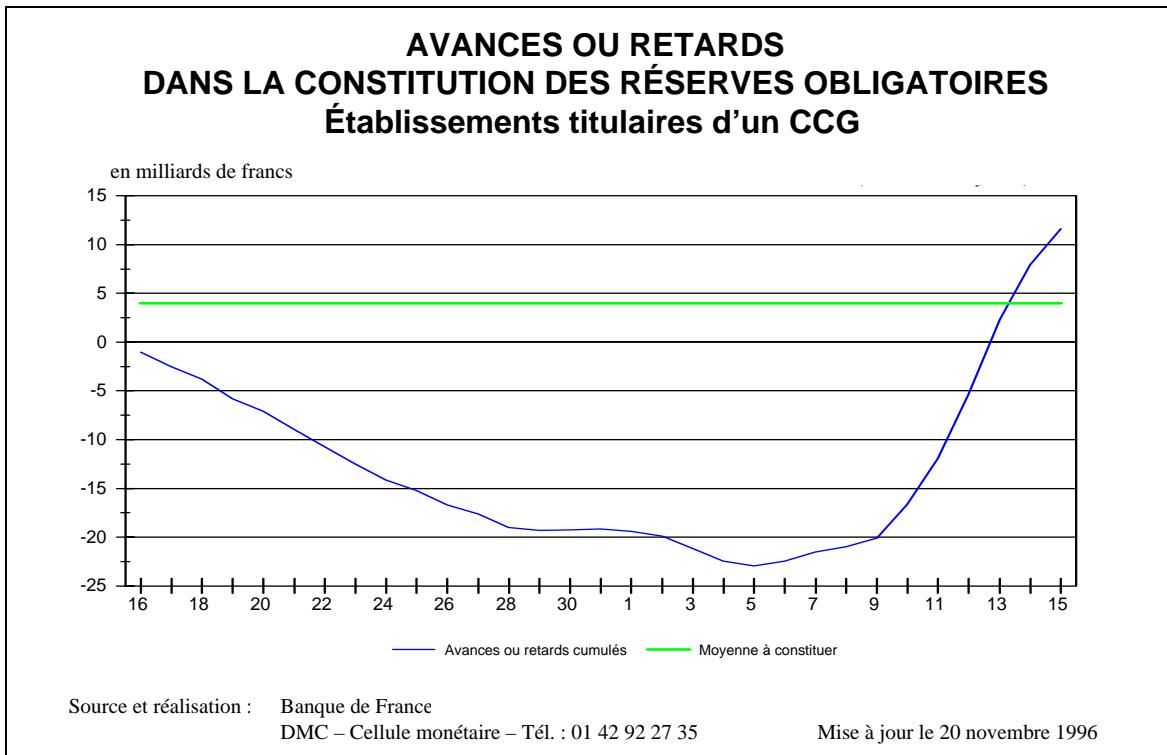
Le comportement des établissements disposant d'un compte courant garanti se résume comme suit :

– accumulation d'un retard qui atteint 20 milliards de francs au bout de vingt jours, ce qui reflète des soldes en compte inférieurs de 1 milliard à la moyenne requise (4 milliards environ). Il est à noter que ce retard est pratiquement égal au montant moyen des reports acquis au titre des périodes précédentes (22 milliards de francs en moyenne) ;

– résorption du retard au cours des jours suivants, avec accélération de ce mouvement à partir du 10.

Au cours de la dernière décennie de la période de constitution, les établissements maintiennent ainsi des avoirs à des niveaux supérieurs d'environ 3,4 milliards de francs à la moyenne requise, pour aboutir à une avance instantanée de plus de 12 milliards en moyenne.

Au total, par rapport aux autres banques, les établissements titulaires d'un compte courant garanti accumulent un retard de réserves obligatoires durant une période plus longue (20 jours, contre 15 jours, soit jusque vers le 5 du mois $m + 1$), et à hauteur d'un montant beaucoup plus élevé (20 milliards de francs, contre 3,5 milliards pour les autres établissements, soit 5 jours de constitution des avoirs requis en moyenne quotidienne contre 1,6 jour). Leur avance de fin de période est proportionnellement plus faible : 12,5 milliards de francs (soit 3,1 jours de constitution), contre 11 milliards (soit 5 jours de constitution) pour les autres établissements. Ils pratiquent donc une gestion beaucoup plus active dans la constitution de leurs réserves obligatoires.



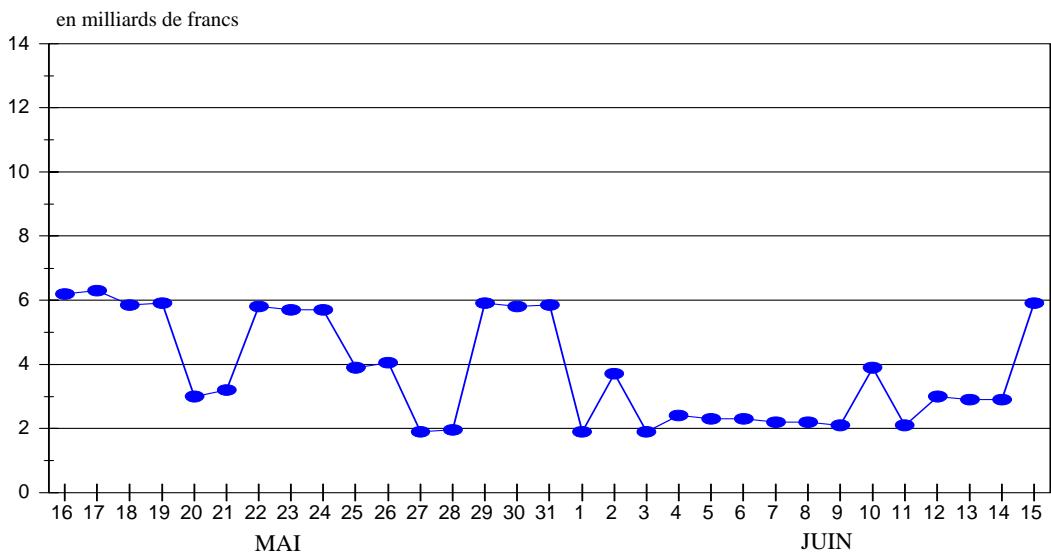
Synthèse des observations précédentes

Si les constats précédents mettent en évidence *deux modes de constitution des réserves obligatoires*, cette différence de comportement semble avoir deux origines principales, au demeurant largement complémentaires :

– d'une part, tous les grands établissements sont titulaires d'un compte courant garanti. La population regroupant les banques disposant de cette facilité contient donc les institutions les plus actives sur le marché interbancaire et dont la gestion de trésorerie est la plus performante ;

– d'autre part, les comptes courants garantis ont pour intérêt de permettre à leurs détenteurs de réduire considérablement leurs balances de travail, en gérant globalement leurs différents comptes ouverts à Paris et en province. Par conséquent, leur utilisation rend possible l'adoption d'une stratégie de « trésorerie zéro », en offrant la faculté d'avoir des soldes débiteurs garantis « indolores » sur un compte principal, puisqu'ils ne donnent lieu à perception d'intérêts débiteurs que si les avoirs des autres comptes sont insuffisants pour les couvrir. Les deux graphiques ci-après permettent d'illustrer ce point. Ils représentent les avoirs agrégés des vingt et un premiers établissements de crédit ayant adopté la procédure des comptes courants garantis, avant la mise en place de cette réforme et quelques mois après celle-ci. Juste après la baisse des réserves obligatoires, les soldes enregistraient une évolution erratique, dénotant l'absence d'une gestion active des réserves obligatoires. En revanche, quelques mois après l'introduction des comptes courants garantis, ces établissements parvenaient à maîtriser le rythme de constitution de leurs avoirs suivant le profil précédemment décrit.

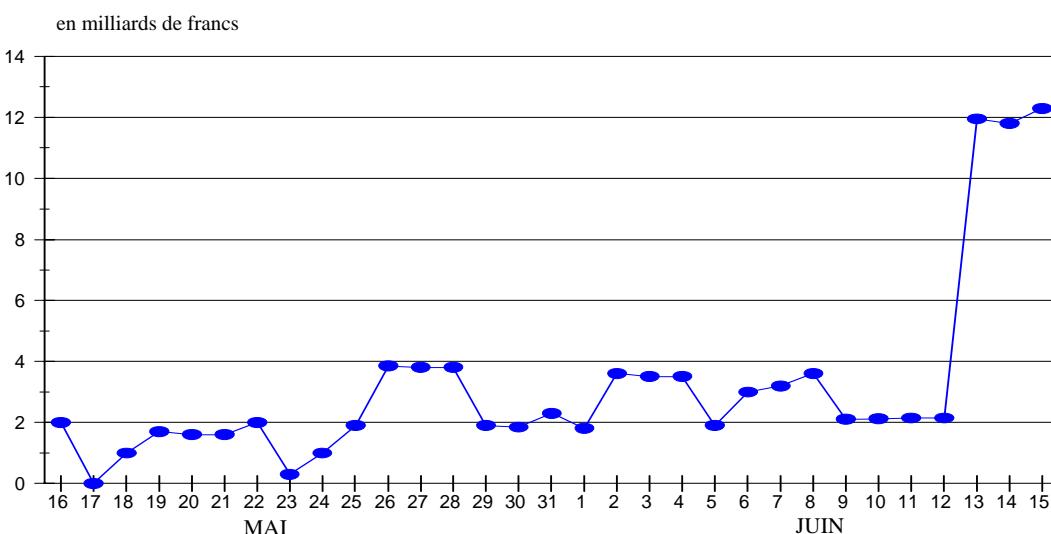
ÉVOLUTION DES SOLDES
du 16 mai 1992 au 15 juin 1992



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 35

Mise à jour le 20 novembre 1996

ÉVOLUTION DES SOLDES
du 16 mars 1993 au 15 avril 1993



Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 35

Mise à jour le 20 novembre 1996

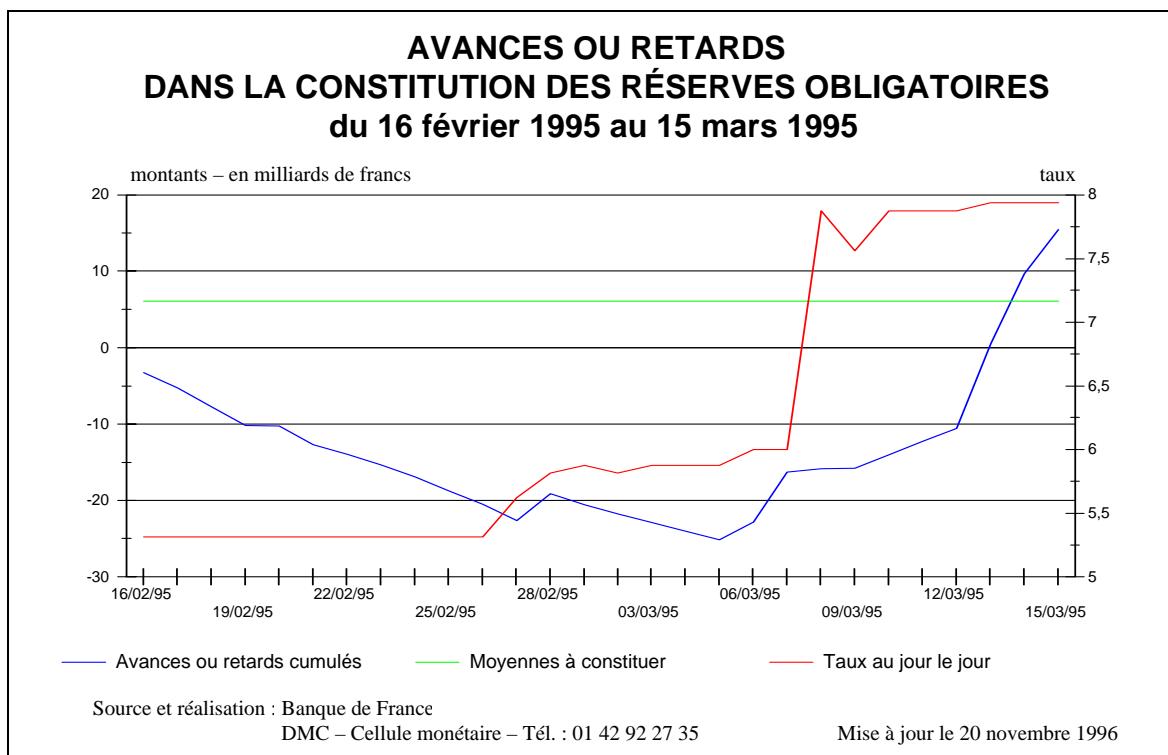
Il convient cependant de nuancer ce constat. La différence de comportement observée ne saurait être attribuée à la seule détention ou non d'un compte courant garanti. Les établissements qui ne bénéficient pas de cette procédure sont en effet, pour la plupart, ceux qui ont les montants d'avoirs à constituer en moyenne les plus faibles, voire nuls. Il en résulte qu'ils ne peuvent adopter un comportement consistant à accumuler systématiquement un retard important de constitution de réserves en début de période.

2.2. Les facteurs à l'origine du rythme de constitution des réserves obligatoires adopté par les établissements titulaires de CCG

Deux causes principales peuvent, *a priori*, être avancées pour expliquer ce profil caractéristique de gestion des avoirs en vue de la constitution des réserves obligatoires : d'une part, les anticipations d'évolution des taux d'intérêt et, d'autre part, les facteurs purement techniques liés au faible niveau des réserves obligatoires et à la connaissance tardive qu'ont les établissements du montant précis des réserves à constituer. Ces différents facteurs sont analysés ci-après.

2.2.1. Les anticipations d'évolution des taux courts

Le profil de constitution des réserves obligatoires, décrit précédemment, pourrait résulter d'anticipations de baisse des taux courts, notamment du taux au jour le jour. Un tel contexte devrait, en effet, logiquement inciter les établissements de crédit à placer leurs liquidités en début de période et à concentrer la constitution des réserves obligatoires sur les derniers jours de celle-ci. Cette hypothèse peut être écartée : on n'observe pas, en effet, de modification substantielle du comportement de constitution des réserves dans les périodes caractérisées par de fortes anticipations d'augmentation des taux courts. Ainsi, à s'en tenir à un exemple tiré d'un passé relativement récent, le profil de constitution des réserves obligatoires n'a nullement été altéré au cours de la période 16 février-15 mars 1995, période pourtant marquée par une montée des tensions sur les marchés de change et de fortes anticipations de remontée des taux courts qui se sont du reste réalisées à partir du 8 mars. Le graphique ci-après en donne l'illustration.



2.2.2. Les aspects techniques

Les établissements de crédit connaissent leur niveau de réserves obligatoires à constituer au plus tôt au début de la seconde moitié de la période¹. Ils préfèrent donc conserver une marge d'ajustement, compte tenu de l'asymétrie du système. Il est, en effet, plus aisément de rattraper un retard que de compenser une avance en matière de constitution, dans la mesure où les banques ne sont pas autorisées à présenter des soldes débiteurs sur leurs comptes ordinaires et où les soldes débiteurs occasionnels sur comptes courants garantis sont coûteux². C'est donc la crainte de ne pouvoir résorber avant la fin de la période des excédents résultant d'erreurs de prévision des réserves obligatoires ou d'accidents dans la gestion de la trésorerie qui constitue le principal élément explicatif du comportement de constitution des réserves. Pour ce faire, les trésoriers se fixent en début de période un objectif moyen de solde systématiquement inférieur au niveau requis probable. Une fois les estimations connues sur le niveau des réserves à constituer pour la période (entre le 5 et le 10 en général), le retard est résorbé en quelques jours, ce qui ne pose pas de difficultés particulières aux établissements, compte tenu de la faiblesse des montants en cause et de la politique de réglage de la liquidité mise en œuvre par la Banque de France : celle-ci contrôle en effet en permanence la variabilité du taux de l'argent au jour le jour. Elle est ainsi amenée, en cours de période, à reprendre les éventuels excédents de trésorerie et à satisfaire la demande de réserves en fin de période, sans laisser apparaître de tensions sur le taux de l'argent au jour le jour³.

Au terme de cette analyse, il apparaît clairement que le rythme de constitution intra-périodique des réserves obligatoires adopté depuis 1992 par les établissements de crédit et, en particulier, par les titulaires de CCG, est une donnée structurelle essentiellement liée au faible niveau de réserves à constituer. Les anticipations sur l'évolution du loyer de l'argent au jour le jour n'entrent finalement pas en considération, le principal souci des trésoriers étant d'éviter en toutes circonstances l'apparition d'excédents de réserves imprévus. L'adaptation du système bancaire à la situation nouvelle créée par la très forte baisse des réserves obligatoires a été rendue possible par les mesures prises par la Banque pour faciliter la gestion de leur trésorerie par les établissements, notamment avec la création des comptes courants garantis ainsi que par la mise en œuvre d'une politique active d'interventions de réglage fin sur le marché monétaire.

¹ Pour chaque période de constitution (du 16 du mois m au 15 du mois $m + 1$), l'assiette et par conséquent le niveau des réserves obligatoires, correspondent à la situation comptable de l'établissement assujetti le dernier jour du mois m . Celle-ci n'est connue par la banque que lors des premiers jours du mois $m + 1$, soit à l'approche de la fin de la période de constitution.

² Cf. la fin de l'annexe 3 sur ce point

³ Cette situation diffère de celle qui prévaut en Allemagne où, en l'absence d'opérations de réglage fin de la part de la Banque centrale, il est fréquent que le taux au jour le jour atteigne celui des avances Lombard le dernier jour d'une période, sous l'influence du retard de réserves accumulé par le système bancaire.

ANNEXE 1**ÉVOLUTION DU SYSTÈME DE RÉSERVES OBLIGATOIRES EN FRANCE****ÉVOLUTION DES TAUX DES RÉSERVES OBLIGATOIRES**

(en pourcentage)

	Sur les exigibilités en francs				Sur les exigibilités en devises
	à vue	comptes sur livret	de 10 jours à 1 an	de plus de 1 an à moins de 2 ans	
1987 21 janvier.....	5,00	1,00	1,00	1,00	—
21 juillet.....	5,00	1,00	2,00	2,00	—
1988 1 ^{er} juin.....	5,00	2,50	2,50	2,50	—
1989 16 octobre.....	5,50	3,00	3,00	3,00	—
1990 10 janvier.....	5,50	3,00	3,00	3,00	0
16 octobre.....	5,50	2,00	0,50	0,50	0
1991 1 ^{er} décembre.....	4,10	2,00	0,50	0,00	0
1992 16 mai.....	1,00	1,00	0,50	0,00	0

Source et réalisation : Banque de France
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 24 54

Mise à jour le 1^{er} août 1996

ANNEXE 1 (suite)

ÉVOLUTION DE L'ASSIETTE ET DES MONTANTS À CONSTITUER

(en pourcentage)

Périodes		Réserves exigées			Réserves constituées		
		Moyennes	Encaisses en billets	Réserves nettes	Moyennes	Montants	
						minimum	maximum
16 décembre 1989	15 janvier 1990	80,85	0,00	80,85	81,66	57,71	121,87
16 décembre 1990	15 janvier 1991	66,01	8,21	57,80	67,30	45,08	86,97
16 décembre 1991	15 janvier 1992	50,90	12,01	38,89	52,15	36,58	63,50
16 décembre 1992	15 janvier 1993	18,38	11,36	7,02	18,90	14,44	24,98
16 décembre 1993	15 janvier 1994	19,30	11,95	7,35	20,18	14,45	44,44
1994							
16 septembre	15 octobre	18,61	12,57	6,04	19,09	15,51	36,70
16 octobre	15 novembre	18,76	12,32	6,44	19,50	16,22	32,29
16 novembre	15 décembre	18,68	12,70	5,98	18,86	13,00	29,69
16 décembre	15 janvier 1995	19,73	12,45	7,28	20,57	14,45	41,07
1995							
16 janvier	15 février	19,05	13,09	5,96	19,56	16,72	24,67
16 février	15 mars	18,80	12,41	6,39	19,21	15,25	29,64
16 mars	15 avril	19,32	12,27	7,05	19,65	15,67	43,95
16 avril	15 mai	19,52	12,79	6,73	20,26	15,57	29,62
16 mai	15 juin	19,33	13,21	6,12	19,75	16,76	31,58
16 juin	15 juillet	19,65	13,47	6,18	20,51	16,92	39,93
16 juillet	15 août	19,94	13,57	6,37	20,85	16,54	33,79
16 août	15 septembre	19,56	13,94	5,62	20,15	16,76	29,15
16 septembre	15 octobre	19,80	13,51	6,29	21,84	17,46	35,97
16 octobre	15 novembre	19,85	13,19	6,66	19,04	14,97	37,95
16 novembre	15 décembre	19,74	13,29	6,45	20,88	16,15	35,32
16 novembre	15 décembre	21,14	14,23	6,91	22,50	16,13	35,22
1996							
16 janvier	15 février	20,10	14,64	5,46	20,59	16,85	35,05
16 février	15 mars	19,61	13,11	6,50	19,61	15,33	39,25
16 mars	15 avril	20,09	13,01	7,08	20,60	15,76	34,22
16 avril	15 mai	19,77	13,49	6,28	20,39	16,12	33,76
16 mai	15 juin	19,62	13,89	5,73	20,37	14,55	41,57
16 juin	15 juillet	20,18	14,06	6,12	20,95	16,96	29,53
16 juillet	15 août	20,14	13,73	6,41	20,47	14,80	35,75
16 août	15 septembre	19,98	14,26	5,72	20,39	13,69	28,23
16 septembre	15 octobre	19,94	13,75	6,19	20,42	17,55	34,53

Source et réalisation : Banque de France
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 24 54

Mise à jour le 4 novembre 1996

ANNEXE 2

LES DIFFÉRENTS CONCEPTS D'EXCÉDENT DE RÉSERVES OBLIGATOIRES ET LES RÈGLES DE REPORT D'EXCÉDENT EN FRANCE

On peut distinguer quatre notions d'excédents de réserves obligatoires :

- l'excédent (ou l'insuffisance) « instantané » constaté à l'issue d'une période correspond à la différence entre, d'une part, la somme des soldes en compte à la Banque de France et des encaisses (réserves constituées) et, d'autre part, des réserves obligatoires à constituer, avant report des excédents ; lorsqu'il s'agit d'un excédent, la littérature économique parle souvent de « réserves libres » ;
- l'excédent (ou l'insuffisance) « brut » : la somme de l'excédent « instantané » et du report d'excédents antérieurs ; une insuffisance « brute » apparaît lorsque l'insuffisance « instantanée » excède l'excédent reporté ; l'établissement est alors sanctionné dans la réglementation française sous la forme de prélevement d'intérêts moratoires (au taux de TMP + 3 points appliqué au montant de l'insuffisance) ;
- l'excédent « reportable » : le montant de l'excédent « brut » ou 0 en cas d'insuffisance ;
- l'excédent reporté : 90 % de l'excédent « reportable », dans la limite de 2 % des réserves exigées et à concurrence de 75 % de l'excédent « reportable » au-delà.

ANNEXE 3

LES PRINCIPES DE FONCTIONNEMENT DES COMPTES COURANTS GARANTIS

Ce système permet à toute banque qui en fait la demande de mettre des titres en nantissement pour garantir ses éventuels découverts sur un compte principal, le compte courant garanti, choisi parmi l'ensemble des comptes ouverts au nom de l'établissement. Mais le calcul des intérêts débiteurs, à la différence des comptes d'avances sur titres traditionnels, se fait, pour chaque banque, sur la base de la globalisation des soldes de tous ses comptes ouverts sur les livres de la Banque de France. Pour chaque établissement, les comptes autres que le compte courant garanti ne peuvent donc, en principe, présenter un solde débiteur.

Par ailleurs, les découverts sur compte courant garanti doivent être « occasionnels » et donc ne peuvent en aucun cas s'apparenter à « un droit de tirage automatique » se substituant « au financement normal sur le marché interbancaire » (lettre du gouverneur au président de l'AFEC du 3 août 1993). Ils ne peuvent excéder le crédit ouvert, qui est une fraction de la valeur des titres nantis (80 % et 90 % de celle-ci, selon qu'il s'agit de valeurs mobilières ou de bons du Trésor) et dont le montant maximum est fixé, pour chaque établissement, par la Banque de France, lors de l'examen de sa demande d'adhésion à cette procédure.

Ce système de consolidation des soldes permet de réduire l'occurrence et le montant des intérêts débiteurs et rend de ce fait plus aisée la gestion, par les établissements de crédit, d'un faible niveau de trésorerie. Aussi cette formule a-t-elle rencontré un vif succès. Il y a aujourd'hui 91 établissements qui bénéficient de cette procédure.

Les règles en matière d'intérêts débiteurs sont les suivantes :

- un taux correspondant au taux des pensions de 5 à 10 jours majoré de 2 points (actuellement 6,75 %) est appliqué sur le montant du découvert consolidé dans la limite du crédit ouvert ;
- en cas d'éventuel dépassement du crédit ouvert, un taux correspondant au taux des pensions de 5 à 10 jours majoré de 10 points (actuellement 14,75 %) est appliqué sur la fraction du solde débiteur consolidé excédant le plafond garanti.

Au regard de ces dispositions, il peut être plus coûteux de tenter de résorber une avance de réserves obligatoires par le moyen de soldes débiteurs que d'enregistrer une insuffisance de constitution de réserves. Cette dernière est en effet pénalisée au TMP majoré de 3 points (soit actuellement 6,31 %), alors qu'un découvert garanti supporte un taux de 6,75 % et un solde débiteur non garanti un taux de 14,75 %.

L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES : UNE ÉTUDE SUR LONGUE PÉRIODE

Durant la dernière décennie, le taux d'endettement des entreprises s'est allégé en France. La présente étude, après un rappel historique, compare l'évolution de l'endettement des entreprises françaises avec celle de leurs homologues dans les principaux pays étrangers. Elle analyse en détail la situation financière des sociétés françaises sur la période 1989-1995, à partir du comportement d'entreprises adhérent à la Centrale de bilans de la Banque de France, et permet de dégager les raisons et les caractéristiques essentielles de ce désendettement¹.

DOMINIQUE BOISSONADE
ALAIN TOURNIER
*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

■ Un rappel historique, depuis 1975, présente tout d'abord l'évolution de l'endettement en France, selon les chiffres de la comptabilité nationale. Il confirme que l'assainissement financier des entreprises françaises depuis 1985 s'explique essentiellement par le renforcement des fonds propres et, à partir de 1990, par la diminution de l'endettement liée au repli des besoins de financement.

Outre l'aspect temporel, ce phénomène intègre une composante spatiale puisque l'exploitation de la base internationale de données des comptes harmonisés (Bach) met en exergue une baisse ou une stabilité du taux d'endettement dans l'ensemble des pays analysés, à l'exception des États-Unis et, dans une moindre mesure, de la Belgique.

¹ Cf. « Endettement des entreprises de 1989 à 1995 » – Banque de France – 96/08 – Dominique Boissonade et Alain Tournier

■ Sur la période 1989-1993, l'évolution de l'endettement est observée à partir de données bilançielles. Sont étudiés le ratio « endettement / capital engagé », l'endettement net, mais aussi la contrainte de solvabilité qui, malgré le désendettement général des firmes, s'est dégradée dans la plupart des secteurs. Par ailleurs, le critère de taille constitue un facteur important puisque les PME demeurent en fin de période plus endettées que leurs homologues plus grandes. L'analyse de l'arbitrage entre les modes de financement et de placement fait apparaître un autofinancement croissant des investissements, conjugué, dans les grandes firmes, à un phénomène de désintermédiation bancaire au bénéfice d'un financement accru par recours aux marchés et auprès du groupe et des associés. Parallèlement à la baisse constatée des investissements physiques et

des besoins en fonds de roulement, une augmentation des prises de participation a été observée sur la période, ainsi qu'un développement des valeurs mobilières de placement, qui permettent aux firmes une gestion active de leur trésorerie.

■ L'étude de l'évolution récente des comportements d'endettement des firmes montre qu'en 1994 le désendettement des entreprises, conjugué au renforcement de leur financement propre, s'est poursuivi, alors que le mouvement de désintermédiation bancaire s'est interrompu et que la contrainte de solvabilité s'est allégée. L'évolution des engagements bancaires en 1995 traduit une progression des besoins de financement de court terme et un recul des demandes de crédit de moyen et long terme. Les investissements, en hausse, ont, semble-t-il, continué à être largement autofinancés.

La structure de financement des entreprises fait régulièrement l'objet de publications : l'environnement monétaire et financier reste marqué par l'imprévisibilité du comportement des investisseurs et des mouvements observés sur des marchés qui apparaissent de plus en plus volatiles. L'intérêt de cette question s'est accru avec la baisse du recours au crédit des entreprises françaises depuis 1993.

Durant la dernière décennie, le taux d'endettement des entreprises s'est allégé, tant en France que dans la plupart des principaux pays étrangers. En France, cette évolution a été particulièrement sensible. Elle est essentiellement liée au renforcement des fonds propres, favorisé au cours de cette même période par la prise de mesures visant à faciliter l'accès aux marchés financiers et à en réduire le coût. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, elle s'explique également par une diminution des besoins de financement des entreprises, qui a été à l'origine d'une forte réduction des flux d'endettement.

La présente étude permet, dans une première partie, d'établir un constat sur l'évolution de la situation financière des entreprises sur longue période, grâce aux données de la comptabilité nationale. L'endettement des entreprises françaises a également fait l'objet d'une comparaison avec celui de leurs homologues dans les principaux pays étrangers, au sein même de différents secteurs d'activité, grâce à la base de données harmonisées (Bach) constituée par la Commission des communautés européennes.

Dans une deuxième partie, l'étude présente l'évolution des structures financières et de la solvabilité des entreprises sur une période plus récente (de 1989 à 1993), puis analyse les raisons essentielles du désendettement des entreprises.

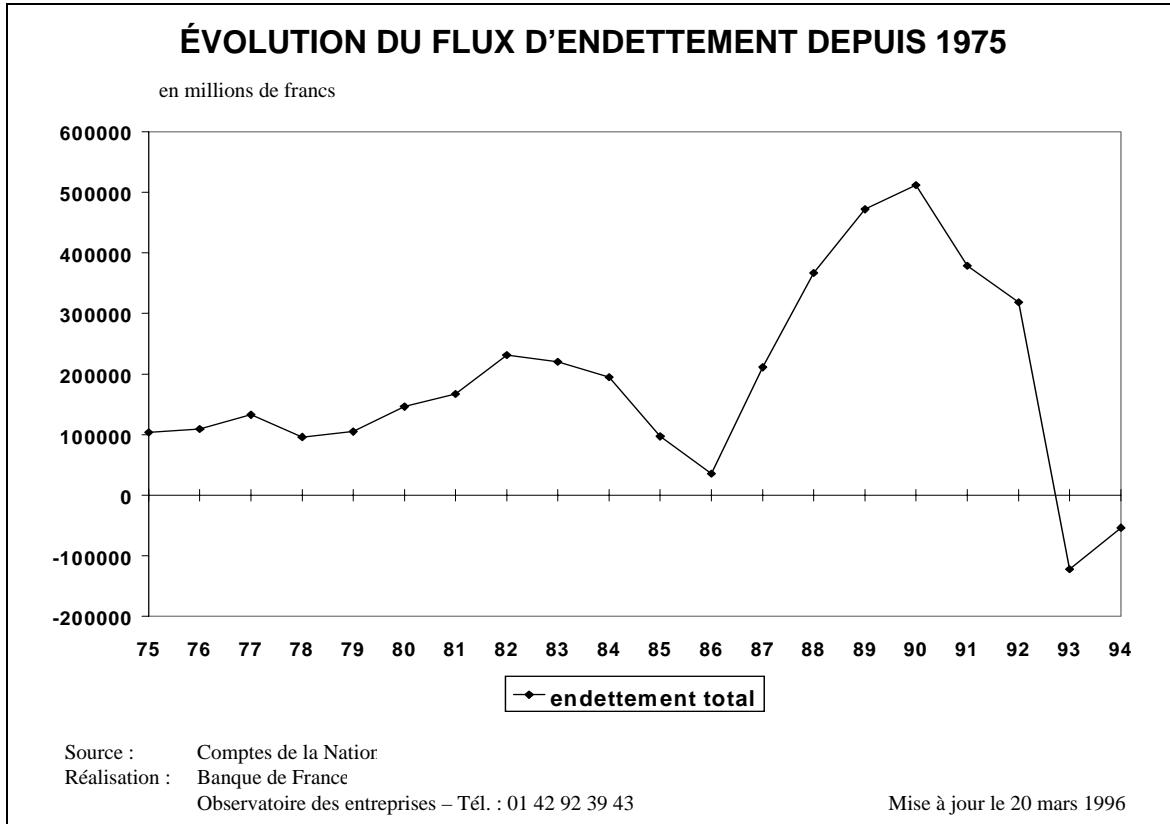
Enfin, dans une troisième partie, l'évolution des comportements d'endettement en 1994 et 1995 est observée, afin d'étudier l'impact sur les firmes françaises de la reprise de l'activité qui a caractérisé la majeure partie de ces deux années.

1. L'évolution de l'endettement : cadrage historique et spatial

1.1. Le cadrage historique sur l'ensemble de l'économie (1975-1994)

L'endettement auprès des marchés (monétaire et obligataire) et des établissements de crédit constitue, avec l'autofinancement, le principal mode de financement des sociétés non financières.

Selon les chiffres de la comptabilité nationale, ces canaux de financement ont été sollicités à des degrés divers depuis 1975. Leur analyse permet de dégager des grandes tendances par période.



De 1975 à 1982

Au cours de cette période, les besoins de financement des firmes sont principalement couverts par le recours au crédit bancaire tandis que l'autofinancement demeure faible. *Le flux d'endettement auprès des établissements de crédit double*, passant de 84,56 milliards de francs en 1975 à 181,94 milliards en 1982.

En fin de période, l'endettement auprès des banques représente 78 % du financement de l'investissement physique ou financier des sociétés non financières, le financement auprès des marchés 17 % et le financement auprès des associés 5 %.

De 1983 à 1986

Entre ces deux dates, seul *le flux d'endettement auprès des marchés financiers enregistre une progression à partir de 1985*, en raison de la déréglementation qui s'y opère. Il passe ainsi de 34,6 milliards de francs en 1983 à 44,3 milliards en 1986.

Les entreprises profitent de cette période pour restaurer leurs comptes et modèrent fortement leur endettement auprès des établissements de crédit, qui continue cependant à représenter structurellement leur mode de financement privilégié.

De 1987 à 1990

Cette période est essentiellement marquée par la levée de l'encadrement du crédit, en 1987, qui entraîne une *augmentation substantielle de l'endettement auprès des banques*, de 149,7 milliards de francs en 1987 à 387,3 milliards. Le recours au système bancaire représente, en fin de période, plus des trois quarts du financement total des entreprises non financières.

Parallèlement, l'endettement auprès des marchés, en faible augmentation en 1987, connaît de nouveau une croissance soutenue jusqu'en fin de période.

Seul le financement auprès des associés reste plutôt stable, passant de 23,7 milliards de francs en 1987 à 25,5 milliards.

De 1991 à 1994

Depuis 1991, *le recours à l'endettement s'amoindrit*, si l'on excepte la composante « associés ». L'épargne brute dégagée par l'entreprise croît, alors que, dans le même temps, l'investissement diminue.

À partir de 1993, les entreprises consacrent une partie de leurs ressources internes au remboursement des prêts contractés auprès des établissements de crédit. Le montant de leur endettement auprès des banques recule ainsi de 177,7 milliards de francs en 1993 et de 93,4 milliards en 1994. Il est par ailleurs intéressant d'observer que les entreprises recourent de manière importante aux actionnaires (près de 260 milliards de francs collectés en 1994), malgré une conjoncture boursière médiocre dominée par la permanence de taux d'intérêt élevés.

1.2. L'évolution internationale de l'endettement des entreprises de 1985 à 1993

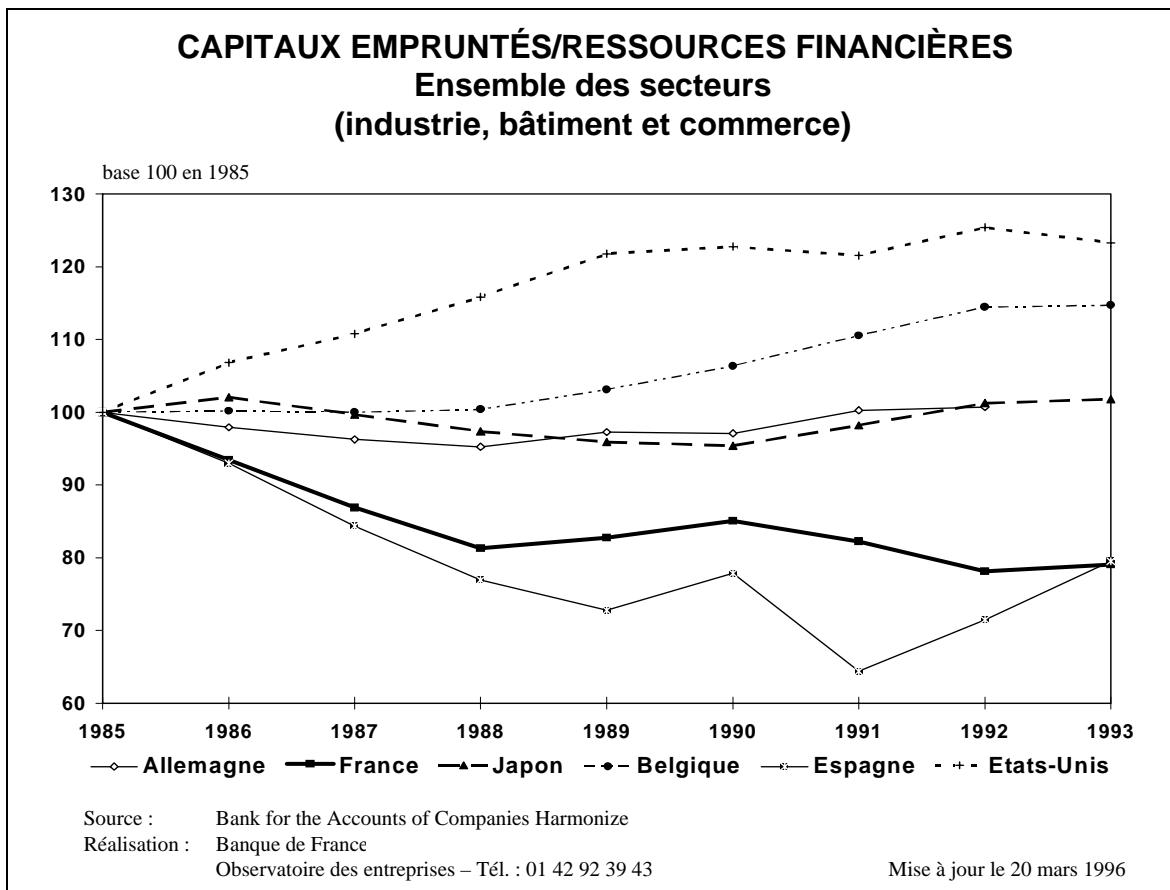
Cette étude a été menée à partir des informations transmises par la base de données Bach (Banque de comptes harmonisés ou *Bank for the Accounts of Companies Harmonized*). C'est en 1985 que la DG II (direction générale des Affaires économiques et financières) de la Commission européenne a entrepris la constitution de cette banque de données reprenant les comptes agrégés à différents niveaux sectoriels de plusieurs pays de la Communauté ainsi que du Japon et des États-Unis. Le fichier informatique, créé à partir de ces informations, a rendu possible l'établissement de séries statistiques globalisées comparatives. Ces séries rétrospectives couvrant la période 1983-1993 portent sur onze pays : la France, l'Allemagne, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas, l'Espagne, le Portugal (à partir de 1985), le Royaume-Uni (jusqu'en 1990), l'Autriche, les États-Unis et le Japon.

Si les comparaisons des séries en évolution ne posent pas de problèmes majeurs, à la condition de respecter les limites liées à la définition des différents postes comptables d'un pays à l'autre, les comparaisons en niveau restent délicates et ne seront donc pas utilisées.

Pour la présente étude, sept pays ont été retenus : Allemagne, France, Japon, Belgique, Espagne, Italie, États-Unis.

Pour chacun des pays sélectionnés, le ratio d'endettement « endettement (dettes à long terme + dettes à court terme, hors dettes commerciales)/ressources financières (endettement + capitaux propres – capital souscrit non versé) » a été étudié sur la période de référence commune 1985-1993.

Cet indicateur montre que les entreprises des pays concernés ont connu ou bien une stabilisation de leur taux d'endettement (cas de l'Allemagne, du Japon, de l'Italie) ou bien une baisse (cas de l'Espagne ou de la France) si l'on prend 1985 comme année de référence (base 100). Seuls, les États-Unis et, dans une moindre mesure, la Belgique ont enregistré une hausse de ce ratio.



1.2.2. Le comportement intra-sectoriel par pays

En *Allemagne*, le secteur du bâtiment demeure le plus endetté sur l'ensemble de la période référencée, avec un ratio d'endettement évoluant entre 90,5 % et 96,5 %.

L'activité de commerce (commerce de gros et commerce de détail) se situe en position intermédiaire, le rapport capitaux empruntés/ressources financières s'établissant entre 76,0 % et 90,2 %.

Enfin, l'industrie manufacturière reste, avec un ratio d'endettement situé entre 60,2 % et 62,4 %, le secteur le moins engagé financièrement. Au sein du secteur secondaire, ce sont les entreprises des biens d'équipement et des biens de consommation courante qui ont davantage recours au financement externe.

En *France*, où les différents secteurs ont connu une amélioration de leur autonomie financière, le ratio présentait à fin 1993 la plus faible valeur dans l'industrie, la plus forte dans le bâtiment.

Au *Japon*, le secteur secondaire se démarque par un faible engagement financier (ratio d'endettement autour de 60 %) comparativement aux autres secteurs d'activité étudiés. Les secteurs du bâtiment et du commerce connaissent une certaine stabilité du ratio étudié qui oscille dans une fourchette comprise entre 73 % et 81 %.

En *Belgique*, la hiérarchie sectorielle reste la même sur la période considérée. L'activité du bâtiment, avec un ratio d'endettement supérieur de plus de dix points à ceux des autres secteurs analysés, demeure la plus engagée financièrement.

En *Espagne*, le commerce de détail reste le moins dépendant des prêteurs, avec un ratio d'endettement oscillant entre 29,8 % et 34,0 %. Dans les autres activités, on constate sur la période d'importants écarts d'endettement pouvant atteindre plus de vingt points au sein d'un même secteur. En fin de période, c'est l'industrie qui apparaît la plus engagée financièrement.

En *Italie*, on observe le plus faible degré d'endettement (autour de 63 %) dans l'industrie, le plus fort dans le secteur du bâtiment où le ratio se situe dans la tranche 85 %-90 %. Le commerce de gros et le commerce de détail maintiennent, en fin de période, une position médiane.

Aux *États-Unis*, le niveau d'endettement s'est inscrit en hausse dans tous les secteurs entre 1985 et 1993, ce qui place ce pays en situation atypique par rapport aux autres nations étudiées.

Globalement, à l'exception des États-Unis et, dans une moindre mesure, de la Belgique, les données internationales observées à partir de la base Bach montrent une tendance à la stabilisation ou à la baisse du ratio d'endettement. L'analyse qui suit va nous permettre de confirmer ce constat pour le cas de la France.

2. L'évolution de l'endettement des entreprises françaises sur la période 1989-1993, et les facteurs explicatifs

L'observation des données de l'échantillon Centrale de bilans¹ de la Banque de France permet d'affiner l'analyse du comportement des entreprises françaises effectuée dans la première partie de l'étude. La période 1989-1993 est intéressante car elle recouvre trois phases économiques distinctes : de 1989 à mi-1990 une période de croissance encore soutenue, de mi-1990 à 1992 une période de fort ralentissement de l'activité et enfin une récession en 1993. L'évolution de l'endettement des entreprises françaises est analysée à partir de chaque concept selon la taille ou le secteur de l'entreprise, puis les causes de cette évolution sont examinées.

2.1. L'évolution de l'endettement de 1989 à 1993

2.1.1. Le constat

2.1.1.1. L'évolution de l'endettement en structure de bilan

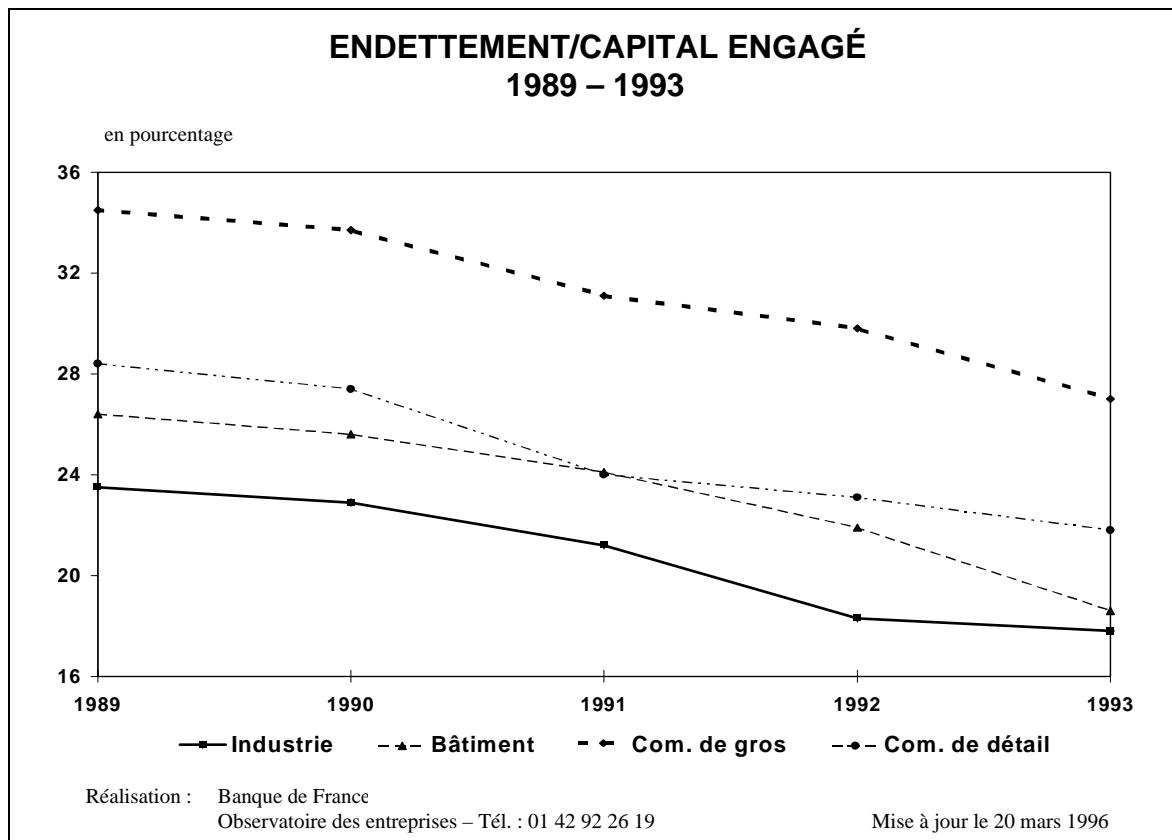
Le ratio « endettement²/capital engagé³ » fournit une vision élargie de l'équilibre financier en termes de structure bilantielle.

La période 1989-1993 a été marquée par une diminution régulière du poids de l'endettement dans le capital engagé (de 5 points à 7 points selon le secteur). Cette évolution a été observée dans tous les secteurs de l'industrie, du bâtiment et du commerce. Elle traduit à la fois un désendettement et un renforcement des fonds propres (cf. 2.2.).

¹ La description de l'échantillon est présentée en annexe.

² Endettement = obligations + emprunts participatifs + autres emprunts + emprunts bancaires + crédits bancaires courants + billets de trésorerie + crédit bail

³ Capital engagé
= financement propre (capitaux propres + provisions + amortissements) + groupe et associés + endettement
= valeurs immobilisées + besoins en fonds de roulement d'exploitation + besoins en fonds de roulement hors exploitation + disponibilités

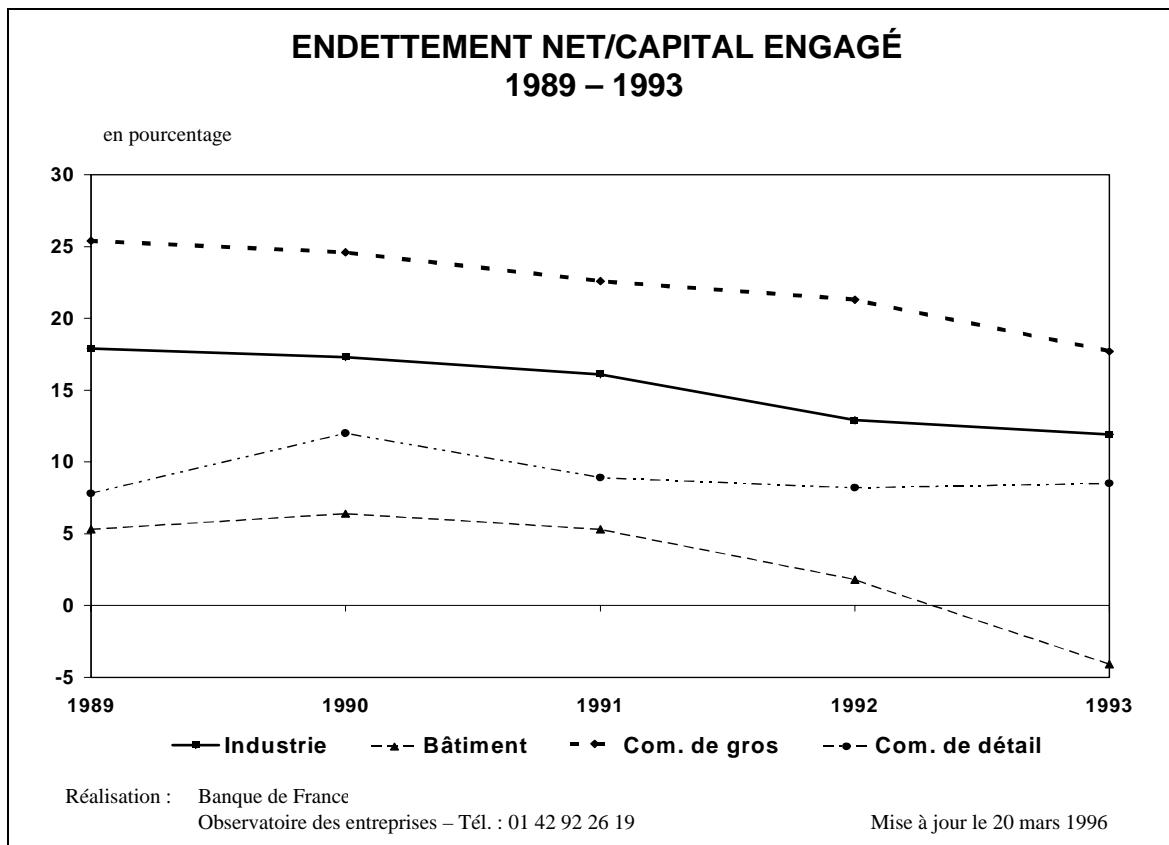


Le poids de l'endettement dans le capital engagé diffère assez sensiblement d'un secteur à l'autre : ainsi en 1989 il était de 23,4 % dans l'industrie, contre 34,5 % dans le commerce de gros. Si la hiérarchie entre les secteurs est restée identique au cours des années ultérieures, on observe un resserrement des écarts. Le commerce de gros, qui reste le secteur le plus endetté, affiche toutefois le recul le plus net du poids de l'endettement dans le capital engagé (de 34,5 % en 1989 à 27,0 % en 1993). Le commerce de détail présente également une diminution sensible de ce ratio (de 28,4 % et 21,8 % respectivement).

2.1.1.2. L'analyse à partir de l'endettement net

Depuis plusieurs années, avec le développement des marchés financiers et la banalisation des techniques de gestion de trésorerie, un nombre croissant d'entreprises détiennent un volant de disponibilités important à l'actif de leur bilan, tout en assumant une dette financière parfois substantielle.

Dans ce contexte, il est important d'appréhender les conséquences de l'activité de trésorerie, grâce à un concept d'endettement net (endettement – disponibilités, valeurs mobilières de placement comprises). L'examen de cet endettement net (rapporté au capital engagé) confirme, et parfois amplifie, la tendance observée sur l'endettement brut, c'est-à-dire une diminution dans la plupart des grands secteurs économiques. En effet, au cours de la période sous revue, le poids de l'endettement dans le capital engagé a reculé, alors que celui des disponibilités est resté stable, ou a légèrement augmenté. Parallèlement à leur volonté de se désendetter, les entreprises ont continué de développer une activité de trésorerie qui leur a permis de se procurer des revenus, notamment pour mieux assurer le service de la dette.



Le ratio « endettement net/capital engagé » a diminué de façon régulière de 1989 à 1993 dans l'industrie et le commerce de gros, parallèlement à une légère augmentation du poids des disponibilités.

La forte progression des disponibilités a permis aux entreprises du bâtiment de se désendetter à partir de 1991. Globalement, leur montant est devenu supérieur à celui de l'endettement en 1993, mais cette évolution est essentiellement liée au comportement de quelques grandes sociétés.

Seul le commerce de détail fait apparaître un ratio « endettement net/capital engagé » quasiment stable, car les disponibilités ont diminué dans les mêmes proportions que l'endettement au cours de la période considérée. Ainsi, les valeurs mobilières de placement ont enregistré un recul sensible en 1993 (elles représentent 7,7 % du capital engagé, contre 10,3 % en 1992).

Tout au long de la période 1989-1993, le poids de l'endettement net est plus important dans le commerce de gros et dans l'industrie. Ce ratio est, au contraire, moins élevé dans le commerce de détail qui bénéficie de disponibilités plus importantes, grâce aux paiements comptant de ses clients, et dans le bâtiment, grâce au système des avances sur travaux. Ces disponibilités sont en grande partie placées sur le marché financier. Dans le bâtiment, les valeurs mobilières représentent entre 12 % et 14 % du capital engagé.

Au vu de cette première analyse, les entreprises ont globalement réduit leur endettement sur la période. Cette évolution doit être précisée en fonction de la taille de l'unité considérée.

2.1.2. La comparaison par taille

Afin de mieux apprécier l'impact de la taille sur le niveau de l'endettement, trois tranches d'effectifs ont été observées : les PME de moins de 100 salariés, celles dont les effectifs sont compris entre 100 salariés et 500 salariés et les grandes entreprises (plus de 500 salariés).

En 1993, dans l'industrie, le poids de l'endettement représentait 24,5 % du capital engagé dans les unités de moins de 100 salariés, 21,6 % dans celles dont les effectifs sont compris entre 100 salariés et 500 salariés, et 15,8 % pour celles de plus de 500 salariés.

Le poids de l'endettement des PME du bâtiment est plus faible que dans les autres secteurs, mais reste supérieur à celui des grandes entreprises.

Dans le commerce de gros, secteur le plus endetté, la même hiérarchie entre tailles d'entreprises est observée (le ratio s'élève en 1993 à 28,0 % dans les entreprises de moins de 500 salariés et à 22,5 % dans les grandes sociétés).

Le commerce de détail présente en 1993 des niveaux d'endettement assez hétérogènes selon la taille. Dans ce secteur également, les plus grandes firmes sont les moins endettées : cependant les plus petites entreprises (moins de 100 salariés) ont un ratio endettement/capital engagé inférieur à celles de taille intermédiaire (de 100 salariés à 500 salariés).

L'observation de l'évolution de 1989 à 1993 permet de constater que le poids de l'endettement dans le capital engagé s'est allégé quels que soient la taille ou le secteur d'appartenance de l'entreprise.

Toutefois, si l'amélioration de l'autonomie financière a été générale, le niveau d'endettement reste d'autant plus élevé que la taille de l'entreprise est petite.

2.1.3. La contrainte de solvabilité

L'appréciation de l'endettement en termes de stock n'est pas toujours suffisante pour évaluer le risque d'une entreprise. La Centrale de bilans utilise conjointement une autre approche qui évalue l'aptitude à couvrir les frais financiers. Le ratio « charges financières/excédent brut global (EBG)¹ » constitue un bon indicateur de la solvabilité à court terme.

Malgré le renforcement des structures de bilans (diminution de l'endettement global dans le poids du capital engagé), la solvabilité d'une majorité de sociétés s'est dégradée au cours de la période sous revue. En effet, les frais financiers sont restés relativement élevés, alors que dans le même temps le ralentissement de l'activité entraînait une diminution conséquente des résultats. La situation est cependant relativement différente selon les secteurs.

Dans l'industrie, le ratio moyen « frais financiers/excédent brut global » s'est dégradé de façon sensible, notamment dans les grandes firmes (de 16,2 % en 1989 à 27,9 % en 1993). Il en a été de même dans le bâtiment, mais de manière moins importante. L'évolution a été différenciée dans le commerce. Dans le commerce de gros, le ratio, qui était déjà nettement supérieur à celui des autres secteurs, s'est encore accru jusqu'en 1992, puis a fortement diminué en 1993. Au contraire, les entreprises du commerce de détail ont bénéficié d'une sensible amélioration de leur solvabilité, notamment dans les grandes sociétés.

La plupart des secteurs, à l'exception du commerce de détail, ont donc subi une détérioration de leur contrainte de solvabilité.

¹ Excédent brut global = excédent brut d'exploitation après affectations des charges et des produits financiers

2.2. Les causes de cette évolution

2.2.1. Les emplois

2.2.1.1. La baisse des besoins de financement

Le désendettement, qui apparaît à partir de 1991 ou 1992 selon les secteurs, est lié pour une large part au ralentissement généralisé de l'activité économique et à la baisse des besoins de financement qui en a résulté. En effet, au cours de la période, les investissements ont fortement diminué et les besoins en fonds de roulement se sont sensiblement contractés. Ce dernier mouvement a été amplifié par l'adoption par les entreprises d'un mode de gestion des stocks plus rigoureux.

La baisse des besoins de financement a été générale, quels que soient le secteur et la taille, à l'exception notable des PME du commerce de détail.

2.2.1.2. L'autofinancement accru des investissements

Entre 1989 et 1993, l'autofinancement des entreprises françaises s'est fortement contracté dans l'industrie (- 7,7 points, à 13,3 % de la valeur ajoutée en 1993), et, dans une moindre mesure, dans le bâtiment et le commerce de gros (- 2,4 points, à respectivement 8,0 % et 12,8 % de la valeur ajoutée en 1993).

Seul le secteur du commerce de détail a réussi à accroître régulièrement ses ressources internes, puisque l'autofinancement y a gagné près de cinq points sur la période, à 19 % de la valeur ajoutée en 1993.

Mais malgré son recul, l'autofinancement a pu couvrir des proportions de plus en plus importantes de l'ensemble des emplois nets, eux aussi en repli sensible, en raison à la fois de la baisse des investissements et des besoins en fonds de roulement¹. En fin de période, cette couverture a même été intégrale pour les grandes entreprises dans tous les secteurs. Il en a été de même dans les PME de l'industrie, du bâtiment et du commerce de gros.

L'investissement productif a été totalement autofinancé dans l'ensemble des secteurs dès 1991. Dans les activités de commerce, cette couverture n'a cessé de s'élargir, passant de 126,7 % à 147,1 % dans le commerce de gros et de 82,2 % à 138,7 % dans le commerce de détail. Ce constat s'applique quelle que soit la taille des firmes.

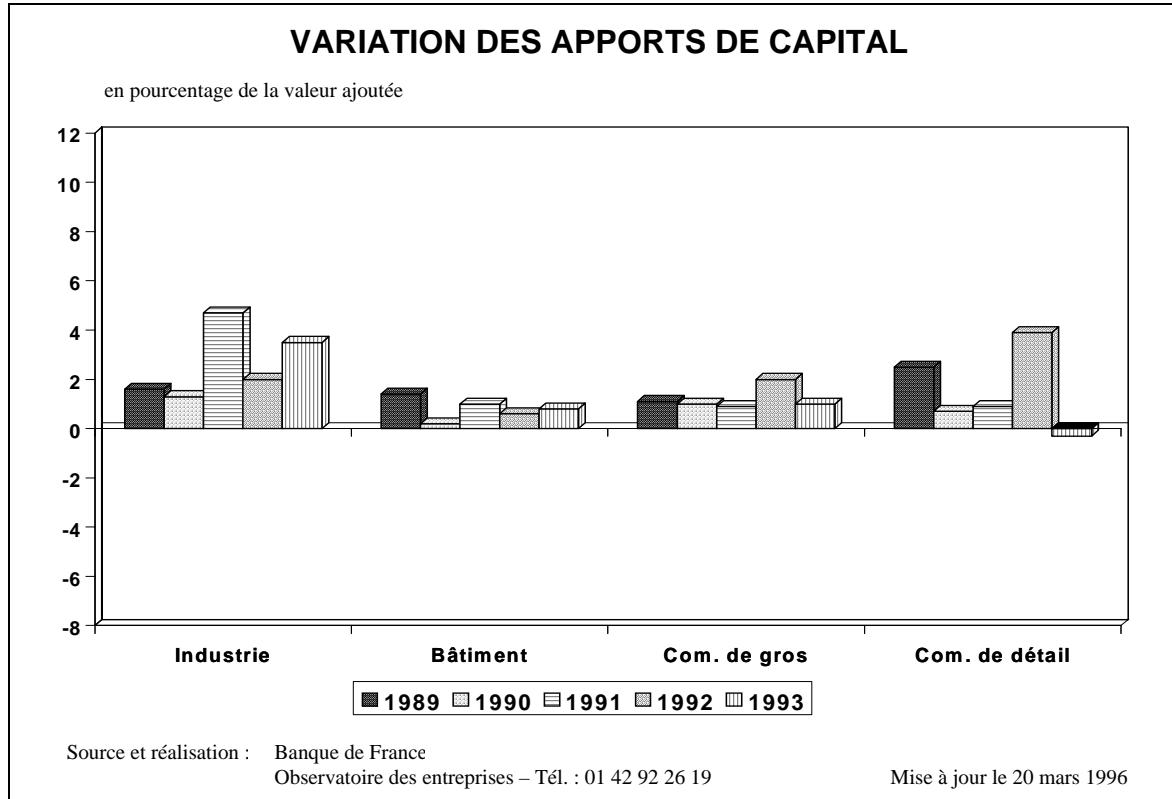
2.2.2. Les effets de substitution

Le désendettement des entreprises, tous secteurs confondus, peut s'expliquer en partie par l'augmentation des apports effectués par les associés, soit sous forme de capital, soit sous forme d'avances en compte courant.

2.2.2.1. Les apports en capital

L'augmentation des capitaux propres s'effectue notamment par apport de capital social en faisant appel aux actionnaires ou au marché financier. Ces apports ont été continuellement plus élevés dans les grandes entreprises que dans les PME, dont l'accès au marché de capitaux demeure plus difficile. En fait, ces dernières ne peuvent intervenir que sur le marché hors cote et sur le second marché. L'accès à ce dernier étant soumis à certaines contraintes, seules les plus grosses PME peuvent y emprunter directement.

¹ Emplois nets = investissements productifs + acquisition de participations et variation des autres actifs immobilisés – cessions et subventions d'investissements reçus + variation des besoins en fonds de roulement d'exploitation + variation des besoins en fonds de roulement hors exploitation + variation des disponibilités



2.2.2.2. *Le renforcement du financement auprès du groupe et des associés*

Un second effet de substitution semble s'être opéré, les entreprises se finançant davantage grâce aux prêts du groupe et des associés en fin de période, notamment dans l'industrie et le commerce de détail où leur montant représentait respectivement 6,9 % et 8,6 % du capital engagé à fin 1993, contre 6,1 % et 7,2 % en 1989.

Seul le commerce de gros se démarque de ce constat (- 1,4 point, à 5,7 % du capital engagé en fin de période).

En termes de taille d'entreprises, ce sont là encore les firmes de plus de 500 salariés qui sont les plus concernées par ce type d'apport, quel que soit leur secteur d'appartenance.

2.3. *Le phénomène de désintermédiation bancaire*

2.3.1. L'analyse sectorielle du phénomène

Le désengagement vis-à-vis du secteur bancaire a été plus particulièrement important dans l'industrie où le ratio endettement bancaire/endettement a perdu 6,2 points sur la période, à 69,1 % en 1993, avec une accélération du processus à partir de 1992.

Toutefois, l'analyse par taille dans l'industrie montre que ce désengagement n'a été le fait que des grandes entreprises, pour lesquelles le ratio a perdu plus de dix points. Tout en limitant leurs engagements bancaires, notamment à court terme, elles ont pu s'orienter vers d'autres composantes de l'endettement (obligations, avances conditionnées, billets de trésorerie ...) dont la part dans le capital engagé a progressé.

Le niveau du ratio est demeuré beaucoup plus élevé et relativement stable dans les PME (89,1 % en 1989, 88,9 % en 1993), pour lesquelles les concours bancaires restent la principale source de financement.

Le secteur du *bâtiment* a suivi la même tendance que l'industrie, le ratio endettement bancaire/endettement reculant de 5,9 points entre 1989 et 1993, pour se situer à 81,2 % en fin de période. Là encore, les grandes firmes ont réussi à réduire sensiblement leur recours au secteur bancaire, le ratio revenant de 78,4 % en 1989 à 59,1 % en 1993. Les PME sont, en revanche, restées fortement engagées vis-à-vis des banques, le taux d'intermédiation bancaire atteignant 92 % en fin de période.

De son côté, le secteur du *commerce* a continué de recourir fortement aux banques pour couvrir ses besoins de financement.

Dans le *commerce de gros*, le niveau très élevé du ratio endettement bancaire/endettement s'est maintenu sur la période. À 94,2 % en 1989, il n'a perdu qu'un point en 1993, pour s'inscrire à 93,3 %. Les engagements bancaires des grandes entreprises ont été moins importants que ceux de leurs homologues de petite taille, le ratio d'intermédiation bancaire s'élevant à 84,4 % en 1993, contre 95,4 % pour les PME.

Le *commerce de détail* demeure le seul domaine d'activité, parmi les quatre grands secteurs étudiés, à avoir davantage recouru aux concours bancaires entre 1989 et 1993. Le ratio endettement bancaire/endettement a connu une croissance de plus de dix points, à 91,7 % en fin de période, croissance due principalement aux grandes unités.

2.3.2. Les causes du moindre recours à l'intermédiation bancaire

Le repli de l'intermédiation bancaire sur la période 1990-1993 est lié, pour une part, à la baisse des besoins de financement des entreprises (cf. supra) qui a entraîné un recul de l'appel aux ressources à court terme.

Ce recul a été d'autant plus prononcé que, entre 1986 et 1989, les ressources mises à disposition des entreprises par le secteur bancaire avaient été particulièrement importantes, après la levée de l'encadrement du crédit. En 1988 et 1989, les flux nets de crédits bancaires aux sociétés ont ainsi été nettement supérieurs aux besoins de financement des entreprises. Le début des années quatre-vingt-dix, marqué notamment par une dégradation progressive de la conjoncture, a freiné ce mouvement.

La tendance à la désintermédiation trouve également son origine dans le comportement spécifique des grandes entreprises qui ont continué d'utiliser de plus en plus largement les ressources procurées directement par les marchés, en bénéficiant notamment de la déréglementation qui s'y est opérée dès 1987. Cette déréglementation a contribué à accroître la variabilité des taux d'intérêt. De plus, le maintien à un niveau élevé du taux du marché monétaire entre 1989 et 1994 s'est accompagné d'une inversion durable de la courbe des taux d'intérêt. Variabilité croissante et inversion de la courbe des taux sont susceptibles d'avoir favorisé l'apparition d'effets de substitution dans la structure d'endettement des grandes sociétés.

Le mouvement de désintermédiation peut être aussi partiellement lié à la position des banques françaises qui, en raison notamment des contraintes de rentabilité, ont recherché des marges plus élevées pour certaines catégories d'opérations tout en renforçant leurs méthodes d'analyse pour essayer de se prémunir du risque de défaillance par la recherche de garanties maximales. Une partie de la population des entreprises aurait ainsi été écartée de l'offre de crédit¹. Néanmoins, le ralentissement de cette dernière ne s'apparente pas à un « *credit crunch* »², surtout dans le contexte du système bancaire

¹ Cf. étude de Bernard Paranque, à paraître dans un prochain numéro du *Bulletin de la Banque de France*

² La notion anglo-saxonne de « *credit crunch* » se rapporte à une contraction brutale de la distribution de crédit, qui se produit en cas d'incapacité des établissements financiers à collecter des dépôts ou à lever des capitaux sur les marchés à un coût compatible avec le rendement des crédits (cf. Bank of England – 1991 – Is there a « *credit crunch* » ?, Bank of England *Quarterly Bulletin* (May 1991)).

français où les activités de substitution au crédit sont limitées (les activités de service, bien qu'en augmentation, ne génèrent que 25 % environ du produit net bancaire).

Au total, il semble que le ralentissement du crédit aux entreprises résulte davantage d'un tassement de la demande émanant des sociétés que d'un resserrement de l'offre de crédit.

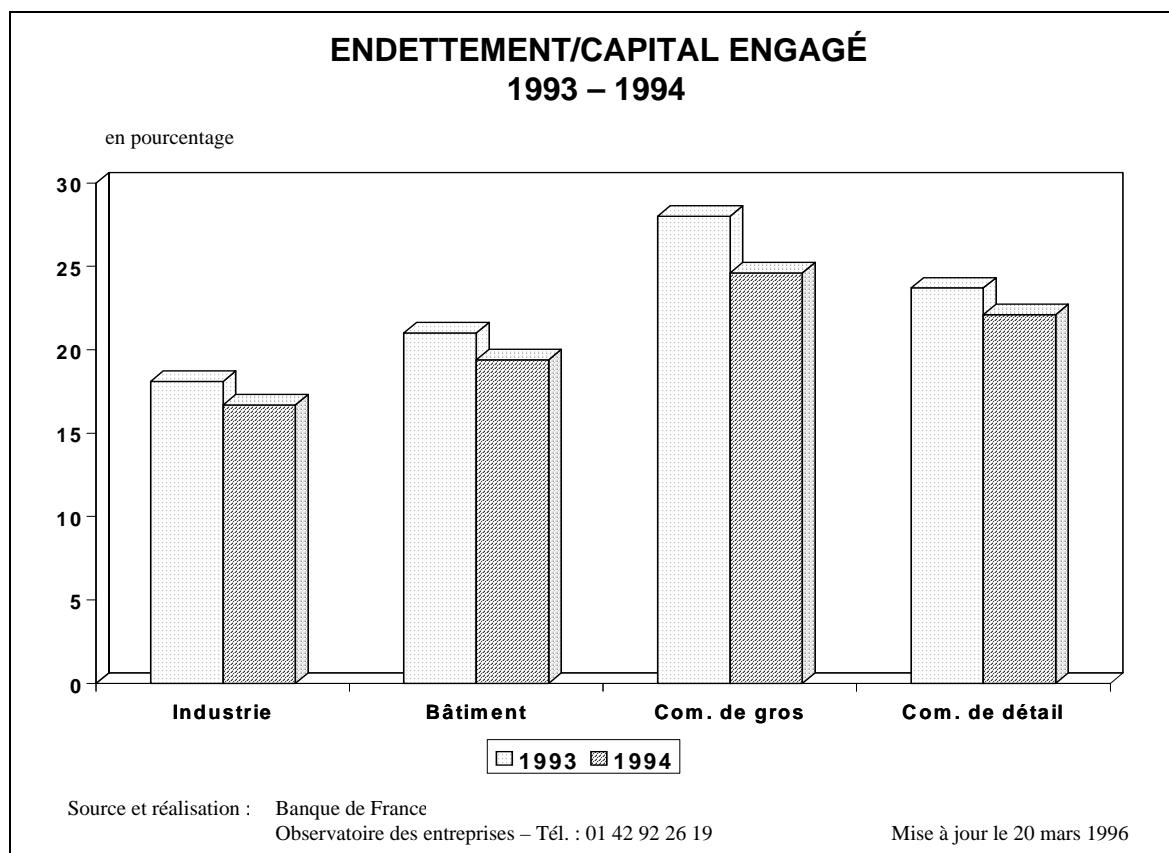
3. Les années 1994 et 1995

3.1. Un nouveau renforcement des fonds propres et une poursuite du désendettement en 1994

L'environnement économique a permis en 1994 une reprise de l'activité, mais sans développement de l'endettement. En effet, l'ensemble des encours de crédits aux sociétés, après un repli de 5,3 % en 1993, a de nouveau reculé de 2,1 %¹.

À cet égard, l'analyse ci-après des chiffres de l'échantillon Centrale de bilans sur l'année 1994 permet de vérifier que les principales évolutions constatées sur la période précédente se sont confirmées, notamment en ce qui concerne le désendettement, le phénomène de désintermédiation et la contrainte de solvabilité.

Le poids de l'endettement dans le capital engagé s'est encore allégé dans tous les secteurs. Ainsi, dans l'industrie, il est passé de 18,1 % en 1993 à 16,7 %.



¹ Sources : Statistiques monétaires de la Banque de France

À l'instar de la période précédente, les entreprises ont continué en effet d'accroître leurs capitaux propres à un rythme soutenu (+ 3,5 points de valeur ajoutée dans l'industrie).

Dans le même temps, l'encours de l'endettement a de nouveau reculé dans tous les secteurs (- 1,9 % de la valeur ajoutée dans l'industrie, - 1,4 % dans le bâtiment, - 7,7 % dans le commerce de gros et - 1,0 % dans le commerce de détail).

Outre la progression des fonds propres, ce moindre recours aux financements externes reflète des besoins toujours limités, malgré la reprise de l'activité. Dans l'industrie, les besoins en fonds de roulement et les investissements ont à nouveau reculé à un rythme, il est vrai, moins rapide qu'en 1993. Dans le commerce de gros, ces besoins ont également fléchi. Seul, le commerce de détail a maintenu son effort d'investissement, mais ses besoins en fonds de roulement ont sensiblement diminué.

Dans tous les secteurs, le montant de l'autofinancement de l'exercice 1994 a, de nouveau, été suffisant pour couvrir les emplois nets.

La poursuite de la baisse de l'endettement des entreprises semble toujours s'expliquer par les mêmes facteurs.

3.1.1. L'arrêt du mouvement de désintermédiation

En 1994, la part des emprunts bancaires au sein de l'endettement a cessé de diminuer dans la plupart des secteurs.

Pour l'industrie et le commerce de gros, le poids des emprunts bancaires dans l'endettement s'est très légèrement accru en 1994 par rapport à 1993. Dans le bâtiment, il est resté stable. Seul le commerce de détail a enregistré un désengagement vis-à-vis des banques.

Dans l'*industrie*, l'observation du détail des flux financiers montre que la part de la valeur ajoutée consacrée au remboursement des emprunts est moins importante qu'en 1993 (6,3 %, contre 7,1 %), mais reste supérieure à celle de 1989 (5,7 %). Les souscriptions de nouveaux emprunts sont demeurées faibles et ne représentent que 4,3 % de la valeur ajoutée, au lieu de 7,4 % en 1990. Cette évolution traduit la prudence des chefs d'entreprise en matière d'investissement et d'engagement à long terme. Au contraire, les crédits bancaires courants ont légèrement augmenté en 1994, après trois années consécutives de baisse.

L'évolution des flux bancaires à moyen et long terme, quoique légèrement moins marquée, a été similaire dans le *bâtiment* où les concours bancaires de court terme sont restés stables.

Le mouvement semble s'être inversé dans le *commerce de gros* par rapport à celui observé entre 1990 et 1993, puisque le montant des nouveaux prêts s'est légèrement accru, alors que celui des remboursements a légèrement reculé, traduisant une reprise de l'endettement à terme. Les crédits bancaires courants ont, par contre, été nettement moins utilisés.

À l'inverse, les grandes sociétés du *commerce de détail*, après avoir augmenté la part du crédit bancaire dans leur endettement au cours de la période précédente, l'ont, au contraire, diminué en 1994.

Au total, le mouvement de désintermédiation observé entre 1989 et 1993, sensible surtout pour les grandes sociétés, a marqué le pas en 1994.

3.1.2. L'allégement de la contrainte de solvabilité

Contrairement à la période précédente, les entreprises ont réussi à améliorer leur situation en termes de solvabilité. Cette évolution favorable a été très marquée dans l'*industrie* et, notamment, dans les plus grandes firmes, où la contrainte de solvabilité s'était beaucoup accentuée (ainsi, dans ces dernières, le poids des frais financiers, qui représentait 29,0 % de l'excédent brut global en 1993, ne représente plus que 18,2 % en 1994).

Dans le *bâtiment*, la légère amélioration globale masque une divergence selon la taille des entreprises ; en effet, les PME ont subi une légère détérioration du ratio, alors que les plus grandes ont connu une amélioration (de 26,5 % en 1993 à 20,6 % en 1994). Néanmoins, les PME de ce secteur présentent une contrainte de solvabilité moins forte (17,3 % en 1994) que celle des grandes sociétés.

L'amélioration de la solvabilité a été sensible dans le *commerce de gros*. Elle est revenue de 31,5 % en 1993 à 23,0 % en 1994.

Dans le *commerce de détail*, secteur où les frais financiers pèsent le moins lourdement dans l'excédent brut global, cette contrainte s'est encore allégée en 1994.

Plusieurs facteurs ont contribué à l'amélioration du ratio charges financières/excédent brut global.

– Les encours de dettes ont baissé à partir de 1991.

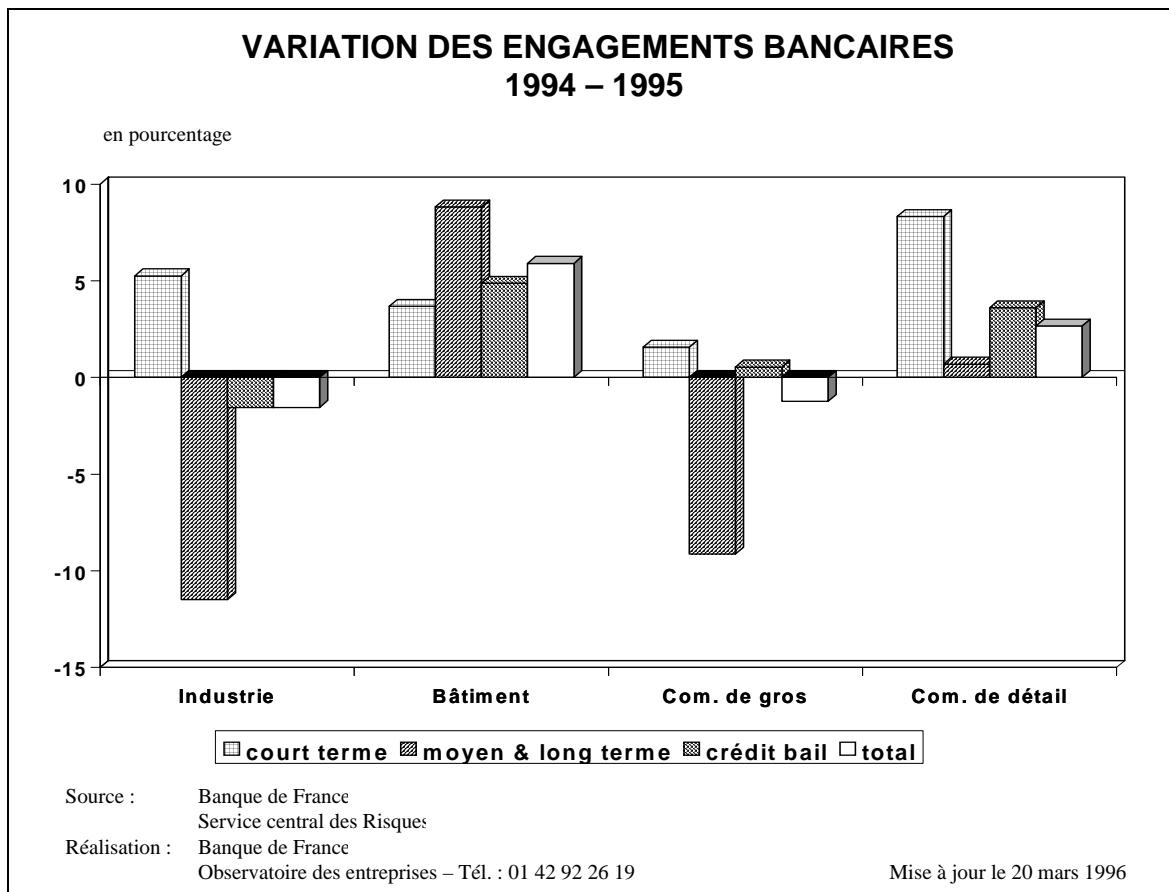
– Le coût du crédit aux entreprises a commencé à diminuer sensiblement en fin d'année 1993. Ainsi, le taux moyen des crédits à moyen et long terme est passé de 11,0 % au premier trimestre 1993 à 8,93 % au dernier trimestre 1993. Il est descendu en dessous de 8 % à partir du deuxième trimestre 1994.

– Les résultats se sont améliorés en 1994. La variation de l'excédent brut global a été positive dans la plupart des secteurs. Dans l'industrie, il s'est accru de 13,6 % en 1994, après trois années de baisse consécutive. Son évolution a été moindre dans le commerce de gros et le commerce de détail. Elle est restée négative dans le bâtiment.

3.2. Une légère hausse des engagements bancaires en 1995

Malgré le fort ralentissement de l'activité survenu à partir du second semestre, le chiffre d'affaires des entreprises non financières est resté soutenu en 1995. Dans ce contexte, si les crédits à moyen et long terme ont de nouveau légèrement reculé (– 1,6 %), les crédits de trésorerie ont connu un net rebond (+ 4,5 %)¹. Les données issues de la centralisation des risques bancaires à fin 1995 montrent que les crédits bancaires aux entreprises ont augmenté par rapport à 1994 dans tous les secteurs et que les crédits à long et moyen terme ont progressé dans chaque activité, à l'exception du bâtiment.

¹ Source : Banque de France – Service central des Risques



L'étude annuelle de l'Observatoire des entreprises réalisée sur les sociétés industrielles¹ permet de compléter et d'expliquer ces variations de l'endettement.

Contrairement à 1994, la croissance de l'activité en 1995 s'est accompagnée d'une progression des investissements (+ 5 %, contre - 4 % en 1994). Le recul des demandes de crédit à moyen et long terme des entreprises industrielles semble indiquer que les chefs d'entreprise ont continué de privilégier l'autofinancement par rapport aux ressources externes pour leurs investissements.

La hausse des crédits bancaires courants semble, notamment dans les petites et moyennes entreprises, être liée au gonflement des besoins en fonds de roulement. Elle peut être due également au léger resserrement de trésorerie observé en fin d'année.

Malgré cette petite progression de l'endettement, les entreprises industrielles françaises ont continué à renforcer leur autonomie financière.

La période 1985-1995 a été marquée par une diminution régulière du poids de l'endettement dans le total des capitaux engagés, recul qui traduit tout à la fois la poursuite du renforcement des fonds propres et un désendettement à partir de 1991.

Cet assainissement financier des entreprises devrait leur permettre, dans l'hypothèse d'une poursuite des investissements, d'obtenir dans de bonnes conditions des financements externes.

¹ Cf. *La situation du système productif en 1995* – Banque de France – septembre 1996

MÉTHODOLOGIE

La deuxième partie de cette étude a été réalisée à partir d'échantillons¹ constitués d'entreprises toutes soumises à l'impôt sur les sociétés et ayant remis les documents comptables de deux exercices consécutifs. Le champ couvert comprend l'industrie (y compris l'industrie agro-alimentaire mais hors énergie), le bâtiment, le commerce de gros et le commerce de détail.

ÉCHANTILLONS CENTRALE DE BILANS (constants sur deux années)						
Secteur	Taille	1989-1990	1990-1991	1991-1992	1992-1993	1993-1994
Industrie	PME (a)	10 703	11 325	11 618	11 467	9 616
	GE (a)	687	685	703	674	527
	Total	11 390	12 010	12 321	12 141	10 143
Bâtiment	PME	2 412	2 567	2 727	2 734	2 207
	GE	41	42	38	33	24
	Total	2 453	2 609	2 765	2 767	2 231
Commerce de gros	PME	5 270	5 403	5 589	5 462	4 332
	GE	69	63	61	33	43
	Total	5 339	5 466	5 650	5 495	4 375
Commerce de détail	PME	1 483	1 530	1 576	1 566	1 229
	GE	63	62	60	60	31
	Total	1 546	1 592	1 636	1 626	1 260
Ensemble des secteurs	PME	19 868	20 825	21 510	21 229	17 384
	GE	860	852	862	800	625
	Total	20 728	21 677	22 372	22 029	18 009
(a) PME : effectifs ≤ 500 GE : effectifs > 500						
Source et réalisation : Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 26 19					Mise à jour le 20 mars 1996	

Les chiffres ont été calculés sur échantillon glissant (constants sur deux ans), afin de permettre l'analyse de l'évolution d'une année à l'autre. De ce fait, un ratio présente pour une même année deux valeurs qui peuvent être différentes en raison de l'évolution des échantillons. Les graphiques présentés et commentés dans l'étude ne font apparaître toutefois qu'une de ces valeurs afin d'en faciliter la lecture. Il a été vérifié que cette simplification ne modifie pas le commentaire effectué sur le niveau et l'évolution des divers ratios analysés.

Le ratio moyen est utilisé car il donne le niveau global sur la population étudiée et présente l'avantage de permettre des décompositions. Mais, obtenu par l'agrégation de données individuelles, il est fortement influencé par ceux des grandes entreprises. Pour cette raison, une distinction par taille d'entreprises (en classes d'effectifs) a été opérée.

¹ Les échantillons constants sur deux années consécutives seulement permettent d'obtenir un nombre de données nettement plus important que celui obtenu à partir d'un échantillon constant sur six ans de 1989 à 1994. Ils permettent d'améliorer le taux de couverture et l'image du comportement des entreprises. Toutefois, les comparaisons inter-annuelles sont plus difficiles car des différences peuvent apparaître dans la valeur de certains ratios : en effet, les entrées et les sorties d'entreprises peuvent modifier la structure des échantillons.

LES STRATÉGIES D'EXPORTATION DES ENTREPRISES FRANÇAISES

Cette étude identifie et analyse un certain nombre de facteurs stratégiques que développent les entreprises françaises pour assurer leur compétitivité à l'étranger.

RÉGIS COEURDEROY

Direction des Entreprises

Service de Méthodologie d'analyse des entreprises et de Documentation financière

■ Pour de nombreuses entreprises françaises, l'exportation fait partie intégrante de leur activité économique. Leur compétitivité se joue sur leur capacité à soutenir leur position sur les marchés étrangers. Mais ceci se réalise à condition que l'exportation soit intégrée dans la stratégie de l'entreprise.

■ À partir de la base de données qualitatives de la Banque de France, il est possible d'identifier neuf facteurs qui distinguent les entreprises exportatrices des autres. Ces facteurs concernent la taille de l'entreprise, mais également la définition de son offre et ses ressources internes.

■ Au sein des exportateurs, deux grandes stratégies émergent : un premier groupe est constitué d'entreprises qui s'appuient d'abord sur une grande flexibilité. Un second groupe réunit des entreprises qui se développent à partir d'une offre spécifique. Ces entreprises affichent des performances financières globales supérieures à celles qui n'ont pas intégré leurs exportations dans une stratégie précise.

1. Exportation : enjeu commun, comportements divers

Tout en étant un thème ancien et déjà largement exploré, la question de l'exportation connaît un significatif regain d'intérêt. Ce dernier est la contrepartie naturelle du mouvement d'ouverture des marchés nationaux qui est entré dans une nouvelle phase au cours des années quatre-vingt et dont de nouveaux accords multilatéraux (Organisation mondiale du commerce — OMC) ou régionaux (Union européenne, Association de libre échange nord-américaine — Alena) sont une manifestation.

Dans une logique économique de spécialisation des échanges, la tentation se fait forte d'inciter les entreprises à exporter. Les petites et moyennes entreprises (PME) sont les premières concernées sur ce point dans la mesure où elles composent le vivier le plus riche des « potentialités à l'exportation ».

De 1985 à 1995, selon les données de la Balance des paiements, les ventes à l'étranger sont passées de 855 milliards de francs à 1 335 milliards. Depuis 1992, le solde des échanges sur marchandises est, de plus, resté constamment positif. L'excédent atteignait 82,6 milliards de francs en 1995, soit un taux de couverture de 107,7 %, ce qui inscrit toute réflexion sur les stratégies d'exportation en France dans un contexte nouveau.

À cet égard, l'analyse des ressorts de la dynamique à l'exportation présente un intérêt crucial. En effet, l'internationalisation est entrée dans les moeurs et l'ensemble du tissu économique y participe. Les grandes entreprises ne sont plus aujourd'hui les seules concernées. Nombre de PME développent également une activité intense hors des frontières nationales comme le montrent certaines analyses récentes (Banque de France – Lefilliatre et Tournier, 1995).

Néanmoins, d'autres facteurs viennent nuancer cette réalité. Selon l'INSEE, près de 85 % des entreprises — toutes tailles confondues — exportent moins de 1 % de leur chiffre d'affaires. Les contrastes sectoriels sont également très marqués et la taille joue un rôle discriminant très net (Bricout, 1991).

De nouveaux thèmes sont ainsi apparus dans les problématiques d'exportation. Schématiquement, on peut considérer que la question de l'exportation a été longtemps intégrée dans la logique du cycle de vie des produits au niveau du commerce international (Vernon, 1966). L'entreprise se préoccupe d'abord d'occuper son marché national puis, lorsque celui-ci arrive à saturation, elle se tourne vers les marchés étrangers.

Or ce schéma traditionnel est de plus en plus remis en cause : la concurrence est souvent internationale dès l'origine du fait de l'interpénétration des marchés, en sorte que la question de l'exportation n'attend pas la phase de maturité. Elle est susceptible de se poser dès l'émergence du marché. En ce sens, l'exportation peut devenir une contrainte dans le plan de développement de l'entreprise avant même que d'être un choix. C'est pourquoi il est devenu non seulement légitime, mais plus encore nécessaire, de réévaluer la viabilité des stratégies exportatrices et leur impact sur la rentabilité.

De nombreuses études ont centré leur approche de l'exportation sur la question de la taille de l'entreprise (Bonnarcosi, 1992). Il existerait ainsi un seuil, en termes de ressources financières et humaines, qu'il serait bon de pouvoir dépasser avant de s'aventurer hors des frontières nationales. Il s'agit ici du principe selon lequel la taille de l'entreprise est dépendante de celle de son marché. Sans remettre fondamentalement en cause ce principe, certaines études invitent cependant à le nuancer (Calof, 1994). Deux aspects, en particulier, méritent d'être distingués : la décision d'exportation, pour laquelle il semble effectivement important de disposer de ressources suffisantes, et l'intensité de l'exportation, qui semble atteindre des rendements décroissants à partir d'une certaine taille (Joffre, 1986 ; Bricout, 1991).

Pour déterminer le comportement à l'export, d'autres facteurs doivent donc venir enrichir cette approche. Ce serait, en effet, une erreur que de considérer une PME comme une grande entreprise en miniature. Il apparaît d'abord qu'il existe de profondes disparités sectorielles (Maliverney, 1991). Les secteurs qui exportent avec succès sont plutôt ceux qui possèdent un fort apport en valeur ajoutée basé sur la recherche et le développement (R & D) et l'innovation (Savoye, 1991).

Outre les caractéristiques de production, il semble tout aussi important de s'assurer de la préparation de l'entreprise. Kalika (1986) a clairement montré l'effet structurant de l'exportation sur l'organisation interne des PME (effet qui disparaît dans le cas des grandes entreprises). La maîtrise d'un marché plus large et plus complexe comme le besoin de traiter un volume croissant d'informations contraignent les PME à formaliser plus nettement leurs procédures organisationnelles.

Fondamentalement, dans la suite de ces travaux, deux points essentiels peuvent être soulignés :

– d'une part, il existe des spécificités propres à l'exportation. Une firme qui vend à l'étranger possède un certain nombre de caractéristiques qui la distinguent de l'entreprise concentrée sur son marché national ;

– d'autre part, la population des exportateurs ne forme pas un tout homogène. Il existe plusieurs comportements d'exportation différenciés qui suivent des logiques et engrangent des résultats différents.

Ce sont ces deux points que nous allons développer après que le champ de l'étude aura été précisé.

2. Champ de l'étude

2.1. *Les bases de données*

Les informations économiques proviennent de la base de données qualitatives sur les stratégies des entreprises (entre 40 salariés et 2 000 salariés). Les entreprises appartiennent à l'ensemble de l'industrie manufacturière (cf. tableau 1 : répartition sectorielle). Les deux années d'enquête prises en compte concernent la période 1995-1996 et les réponses des entreprises portent sur leur passé récent¹. Au total, 4 169 entreprises composent l'échantillon de départ.

¹ Cf. *Bulletin de la Banque de France* – « Supplément Études » 2^e trimestre 1996

Tableau 1

RÉPARTITION PAR SOUS-SECTION DES ENTREPRISES DE L'ÉCHANTILLON		
Sous-section	Effectif	Pourcentage
DA – Industries agricoles et alimentaires.....	644	15,4
DB – Industrie textile et habillement.....	492	11,8
DC – Industrie du cuir et de la chaussure.....	93	2,2
DD – Travail du bois et fabrication d'articles en bois.....	69	1,7
DE – Industrie du papier et du carton, édition et imprimerie.....	389	9,3
DF – Cokéfaction, raffinage, industries nucléaires.....	216	5,2
DG – Industrie chimique.....	226	5,4
DH – Industrie du caoutchouc et des plastiques.....	140	3,4
DI – Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques.....	654	15,7
DJ – Métallurgie et travail des métaux.....	405	9,7
DK – Fabrication de machines et équipements.....	355	8,5
DL – Fabrication d'équipements électriques et électroniques.....	166	4,0
DM – Fabrication de matériel de transport.....	251	6,0
DN – Autres industries manufacturières.....	69	1,7
Total.....	4 169	100,0

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38

Les données financières sont extraites du Fichier bancaire des entreprises (Fiben). Les valeurs sont calculées en moyenne sur cinq ans (1991-1995), afin de dégager des comportements stables.

Tableau 2

DONNÉES DESCRIPTIVES SUR LES ENTREPRISES DE L'ÉCHANTILLON				
Période 1991-1995	Moyenne	Q1	Q2	Q3
Chiffre d'affaires (en milliers de francs).....	185 031	34 430	67 411	153 182
Valeur ajoutée (en milliers de francs).....	56 646	12 860	23 071	50 042
Effectifs	183	52	91	189
Taux export (en pourcentage).....	18,00	1,96	9,87	27,56

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38

2.2. Définition du comportement d'exportation et seuil de partage

Autant il est relativement clair d'identifier la notion d'exportation, autant il est délicat de qualifier une entreprise d'exportatrice ou de non exportatrice.

On peut considérer que toute vente d'une unité physique hors des frontières nationales entre dans la catégorie des opérations commerciales avec l'étranger. En revanche, il paraît douteux que cette même unité suffise seule à qualifier l'entreprise d'exportatrice.

Pour pouvoir attribuer une telle dénomination, il faut que l'entreprise possède un niveau suffisant d'exportation pour que cette dimension s'intègre dans ses principales décisions stratégiques. Se pose alors la question de ce seuil « suffisant ».

Il n'existe pas de seuil qu'on puisse considérer comme généralement admis sur ce sujet non plus. Selon les auteurs, les seuils varient de 1 % (Bricout, 1991) à 20 % (Maliverney, 1991) en passant par 5 % (Lefilliatre et Tournier, 1995). La structure de l'échantillon comme la période d'observation influent sur ces chiffres, tout comme les présupposés théoriques des auteurs. Ici, un seuil relativement « médian » de 15 % a été retenu à partir duquel on peut considérer que les exportations dépassent un niveau résiduel dans l'entreprise.

1 675 entreprises sont ainsi classées exportatrices (cf. tableau 3).

Tableau 3

PART DES ENTREPRISES EXPORTATRICES PAR SOUS-SECTION	
Sous-section	Pourcentage d'entreprises dites exportatrices (taux d'exportation moyen supérieur à 1% sur 1991-1995)
DA – Industries agricoles et alimentaires.....	24,4
DB – Industrie textile et habillement.....	46,3
DC – Industrie du cuir et de la chaussure.....	43,0
DD – Travail du bois et fabrication d'articles en bois.....	36,2
DE – Industrie du papier et du carton, édition et imprimerie.....	18,0
DF – Cokéfaction, raffinage, industries nucléaires.....	52,3
DG – Industrie chimique.....	33,6
DH – Industrie du caoutchouc et des plastiques.....	41,4
DI – Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques.....	38,7
DJ – Métallurgie et travail des métaux.....	62,7
DK – Fabrication de machines et équipements.....	58,0
DL – Fabrication d'équipements électriques et électroniques.....	51,8
DM – Fabrication de matériel de transport.....	32,7
DN – Autres industries manufacturières.....	39,1
Total	40,2
Source et réalisation : Banque de France Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38	

3. Caractères spécifiques des entreprises exportatrices

Afin de dégager des caractères propres aux entreprises exportatrices, la méthode suivante a été employée.

– Une sélection d'un groupe de variables (23 *in fine*) est effectuée en fonction de leur lien avec le thème de l'exportation (cf. annexe 2). Généralement, celles-ci ont individuellement un pouvoir discriminant entre exportateurs et non-exportateurs.

– Une analyse en composantes principales avec rotation Varimax (axes orthogonaux) permet ensuite de résumer l'information délivrée par les 23 variables. Neuf facteurs sont ainsi dégagés, qui conservent près de 62 % de la variance du nuage d'origine. Le tableau 4 présente chaque facteur avec les variables résumées. La pondération indique la corrélation de chaque variable avec son principal facteur.

Tableau 4

DESCRIPTION DES FACTEURS SPÉCIFIQUES AUX ENTREPRISES EXPORTATRICES		
Intitulé du facteur	Intitulé des variables	Valeur des pondérations
Taille	Chiffre d'affaires Valeur ajoutée Effectifs	0,95 0,94 0,93
Formalisation interne	Emploi du contrôle de gestion..... Description des postes d'encadrement..... Chiffrage des objectifs stratégiques..... Implantation de mécanisme de communication transversale.....	0,72 0,65 0,62 0,61
Ressources financières	Dettes/fonds propres Fonds propres/total bilan.....	-0,89 0,87
Dépenses immatérielles	Pourcentage encadrement supérieur sur effectif total Dépenses commerciales Dépenses de recherche et développement.....	0,79 0,59 0,56
Position sur le marché	Avantage prix Avantage qualité.....	0,85 -0,83
Coûts logistiques	Délais de rotation des stocks Contraintes de l'activité sur les stocks Standardisation de la production	0,72 -0,59 0,55
Flexibilité sur le marché	Changements de gammes Coûts de transport	0,73 -0,57
Spécificité de l'offre	Barrières à l'entrée Dépenses de formation	0,72 0,53
Flexibilité de production	Coût d'adaptation de l'outil de production aux variations de la demande Taux d'utilisation moyen des capacités de production	0,70 -0,69
Source et réalisation : Banque de France Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38		

– Enfin, le pouvoir discriminant des facteurs est testé entre les deux groupes d'entreprises. Il apparaît concluant sur chacun des facteurs pris individuellement (cf. tableau 5). Les méthodes de régression logistique et d'analyse discriminante confirment cette conclusion (taux de bon classement autour de 70 % sur l'ensemble de 4 169 entreprises).

Tableau 5

POSITION RELATIVE DES EXPORTATEURS		
Facteurs	Comparaison de moyenne (a)	Statistique de Fischer (analyse de variance)
Taille.....	+	332,88
Formalisation interne.....	+	7,90
Ressources financières.....	+	5,46
Dépenses immatérielles.....	+	16,85
Position sur le marché.....	-	14,22
Coûts logistiques.....	+	270,17
Flexibilité sur le marché.....	+	50,88
Spécificité de l'offre.....	+	45,60
Flexibilité de production.....	-	19,55

(a) Un signe positif indique que les exportateurs ont une valeur moyenne supérieure à celle des non-exportateurs.
Un signe négatif indique la relation contraire.

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38

Conformément aux travaux précédents, le facteur taille joue un rôle fortement discriminant entre les deux groupes. La différence de moyenne va du simple au double sur l'échantillon (140 employés pour les non-exportateurs, contre 280 employés pour les exportateurs). Il existe même une relation linéaire entre ces deux variables qui indique un lien étroit entre la taille de la firme et son développement international. Cela signifie qu'il n'existe pas à proprement parler ici d'effet de seuil (mais ceci peut être dû à l'absence des plus petites comme des plus grandes entreprises).

Il apparaît également que l'activité d'exportation requiert de la part de l'entreprise un effort de formalisation interne plus important et ce indépendamment de sa taille. La maîtrise des flux d'information apparaît notamment cruciale, que ce soit au niveau de la maîtrise de l'information interne (contrôle de gestion, plans prévisionnels) ou à celui de la définition de relais internes (description de l'encadrement, mécanismes explicites de coordination).

Il est également déterminant de disposer d'une bonne indépendance financière. La présence sur des marchés plus éloignés, le besoin d'être à même de faire face à des événements inattendus et peu maîtrisables, impliquent d'être à même de s'appuyer sur une assise financière solide.

Sous le terme de « dépenses immatérielles », ce facteur rassemble des variables qui traduisent des coûts irréversibles pour l'entreprise. Les dépenses de recherche et développement et commerciales traduisent des allocations de ressources dédiées à l'amélioration et à la promotion des produits vendus par l'entreprise. Cette tendance s'accompagne d'un niveau de qualification plus élevé du personnel. Lorsque ces dépenses sont élevées, l'entreprise est fortement incitée à étendre son marché hors de son territoire national.

D'autre part, une entreprise exportatrice s'appuie plutôt sur une compétitivité hors prix. L'exportation est facilitée lorsqu'elle s'appuie d'abord sur des produits qui se distinguent des concurrents par une qualité supérieure.

Il lui faut être capable d'être flexible dans une situation où elle doit gérer des marchés différents. Elle doit pouvoir modifier sa gamme de produits sans être contrainte par les coûts de transport. Pour les exportateurs, la distance géographique nécessite de pouvoir maintenir à disposition des stocks de marchandises. En ce sens, cette flexibilité est aussi favorisée par une production standardisée, dans la mesure où la standardisation facilite la gestion des stocks.

Une entreprise qui possède une offre spécifique a également plus de chances d'être exportatrice dans la mesure où sa pénétration des marchés s'en trouve facilitée (concurrence réduite). Celle-ci est approchée par un indicateur de barrière à l'entrée qui traduit le caractère unique de l'offre. Ce facteur est également mesuré par les dépenses consacrées à la formation des personnels qui permettent, généralement, à l'entreprise de développer un savoir-faire interne.

Pendant de la flexibilité sur le marché, la flexibilité de production est également importante pour les entreprises exportatrices, qui doivent pouvoir faire face à des fluctuations qu'on présume plus importantes que sur la plupart des marchés strictement domestiques.

4. Segmentation des populations d'exportation

Dernière étape de notre étude, la segmentation de l'échantillon d'exportateurs permet de mettre en évidence des profils stratégiques pour lesquels l'export est le plus profitable.

Trois groupes sont isolés dans la typologie.

Une analyse typologique est réalisée sur l'échantillon des 1 475 entreprises exportatrices. La méthode utilisée est celle des nuées dynamiques avec procédure de partition pour isoler des groupes stables (Diday, 1972).

Tableau 6

Facteurs	Groupes d'exportateurs		
	groupe 1 exportateurs naturels	groupe 2 exportateurs spécifiques	groupe 3 exportateurs flexibles
1 – Taille.....	+	=	=
2 – Formalisation interne.....	-	+	++
3 – Ressources financières.....	-	+	++
4 – Dépenses immatérielles.....	=	++	=
5 – Position sur le marché.....	=	=	=
6 – Coûts logistiques.....	+++	++	+
7 – Flexibilité sur le marché.....	-	+	++
8 – Spécificité de l'offre.....	+	+++	-
9 – Flexibilité de production.....	-	+	++
Nombre d'entreprises :			
en unités.....	646	309	720
en pourcentage.....	38,57	18,45	41,98
Source et réalisation : Banque de France Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38			

Tableau 7

CARACTÉRISATION DES GROUPES EN TERMES DE PERFORMANCE				
1991-1995	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Statistique de Fischer
Taux d'exportation moyen (en pourcentage).....	39,5	41,0	39,6	16,85
Rentabilité brute du capital d'exploitation moyenne.....	12,47	18,03	15,35	16,85
Intervalle de confiance à : 95 %	[11,47 ; 13,48]	[15,98 ; 19,93]	[14,35 ; 16,42]	
99 %	[11,14 ; 13,80]	[15,35 ; 20,56]	[14,03 ; 16,74]	
Taux de marge brute d'exploitation moyenne.....	9,35	11,09	8,91	3,03
Intervalle de confiance à : 95 %	[6,50 ; 7,48]	[8,05 ; 9,64]	[7,87 ; 8,80]	
99 %	[6,35 ; 7,63]	[7,80 ; 9,89]	[7,72 ; 8,95]	
Source et réalisation : Banque de France Direction des Entreprises – SMADF – Tél. : 01 42 92 41 38				

Le groupe le plus important en nombre rassemble 740 entreprises, soit près de 39 % de l'échantillon. Les entreprises concernées se caractérisent avant tout par une forte intégration de l'activité d'exportation. Elles font preuve d'un niveau élevé de flexibilité. De manière complémentaire, celle-ci se manifeste au niveau de l'outil de production comme de la présence sur les marchés. Pour être rentable, cette flexibilité s'appuie sur des ressources financières abondantes et un effort plus élevé que la moyenne sur la formalisation interne. Ce groupe réunit ainsi des « exportateurs flexibles ».

Un deuxième ensemble regroupe 309 entreprises, soit 18 % de l'échantillon des exportateurs. Ce groupe, de taille plus réduite, se caractérise essentiellement par la différenciation de son offre : le niveau de dépenses immatérielles et la spécificité de l'offre sont ici les deux facteurs les plus marquants. La pénétration sur les marchés étrangers est favorisée par des produits qui se distinguent de la concurrence. Ce groupe réunit les « exportateurs spécifiques ».

Le troisième groupe contient 646 entreprises, soit 39 % de l'échantillon. À la différence des deux autres, celui-ci ne présente pas de caractéristiques très saillantes. Seule l'existence de coûts logistiques plus élevés émerge. Il faut noter également une taille généralement supérieure. Ces firmes sont ainsi présentes à l'export sans manifester de stratégies marquées, à la différence des deux autres. Il s'agit en quelque sorte d'exportateurs « naturels », pour lesquels la présence sur les marchés étrangers est le prolongement de la présence sur le marché national.

Une comparaison des indicateurs de rentabilité brute du capital d'exploitation et du taux de marge brute d'exploitation permet de comparer ces différents groupes en termes de performance (cf. tableau 7). L'analyse des résultats, en moyenne, place les groupes d'exportateurs spécifiques et d'exportateurs flexibles significativement au-dessus du troisième groupe. L'analyse des intervalles de confiance à 95 % comme à 99 % confirme clairement cette séparation.

Deux conclusions ressortent nettement de la présente étude. D'une part, les entreprises exportatrices possèdent des caractéristiques propres qui traduisent leur activité sur les marchés étrangers. D'autre part, celles-ci peuvent manifester leur présence à l'export par des stratégies affirmées.

Deux groupes émergent : les exportateurs spécifiques, qui s'appuient sur le développement d'une offre distinctive, et les exportateurs flexibles, qui ajustent leur offre aux fluctuations des marchés. Un

troisième groupe, qui ne possède pas de compétences particulièrement distinctives, affiche des performances financières en deçà des deux autres.

Il apparaît ainsi que, pour être véritablement profitable, l'exportation se doit d'être pleinement intégrée dans la stratégie des entreprises. À cette condition, la performance à l'exportation (en termes de taux d'export et de profitabilité) présente un caractère standard, illustrant une adaptation fondamentale et réussie du tissu productif national à la mondialisation. De la même façon, les politiques actives d'aides à l'export ne semblent, dans ce contexte, présenter un intérêt que si des conditions précises peuvent être remplies. En particulier, pour qu'une entreprise soit valablement incitée à s'aventurer sur les marchés étrangers, il importe de s'assurer de sa capacité à assumer les coûts liés.

ANNEXE 1**BIBLIOGRAPHIE**

- Bonaccorsi A. (1992) « On the relationship between firm size and export intensity », *Journal of International Business Studies*, n° 23 (4), p. 605-636.
- Bricout J.-L. (1991) « Exporter : une question de taille », *Économie et Statistique*, n° 244, p. 25-33.
- Calof J.-F. (1994) « The relationship between firm size and export behavior revisited », *Journal of International Business Studies*, p. 367-387.
- Cœurderoy R. et Mouriaux F. (1996) « Économie d'entreprise et stratégie », *Bulletin de la Banque de France – Supplément « Études »* – 2^e trimestre.
- Joffre P. (1986) « Le rôle de la taille ne doit pas être surestimé », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, p. 68-76.
- Kalika M. (1986) « La structuration par l'internationalisation », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, p. 77-84.
- Lefilliatre D., Tournier A. et Petit C. (1995) « Les entreprises françaises et le commerce extérieur », Collection Entreprises – Banque de France – Direction des Entreprises.
- Maliverney J. (1991) « Les entreprises exportatrices : une concentration accrue », *Économie et Statistique*, n° 271-272, p. 105-114.
- Naidu G. M. et Prasad V. K. (1994) « Predictors of export strategy and performance of small-and medium-sized firms », *Journal of business research*, n° 31, p. 107-115.
- Vernon R. (1966) « International Investment and International Trade in the Product Cycle », *Quarterly Journal of Economics*, n° 80, p. 190-207.

ANNEXE 2**VARIABLES QUALITATIVES DU MODÈLE**

Variables qualitatives	Signification	Mesure
Emploi du contrôle de gestion	Le service de contrôle de gestion diffuse aux responsables de services les tableaux de bord, comptabilité analytique, budgets...	pas du tout à tout à fait d'accord (1-5)
Description des postes d'encadrement	Les fonctions d'encadrement de l'entreprise (direction, services, départements) sont décrites précisément.	pas du tout à tout à fait d'accord (1-5)
Chiffrage des objectifs stratégiques	Votre stratégie est systématiquement chiffrée pour évaluer les équilibres financiers présents et futurs.	pas du tout à tout à fait d'accord (1-5)
Implantation de mécanismes de communication transversale	L'entreprise a-t-elle mis en place des mécanismes spécifiques de coordination transversale ?	pas du tout à tout à fait d'accord (1-5)
Pourcentage d'encadrement sur effectif total	Part des cadres sur l'effectif total	pourcentage
Dépenses commerciales	Dépenses commerciales sur CA	pourcentage
Dépenses de recherche & développement	Dépenses de R&D sur CA	pourcentage
Avantage prix	Part des ventes réalisées à un prix inférieur à la concurrence	pourcentage
Avantage qualité	Part des ventes réalisées avec une qualité supérieure à la concurrence	pourcentage
Contraintes de l'activité sur les stocks	Les caractéristiques de votre activité (produits périssables, coûts d'immobilisation, difficultés de stockage, produits rapidement obsolètes, effet de mode ...) impliquent une rotation élevée de vos stocks.	pas du tout à tout à fait d'accord (1-5)
Standardisation de la production	Quel est le pourcentage de produits standardisés (produits peu différents les uns des autres, clients sensibles au prix) dans l'activité ?	pourcentage
Changements de gamme	Les entreprises présentes dans l'activité modifient fréquemment (1 ans à 2 ans) l'étendue de leur gamme de produits.	pas du tout à tout à fait d'accord (1-5)
Coûts de transport	Le coût de transport de vos produits (comparé à leur valeur) limite vos possibilités de développement géographique à partir du lieu de production.	de faiblement à fortement (1-5)
Barrières à l'entrée	Indicateur spécifiant l'unicité de l'offre de l'entreprise	de faible à fort (1-5)
Dépenses de formation	Dépenses consacrées à la formation par rapport à la masse salariale	pourcentage
Coût d'adaptation de l'outil de production aux variations de la demande	Votre appareil de production vous permet d'adapter, à un moindre coût, les quantités produites de chaque modèle (volume de production) aux variations de la demande.	de marginal à élevé (1-5)
Taux d'utilisation moyen des capacités de production	Quel est le taux moyen d'utilisation de vos capacités de production sur les deux dernières années ?	pourcentage

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS AU TROISIÈME TRIMESTRE 1996

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter environ 170 milliards de francs au troisième trimestre, contre 190 milliards le trimestre précédent.

THIERRY NIQUET
Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle Valeurs mobilières

- L'activité sur les marchés primaires obligataires a marqué un ralentissement sensible lors de la traditionnelle pause estivale de juillet et août, avant de se redresser en septembre.
- Les émissions brutes d'obligations en francs et en écus (effectuées sur les marchés intérieur et international mais cotées à la Bourse de Paris) réglées au troisième trimestre 1996 sont revenues de 175 milliards de francs à 145 milliards.
- Nette des amortissements, la collecte globale s'est également réduite, revenant de 142 milliards de francs à 107 milliards.
- Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 4 318 milliards de francs à fin septembre 1996.
- Les émissions d'actions ont progressé de 44 milliards de francs à 63 milliards d'un trimestre à l'autre.

1. Le marché primaire obligataire¹

1.1. Les principaux flux d'émissions

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle orientation à la baisse des taux d'intérêt à court terme et à long terme, qui a permis aux contrats Pibor et notionnel du Matif d'atteindre leurs plus hauts niveaux de l'année, la très forte reprise des émissions observée au cours du premier semestre s'est poursuivie durant la première quinzaine du mois de juillet, tant sur le marché domestique, avec le retour de la SNCF (4 milliards de francs), que sur celui de l'eurofranc, avec notamment l'émission du Royaume d'Espagne (6 milliards).

Par la suite, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc s'est sensiblement réduite, amorçant dès la mi-juillet la traditionnelle pause estivale qui s'est prolongée au cours de la majeure partie du mois d'août. En septembre, la reprise de l'activité sur le marché primaire obligataire du franc, observée fin août, s'est confirmée, avec le retour de nombreux émetteurs non résidents et le placement réussi d'un nouvel emprunt obligataire émis par la Cades (12 milliards de francs).

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par secteur émetteur								
				En date de règlement	(en milliards de francs)			
3 ^e trim. 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995		Brutes	Nettes	3 ^e trim. 1996	9 mois 1996
				ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)				
65,3	230,7	207,2	263,9	État	64,7	196,6	158,5	212,8
24,4	71,5	50,8	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 0,9	- 15,6	- 17,7	- 30,1
17,5	47,2	33,3	36,5	Sociétés non financières	12,8	27,4	14,4	5,2
-	25,9	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,9	23,6	- 3,2	- 4,5
107,2	375,3	291,3	376,5	Ensemble des résidents	75,7	232,0	152,1	183,3
97,1	348,8	284,6	365,2	dont émissions intérieures des résidents	68,3	230,8	166,2	200,1
10,1	26,5	6,7	11,2	dont émissions internationales des résidents	7,3	1,3	- 14,1	- 16,8
37,7	101,4	36,0	43,5	Non-résidents	31,8	88,5	16,0	21,0
144,9	476,7	327,4	420,0	TOTAL	107,5	320,5	168,1	204,4
97,1	348,8	290,7	371,3	dont émissions intérieures	68,3	230,5	169,5	203,3
47,8	127,9	36,7	48,7	dont émissions internationales	39,1	90,1	- 1,4	1,1

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international.
Ces émissions, cotées à la Bourse de Paris, ont généralement donné lieu à un visa de la COB.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 22 novembre 1996

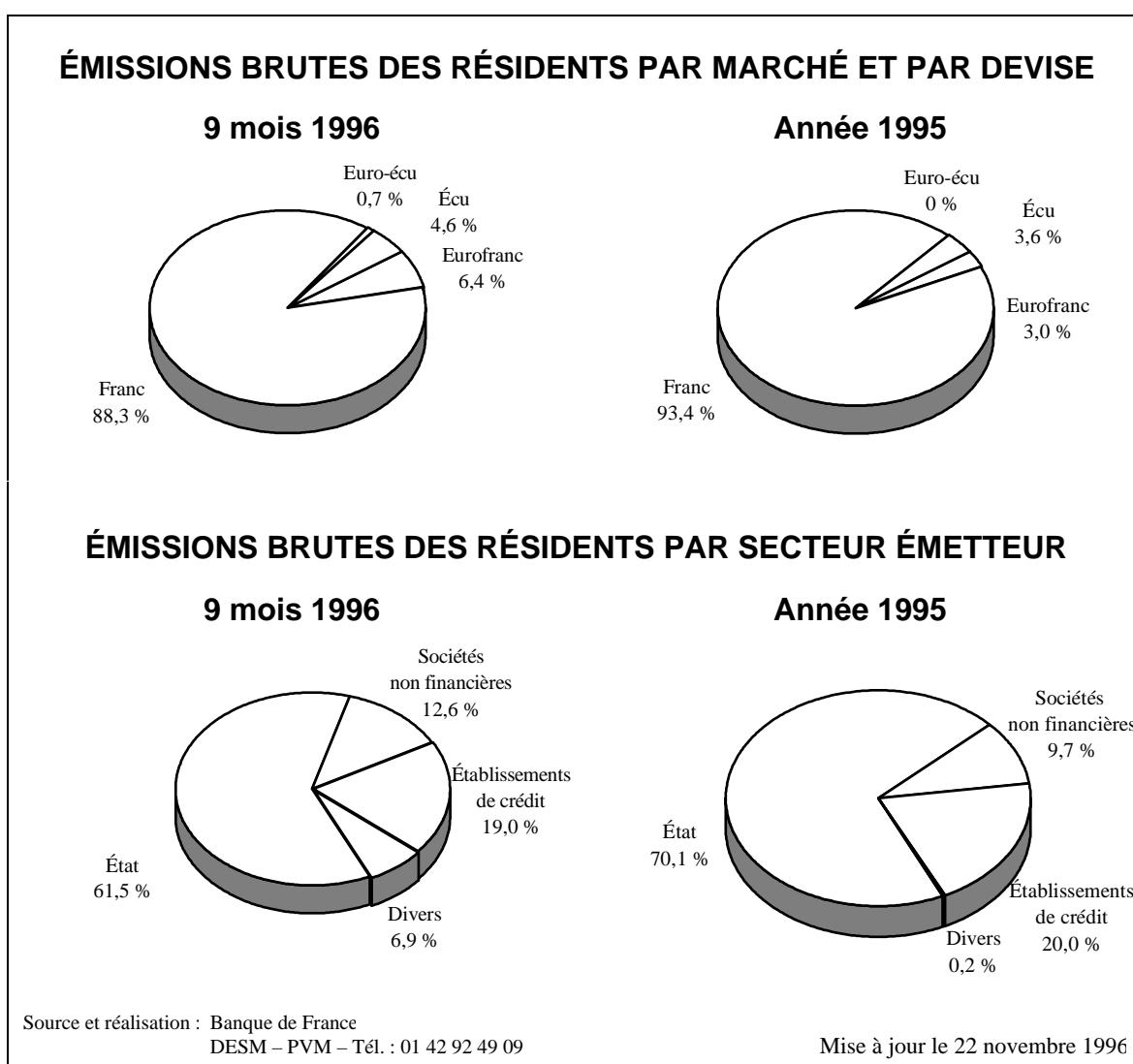
Globalement, les émissions brutes réglées au cours du troisième trimestre se sont élevées à 145 milliards de francs (175 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (62,4 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 4,6 % l'ont été en écus.

¹ L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 33 % des émissions, dont 1,8 % en euro-écus. *Nette des amortissements*, la collecte globale s'est élevée à 107 milliards de francs, en baisse de 35 milliards sur celle du trimestre précédent.

1.2. L'activité des émetteurs résidents

Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est revenue de 143 milliards de francs à 107 milliards d'un trimestre à l'autre. Nette des amortissements, elle a atteint 76 milliards de francs au troisième trimestre 1996 (115 milliards le trimestre précédent). Globalement, les résidents n'ont guère sollicité le compartiment de l'eurofranc avec 6,4 % du montant de leurs emprunts en 1996, après 3,0 % pour l'ensemble de l'année 1995¹. La proportion des émissions libellées en écus progresse légèrement d'une période à l'autre.



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 et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur depuis le mois de janvier 1995.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 ^e trim. 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995		3 ^e trim. 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995
MARCHÉ INTÉRIEUR								
65,3	230,7	207,2	263,9	État	64,7	196,6	158,5	212,8
15,1	49,6	48,4	68,2	Établissements de crédit et assimilés	- 8,0	- 13,3	0,2	- 10,8
16,7	42,5	29,0	32,1	Sociétés non financières	12,5	23,9	10,6	2,6
-	25,9	-	1,0	Autres émetteurs résidents	- 0,9	23,6	- 3,2	- 4,5
97,1	348,8	284,6	365,2	Ensemble des résidents	68,3	230,8	166,2	200,1
-	-	6,0	6,0	Non-résidents	-	- 0,3	3,3	3,2
97,1	348,8	290,7	371,3	TOTAL	68,3	230,5	169,5	203,3
6,7	17,4	12,2	13,7	dont émissions en écus (b)	6,7	17,4	12,2	13,7
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
9,3	21,9	2,4	6,9	Établissements de crédit et assimilés	7,1	- 2,2	- 18,0	- 19,3
0,8	4,7	4,3	4,3	Sociétés non financières	0,3	3,5	3,8	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
10,1	26,5	6,7	11,2	Ensemble des résidents	7,3	1,3	- 14,1	- 16,8
37,7	101,4	30,0	37,4	Non-résidents	31,8	88,8	12,7	17,8
47,8	127,9	36,7	48,7	TOTAL	39,1	90,1	- 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 09

Mise à jour le 22 novembre 1996

D'un trimestre à l'autre, les émissions brutes de l'État ont régressé de 86 milliards de francs à 65 milliards.

La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur quatre lignes d'OAT, respectivement à 8 ans (5,1 milliards de francs sur l'OAT 8,25 % février 2004), à 10 ans (30,3 milliards de francs sur l'OAT 6,50 % octobre 2006¹ et 15,1 milliards sur l'OAT à taux révisable, également à échéance octobre 2006, référencée sur le taux à échéance constante à 10 ans TEC10) et à 15 ans (4,2 milliards sur la ligne 6,50 % avril 2011). Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une baisse significative en août, avant de remonter en septembre (6,50 %), affichant néanmoins une diminution de 5 points de base par rapport à l'adjudication du mois de juin 1996.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 3,9 milliards de francs.

Le complément provient du règlement des adjudications d'OAT en écus¹ portant sur la ligne 7 % avril 2006 (créeée en mai). Le montant nominal émis s'est élevé à 1 048 millions d'écus, pour environ 6,7 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 7,07 %, puis 6,90 % et 6,82 % lors de chacune des adjudications, contre 7,11 % en juin 1996.

Les remboursements d'emprunts effectués au troisième trimestre 1996 ayant été très limités (moins de 1 milliard de francs), la collecte nette de l'État s'est finalement établie à 65 milliards (contre 86 milliards le trimestre précédent) et demeure nettement prépondérante sur le marché intérieur, avec près de 95 % des émissions nettes des résidents.

La collecte brute des *autres émetteurs résidents* a diminué de 15 milliards de francs d'un trimestre à l'autre, pour s'établir à 42 milliards environ, dont 7 milliards d'émissions en eurofrancs et près de 3 milliards en euro-écus.

Les *établissements de crédit* ont recueilli 24,4 milliards de francs (soit près de 60 % de ces fonds). Les *banques* ont levé 7 milliards de francs (comme au trimestre précédent), les *sociétés financières* ont recueilli 4 milliards (5 milliards le trimestre précédent) et les *institutions financières spécialisées* plus de 13 milliards (7 milliards auparavant). Les *caisses d'épargne* n'ont quasiment pas émis au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit a enregistré un nouveau déficit de 1 milliard de francs, après 2 milliards au deuxième trimestre.

Les *sociétés non financières* ont accru, d'un trimestre à l'autre, leur appel au marché (17,5 milliards de francs, contre 11 milliards le trimestre précédent). Les *grandes entreprises nationales* ont collecté 7 milliards de francs et les *autres sociétés non financières* ont de nouveau levé 11 milliards de francs. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un excédent de 13 milliards de francs, après 6 milliards au deuxième trimestre 1996.

1.3. Les principaux événements intervenus au cours du troisième trimestre 1996

Sur le marché primaire obligataire, une réforme importante de l'eurofranc a été annoncée en juillet. Dorénavant, l'agrément de la direction du Trésor n'est plus nécessaire aux établissements étrangers pour pouvoir diriger des émissions en eurofrancs. Cette décision prise par le ministre de l'Économie et des Finances, Jean Arthuris, devrait favoriser l'arrivée de nouveaux intervenants sur le marché de l'eurofranc, notamment celle des émetteurs nippons qui recourent à des banques japonaises pour diriger leurs émissions.

Le Trésor a émis pour 15 milliards de francs d'OAT indexées sur le nouvel indice TEC10 au cours du troisième trimestre. Cette nouvelle référence, qui connaît un réel succès, a également été utilisée lors d'émissions de la Caisse française de développement, de la Caisse nationale du crédit agricole et de la Banque nationale de Paris sur le marché intérieur pour un montant total proche de 3 milliards de francs.

De nouveaux émetteurs sont apparus sur le marché de l'eurofranc, notamment TEPCO (l'équivalent japonais d'EDF) pour une émission de 4 milliards de francs.

Les émissions de titres à caractère action ont été de faible ampleur lors du troisième trimestre. Des émissions d'obligations convertibles ont été lancées par Cerus, afin de rembourser un prêt, par Gaumont et par Gel 2000 (respectivement 1 milliard de francs, 200 millions et 11 millions).

¹ En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1996, le Trésor a renforcé son objectif de régularité en procédant à des adjudications mensuelles (et non plus bimestrielles) de BTAN ou d'OAT en écus.

1.4. Les encours à fin septembre 1996

DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS(a)					
	(en valeur nominale – en milliards de francs)				
	Fin 1989	Fin 1993	Fin 1994	Fin 1995	Sept. 1996
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	2 324	3 215	3 411	3 601	3 813
– par les non-résidents	24	30	33	37	36
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
– par les résidents	12	85	97	114	131
– par les non-résidents	1	1	1	1	1
DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	17	292	337	326	326
– par les non-résidents	19	193	269	291	379
DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
– par les résidents	13	53	53	48	48
– par les non-résidents	10	12	8	4	4
TOTAL	2 421	3 881	4 209	4 421	4 739
dont dette émise par les résidents	2 365	3 645	3 898	4 088	4 318
dont dette émise par les non-résidents	55	237	312	333	421

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international cotés à la Bourse de Paris
Contrevaleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis en cours historique à partir de cette date

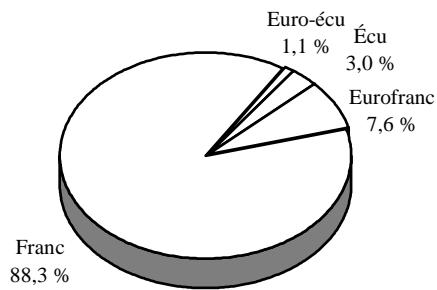
Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 22 novembre 1996

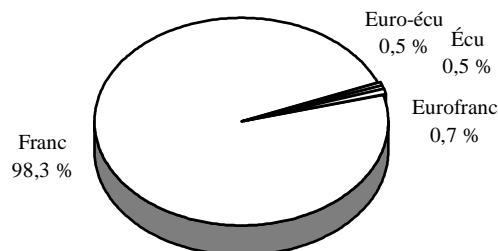
Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* dépassait 4 300 milliards de francs à fin septembre 1996, contre un peu moins de 2 400 milliards à fin décembre 1989. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de 1 % à presque 9 %), ainsi que l'accroissement relatif de la dette libellée en écus qui représentait 4 % de l'encours global à fin septembre 1996, contre 1 % en 1989.

DETTE OBLIGATAIRE DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Septembre 1996



Fin 1989



Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 22 novembre 1996

2. Le marché des actions¹

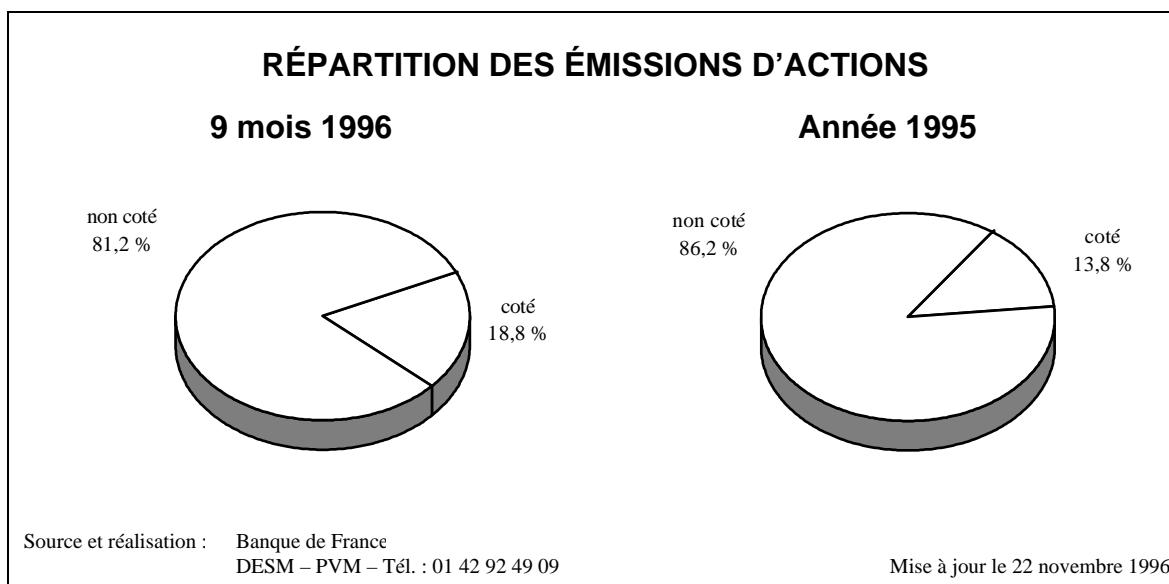
Les émissions d'actions sont passées de 44 milliards de francs à 63 milliards d'un trimestre à l'autre. Au terme des neuf premiers mois, les émissions d'actions réglées en numéraire ont atteint 188 milliards de francs en 1996, contre 191 milliards en 1995². Les émissions de titres cotés ont progressé de 32 milliards de francs à 35,5 milliards sur les périodes correspondantes. Elles ont représenté près de 19 % du montant total des émissions d'actions, contre 14 % pour l'ensemble de l'année 1995.

	ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT				
	2 ^e trim. 1996	3 ^e trim. 1996	9 mois 1996	9 mois 1995	Année 1995
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT).....	–	–	0,1	0,1	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS.....	7,3	2,8	11,7	17,9	19,2
dont banques.....	4,1	2,2	6,9	12,2	13,1
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES..	35,5	60,3	172,1	169,5	235,0
– GEN (y compris PTT).....	–	3,5	3,5	7,8	7,8
– autres sociétés.....	35,5	56,8	168,7	161,7	227,2
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	0,8	0,2	4,3	3,6	6,3
NON-RÉSIDENTS.....	–	–	–	–	–
TOTAL ÉMIS (a)	43,6	63,3	188,2	191,1	260,5
dont émissions de titres cotés (b).....	7,1	17,0	35,5	32,0	35,9
dont émissions avec appel public à l'épargne (c).....	5,0	19,5	34,1	35,7	38,4

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international ainsi que les augmentations de capital simultané entre une société-mère et sa filiale
(b) Cote officielle et second marché
(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la CO

Sources : Société des bourses françaises – Banque de France (depuis avril 1995)
Réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 22 novembre 1996



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

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