

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 39**

**MARS 1997**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

### *La situation dans les principaux pays étrangers*

La croissance est restée soutenue aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne en ce début d'année, alors que l'activité montre quelques signes de redressement en Allemagne. Seules la situation de l'Italie et, dans une moindre mesure, celle du Japon, sont encore peu dynamiques, en partie du fait de la faiblesse de la demande intérieure. L'inflation connaît une tendance générale à la baisse, sauf en Allemagne et au Royaume-Uni. Si, au cours du mois de février, l'évolution des taux à court terme a été contrastée, les taux à long terme ont, en revanche, bénéficié d'un mouvement de repli généralisé.

### *L'évolution des principales devises en février*

Le dollar a progressé contre franc et contre deutschemark et, dans une moindre mesure, contre yen. Sa hausse, soutenue par les bonnes statistiques américaines, a retenu l'attention des autorités monétaires du G 7, qui, à l'issue du sommet du 8 février, ont indiqué que les grands déséquilibres entre les devises constatés en avril 1995 avaient été corrigés. Au sein du mécanisme de change européen, le franc a évolué dans un couloir étroit de fluctuation vis-à-vis du deutschemark. Ce dernier a d'abord reculé, à la suite de la publication de mauvais chiffres de l'emploi, puis s'est ressaisi ; ses fluctuations ont été plus amples vis-à-vis des pays du Sud de l'Europe, en raison des incertitudes des opérateurs quant à la participation de ces derniers à l'union monétaire. La livre irlandaise est apparue bien orientée. Parmi les autres monnaies européennes, le franc suisse a eu tendance à reculer et la livre sterling a connu une évolution heurtée.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en février*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a poursuivi sa progression dans l'ensemble des secteurs. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement accru.

La demande globale progresse à un rythme modéré. Les marchés étrangers offrent des débouchés importants, en particulier en Europe du Nord, aux États-Unis et en Asie ; la hausse du dollar et de la livre sterling renforce la compétitivité des produits français. Le marché intérieur progresse à un rythme nettement plus modéré.

Les carnets de commandes sont jugés satisfaisants dans tous les secteurs, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont légèrement dégarnis et apparaissent insuffisants. Les stocks de produits finis dépassent encore quelque peu la normale.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer d'augmenter dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile.

Les cours des matières premières sont restés stables dans l'ensemble. Des hausses ont été observées dans certains secteurs des biens intermédiaires et dans les industries agro-alimentaires. En raison de l'intensité de la concurrence, elles n'ont pas été répercutées dans les prix de vente, qui n'ont guère varié, sauf dans l'industrie automobile où ils se sont contractés.

Les chefs d'entreprise continuent de faire preuve de prudence en matière d'investissement. Peu de projets d'envergure sont retenus : ils concernent surtout le renouvellement du matériel existant ou la modernisation des équipements installés.

Après une importante progression en janvier, l'activité commerciale s'est contractée en février.

Les effectifs sont restés stables dans l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils ont diminué ; ils n'ont guère évolué dans le commerce et les services marchands mais ont fléchi dans le bâtiment.

### **La balance des paiements en décembre**

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial* (11,3 milliards de francs) constitue le troisième meilleur résultat de l'année 1996 après octobre (16,7 milliards) et août (13,1 milliards). Pour l'ensemble de l'exercice, le solde positif s'élève à 122,3 milliards de francs en données brutes, contre 97,8 milliards en 1995, les exportations progressant de 3,8 % et les importations de 2,2 %.

Le *compte de transactions courantes* a dégagé, en décembre, un excédent de 13,6 milliards de francs en données brutes (contre 2,8 milliards en novembre) et de 2,4 milliards en données cvs (contre 7,3 milliards). Pour l'ensemble de l'année, le solde positif atteint 101 milliards de francs en données brutes, soit 1,3 % du PIB, contre 0,9 % (donnée révisée) en 1995, ratio le plus élevé depuis 1946 avec ceux des années 1961 et 1978.

Le *compte financier* s'est soldé, en données brutes, par des sorties nettes de 29,7 milliards de francs, portant à 98,1 milliards leur total pour l'année 1996. Les *investissements directs* ont donné lieu à des sorties de capitaux à hauteur de 6,4 milliards de francs, leur déficit pour l'exercice s'établissant à 27,9 milliards. Les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine de 21,7 milliards de francs de placements nets à l'étranger, le total des sorties de l'année 1996 s'élevant à 298,3 milliards. Les *autres investissements* ont fait apparaître un quasi-équilibre entre les avoirs (67,8 milliards de francs) et les engagements (69,4 milliards) et ont dégagé, sur l'ensemble de l'année, des entrées de 229,3 milliards, contre des sorties de 109,1 milliards en 1995. Les *avoirs de réserve*, stables en décembre, ont augmenté de 1,2 milliard de francs sur l'année (3,6 milliards en 1995).

### **Les marchés de capitaux en février**

Les compartiments court et long du marché des capitaux français ont enregistré des évolutions différenciées : les taux à court terme se sont légèrement tendus sur les échéances supérieures à trois mois, tandis que les rendements obligataires poursuivaient le mouvement de repli engagé depuis le début de l'année.

Les taux d'intérêt à court terme ont suivi une évolution assez heurtée. Après une brève remontée en début de mois, ils se sont progressivement détendus, avant de se stabiliser durant la deuxième décennie. Ils ont néanmoins enregistré une nouvelle tension, assez sensible sur les échéances les plus longues, au cours des dix derniers jours du mois. Ce mouvement de consolidation reflète la disparition des anticipations d'une poursuite du processus de détente monétaire de part et d'autre du Rhin, dans un contexte marqué par l'apparition de divers signes de redressement de l'activité économique.

Les rendements obligataires à long terme se sont, en revanche, globalement détendus, cette évolution recouvrant deux phases bien distinctes : un repli au cours des trois premières semaines, dans le prolongement de la bonne orientation du marché américain ; une légère tension par la suite, sous l'effet du retournement de ce dernier lié au renforcement des anticipations d'un resserrement de la politique monétaire américaine à plus ou moins brève échéance.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 360,5 milliards de francs à la fin du mois, contre 1 380,9 milliards en janvier. Ce léger fléchissement résulte du recul de l'encours des certificats de dépôt (- 35,6 milliards de francs), partiellement compensé par une progression de ceux des bons des institutions et sociétés financières (+ 2,6 milliards) et des billets de trésorerie (+ 13,6 milliards). Avec un montant de 458,3 milliards de francs, l'encours des bons à moyen terme négociables est resté proche de son niveau du mois précédent.

Les taux de rendement à l'émission se sont faiblement érodés pour les échéances au plus égales à six mois ; ils ont évolué de façon plus erratique pour les durées plus longues. Le volume d'émission réalisé sur les termes inférieurs à un mois s'est sensiblement accru pour l'ensemble des titres courts.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une nouvelle diminution des taux à long terme, qui a permis au contrat notionnel du Matif d'établir un nouveau record, les émissions obligataires réglées en février ont fortement progressé. L'activité sur le marché primaire obligataire s'est amplifiée sur le marché intérieur, avec le retour de la Cades (10 milliards de francs), comme sur celui de l'eurofranc, avec notamment l'émission du premier « *parallel bond* » en francs par la République d'Autriche.

Dans un contexte de hausse persistante des principaux marchés mondiaux, la Bourse de Paris a poursuivi sa progression, à un rythme toutefois légèrement inférieur à celui du mois de janvier.

## Les agrégats monétaires

Les moyens de paiement (*M1*) ont diminué en janvier de 2,2 %, leur progression annuelle s'établissant à 0,8 %. L'agrégat *M2*, qui comprend *M1* et les placements à vue à taux réglementé, a également reculé (- 0,3 %) ; sa croissance annuelle reste néanmoins soutenue (3,3 %). L'agrégat *M3*, composé de *M2* et des placements liquides rémunérés à taux de marché, a fléchi de 0,5 % (- 28,9 milliards de francs cvs) et enregistre une baisse de 2,9 % sur un an. Cette baisse reflète en premier lieu l'essor des placements d'épargne contractuelle, qui est resté très soutenu.

L'agrégat *P1* a progressé de 1,8 % en janvier (+ 34 milliards de francs cvs) et de 17,2 % sur un an. Au total, l'ensemble des placements recensés dans *M3 + P1* a été quasiment stable en janvier (+ 0,1 %) et s'est accru de 1,8 % en un an. Les autres placements à long terme (notamment l'assurance-vie) sont toujours dynamiques.

L'*endettement intérieur total* a très peu varié en décembre 1996 (- 0,1 %). En un an, il progresse de 2,6 %. L'endettement de l'État s'est accru de 8,5 % en 1996, traduisant une décélération notable (13,4 % en 1995). L'encours des crédits à l'économie, en baisse de 1,2 % en décembre 1996, a diminué de 2,5 % en un an, le taux d'autofinancement du secteur productif demeurant significativement supérieur à 100 %. On observe, enfin, une nette reprise de la distribution des prêts nouveaux, dont la progression en 1996 est estimée à 15,8 %.

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

#### Le gouvernement et la politique générale

##### *Les entreprises publiques*

- 7 février** Le Parlement adopte définitivement le projet de loi portant réforme de la SNCF, qui confie notamment la gestion des infrastructures à un nouvel organisme, Réseau ferré de France.
- 19 février** Le gouvernement annonce qu'il cédera sa participation de 58 % dans le capital de Thomson CSF selon une procédure de gré à gré avec cahier des charges.
- 26 février** Le gouvernement annonce qu'il apportera FRF 20 milliards au GAN, répartis entre une recapitalisation de 11 milliards, financée par les recettes de privatisation, et une garantie de 9 milliards sur les risques immobiliers.

##### *L'emploi des jeunes*

- 10 février** À l'occasion de la Conférence nationale sur l'emploi des jeunes, les partenaires sociaux donnent leur accord aux stages en entreprises, baptisés « unités de première expérience professionnelle », qui seront opérationnels dès la rentrée de septembre 1997. Ils s'engagent également à porter de 330 000 en 1996 à 400 000 en 1997 le nombre de jeunes entrant en contrat de qualification ou d'apprentissage. Le Premier ministre annonce, par ailleurs, que la prime de FRF 7 000 pour les contrats de qualification sera rétablie, que FRF 70 millions de crédits seront inscrits dans les contrats États-Régions pour développer la formation en alternance et que la prime à l'apprentissage sera octroyée aux collectivités territoriales. Des quotas sont aussi prévus pour l'embauche des jeunes dans les postes libérés par les préretraités ou créés par la loi Robien.

##### *Les finances publiques*

- 12 février** En 1996, le déficit budgétaire s'est élevé à FRF 295 milliards, soit 4,1 % du PIB.

##### *La fonction publique*

- 12 février** Le gouvernement annonce une revalorisation unilatérale des salaires des fonctionnaires de 0,5 % au 1<sup>er</sup> mars et de 0,5 % au 1<sup>er</sup> octobre.
- 20 février** Les députés adoptent en première lecture une proposition de loi instaurant une prime de FRF 6 000 pour les employeurs publics accueillant un jeune en apprentissage.

### ***Les prêts bonifiés***

**14 février** Le ministre de l'Économie et des Finances annonce que les artisans, restaurateurs et commerçants de l'alimentation de détail bénéficient désormais de prêts bonifiés par l'État, à 3,5 %. L'enveloppe prévue à cet effet est de FRF 3 milliards.

### ***Les fonds de pension***

**20 février** Adoption définitive de la loi sur les fonds de pension par le Parlement.

### ***La protection sociale***

**24 février** Selon l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale, l'exercice 1996 s'est achevé sur un déficit de trésorerie du régime général de FRF 54,2 milliards, soit 2,7 milliards de plus que prévu. En 1997, le déficit devrait atteindre FRF 35,2 milliards, soit 4,8 milliards de plus que le chiffre entériné par le Parlement.

### ***La cohésion sociale***

**26 février** Le Conseil des ministres adopte le projet de loi de cohésion sociale, qui crée notamment, pour les bénéficiaires de minima sociaux, un contrat de travail en collectivité locale ou en association, le CIL, payé au SMIC et financé à parité par l'employeur et par l'État.

## **La Banque de France et la politique monétaire**

**13 février** Le Conseil de la politique monétaire décide d'exonérer les opérations de pensions livrées de l'obligation de constituer des réserves obligatoires.

## **Les principaux indicateurs conjoncturels**

### ***Le PIB au quatrième trimestre***

**27 février** Selon l'INSEE, le PIB a progressé de 0,2 % au quatrième trimestre et de 1,3 % sur l'ensemble de l'année.

### ***Les perspectives d'activité***

**13 février** Selon l'INSEE, les industriels prévoient une croissance de leurs investissements de 2 % en valeur en 1997.

L'OCDE prévoit une progression du PIB de 2,5 % cette année et de 2,6 % en 1998.

### ***La production industrielle***

**21 février** En décembre, la production industrielle (hors énergie et agro-alimentaire) a progressé de 0,8 %. En glissement annuel, sa hausse est restée limitée à 1,1 %.

### **Les créations et les défaillances d'entreprises**

**19 février** En janvier, le nombre de créations d'entreprises est revenu à 22 900, contre 24 660 en décembre, selon les données cvs de l'INSEE.

**25 février** En septembre, les défaillances d'entreprises prononcées par les tribunaux sont restées stables par rapport au mois précédent, selon les données recensées par l'INSEE. Sur l'ensemble de l'année, elles auraient augmenté de 9,0 %, selon la Société française d'assurance crédit (SFAC), et de 1,2 %, selon la Société SCRL, après deux années de baisse.

### **Le logement**

**25 février** En 1996, les ventes d'appartements neufs ont augmenté de 18 %, à 63 450 transactions, tandis que le marché de la maison individuelle est resté stable, avec 9 173 ventes, selon le ministère de l'Équipement.

En janvier, les mises en chantier de logements ont diminué de 15,3 % sur un an.

### **La consommation des ménages**

**26 février** En janvier, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 1,9 %, après un recul de 1,3 % (chiffre révisé) en décembre, selon l'INSEE.

### **Les immatriculations d'automobiles**

**3 février** En janvier, les immatriculations ont chuté de 33,6 % sur un an.

### **L'emploi**

**21 février** Malgré un petit sursaut au quatrième trimestre (+ 0,1 %), l'emploi salarié a diminué de 0,1 % (- 10 000) sur l'ensemble de l'année 1996, après avoir progressé de 0,8 % en 1995 et de 1,3 % en 1994, selon l'INSEE.

**28 février** En janvier, le nombre des demandeurs d'emploi est remonté à 3 099 800, en hausse de 0,6 % sur un mois et de 3,1 % sur un an. Le taux de chômage au sens du BIT est resté inchangé, à 12,7 % de la population active.

### **Les salaires**

**21 février** Au quatrième trimestre, le salaire horaire ouvrier a progressé de 0,6 %, ce qui porte sa hausse sur l'année à 2,9 %, tandis que le salaire mensuel de base de l'ensemble des salariés augmentait respectivement de 0,5 % et de 2,3 %.

### **Les prix**

**25 février** Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont augmenté en janvier de 0,3 % sur un mois et de 1,8 % sur un an.

### **Les comptes extérieurs**

**19 février** En novembre, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 8 milliards (données cvs), après 13,4 milliards en octobre. Sur les onze premiers mois de l'année, l'excédent cumulé s'élève à FRF 104,5 milliards, contre 76,6 milliards pour la période correspondante de 1995.

**25 février** En décembre, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 11,3 milliards (données cvs), portant l'excédent cumulé sur l'ensemble de l'année à FRF 122,3 milliards, contre 97,5 milliards en 1995.



## 2.2. Étranger

- 3 février** Aux États-Unis, l'indice d'activité des directeurs d'achat est en baisse, à 52 en janvier, contre 54 en décembre.
- 4 février** En Allemagne, hausse de la production industrielle de 1,4 % en décembre.  
Aux États-Unis, progression de 0,1 % des indicateurs avancés et baisse de 1,0 % des ventes de logements neufs en décembre.
- 6 février** En Allemagne, hausse de 160 000 du nombre des demandeurs d'emploi en janvier ; le taux de chômage s'établit à 12,2 %, contre 10,8 % en décembre.
- 7 février** Aux États-Unis, 271 000 créations d'emplois non agricoles et taux de chômage de 5,4 % en janvier.
- 8 février** À l'issue du sommet de Berlin, le G 7 considère que les déséquilibres sur les marchés de change, constatés en avril 1995, ont été corrigés.
- 10 février** Au Japon, le surplus de la balance des paiements courants ressort à JPY 820 milliards en décembre.  
Au Royaume-Uni, chiffres d'inflation plus faibles que prévu en janvier : hausse de 0,2 % (la plus faible depuis octobre 1986), portant à + 1,5 % le glissement annuel.
- 12 février** Au Royaume-Uni, diminution du nombre de demandeurs d'emploi de 67 800 en janvier, le taux de chômage s'établit à 6,5 %.
- 13 février** Aux États-Unis, hausse des ventes de détail de 0,6 % en janvier.  
Au Royaume-Uni, l'indice des prix de détail est inchangé en janvier, avec un glissement annuel de + 2,8 %.
- 14 février** Aux États-Unis, baisse de 0,3 % des prix à la production et stabilité de la production industrielle en janvier.
- 17 février** En Allemagne, révision à la hausse des chiffres définitifs du coût de la vie pour le mois de janvier, à + 1,8 % en rythme annuel.
- 19 février** Aux États-Unis :  
– hausse plus faible que prévu des prix à la consommation (+ 0,1 %, et + 0,1 % hors alimentation et énergie) en janvier ;  
– hausse du déficit commercial à USD 10,29 milliards en décembre, contre 7,9 milliards en novembre, et réduction du déficit commercial américano-nippon à USD 4,265 milliards, contre 4,316 milliards en novembre.  
Au Royaume-Uni, progression de 0,6 % des ventes de détail en janvier.
- 20 février** En Allemagne, l'indice IFO pour le mois de janvier est en hausse, à 93,3 (contre 90,9 en décembre).  
En Allemagne, hausse plus importante que prévu de M3 pour janvier (8,6 % par rapport au quatrième trimestre 1995, contre 7,9 % en décembre).
- 21 février** Au Royaume-Uni, croissance du PIB de 0,8 % au quatrième trimestre.
- 26 février** Aux États-Unis, au cours du « Humphrey-Hawkins Testimony » devant le Congrès, M. Greenspan déclare que, compte tenu des délais de répercussion de la politique dans l'économie, il n'exclut pas « une situation dans laquelle un durcissement préventif de la politique monétaire deviendrait approprié ».  
Au Royaume-Uni, le déficit commercial global de décembre s'élève à GBP 845 millions, plus faible qu'attendu.

**27 février** Aux États-Unis, vive progression des commandes de biens durables (3,6 %) en janvier.

**28 février** Aux États-Unis, révision à la baisse du PIB au quatrième trimestre 1996 (+ 3,9 %, contre 4,7 % initialement).

Aux Pays-Bas, la Banque centrale relève de 20 points de base son taux des avances spéciales, à 2,70 %. Le dernier ajustement du taux des avances spéciales s'est effectué en août 1996. Le taux des avances sur billets à ordre, fixé à 2,0 %, reste inchangé.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

La croissance est restée soutenue aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Espagne en ce début d'année, alors que l'activité montre quelques signes de redressement en Allemagne. Seule la situation de l'Italie et, dans une moindre mesure, du Japon est encore peu dynamique, en partie du fait de la faiblesse de la demande intérieure. L'inflation connaît une tendance générale à la baisse, sauf en Allemagne et au Royaume-Uni. Si l'évolution des taux à court terme au cours du mois de février est contrastée, les taux à long terme ont, en revanche, bénéficié d'un mouvement de repli généralisé.

Aux **États-Unis**, la croissance a été revue en baisse pour le dernier trimestre de l'année 1996, à 3,9 %, contre 4,7 % précédemment annoncés, ce qui porte à 2,4 % l'évolution du PIB en moyenne annuelle en 1996. En début d'année, la consommation a été dynamique en janvier, avec une hausse de 0,6 % sur un mois des dépenses réelles des ménages, qui avaient stagné en décembre. Le secteur de l'immobilier a été bien orienté en dépit de la hausse des taux hypothécaires : les ventes de maisons individuelles ont progressé de 8,9 %, après 0,5 % en décembre, les dépenses de construction se sont accrues de 0,4 %, contre un repli de 0,9 % en décembre, les mises en chantier de logements ont augmenté de 2 %, après une baisse de 11 % en décembre. Enfin, si la production industrielle (hors bâtiment) est restée stable en janvier, en revanche les commandes se sont accrues de 2,5 %, après deux mois de repli, ce qui anticipe un raffermissement dans les mois qui viennent, tout particulièrement dans le secteur des biens durables. Dans ce contexte, la croissance de l'emploi a été forte en février, les créations nettes de postes s'élevant à 339 000, après 247 000 en janvier, et le taux de chômage est revenu de 5,4 % à 5,3 %.

Au **Japon**, la conjoncture reste peu dynamique. Les dépenses réelles de consommation des ménages ont baissé de 0,6 % en décembre, en glissement annuel, après une hausse de 1,7 % en novembre, soit un recul de 0,1 % en moyenne au dernier trimestre. Le secteur de l'immobilier s'est sensiblement affaibli en début d'année, les mises en chantier de logements enregistrant en janvier un glissement annuel négatif (- 1,9 %) pour la première fois depuis onze mois. En revanche, la production industrielle a progressé de 5,3 % sur un mois en janvier (8,5 % sur un an), confirmant le rebond de l'activité industrielle, après un premier semestre très déprimé. Le taux de chômage est demeuré en janvier au niveau de 3,3 % atteint en novembre. L'excédent des paiements courants (en données cvs) s'est élevé en janvier à 797,3 milliards de yens, contre 580,7 milliards en décembre et 593,3 milliards il y a un an.

En **Allemagne**, alors que les derniers mois de l'année 1996 ont été relativement moroses, les premiers indicateurs pour janvier et février de cette année témoignent d'un certain raffermissement de l'activité, bien que le contraste s'accroisse entre le marché intérieur, plutôt déprimé, et les débouchés externes, plus prometteurs. Au quatrième trimestre, le produit intérieur brut est resté stable par rapport au trimestre précédent, après + 0,5 % au troisième trimestre et + 1,5 % au deuxième trimestre. En moyenne annuelle, en 1996, la croissance du PIB allemand demeure inchangée à 1,4 %. En données brutes, l'excédent commercial allemand a légèrement diminué pour s'établir à 7,2 milliards de deutschemarks, après 9,8 milliards en novembre. Au total, sur l'année 1996, l'excédent commercial allemand s'est élevé à 97,6 milliards de deutschemarks, après 85,3 milliards en 1995 (+ 14 %). L'indice des conditions des affaires de l'Institut IFO s'est redressé en janvier, après deux mois de baisse, en s'établissant à 93,3, après 90,9 en novembre. Cette reprise a été confirmée par le chiffre des commandes à l'industrie, qui ont progressé de 2,4 % en janvier, après - 1,9 % en décembre (+ 4,6 % sur un an à fin janvier). Si les commandes intérieures ont reculé pour le troisième mois consécutif, les commandes de l'extérieur ont augmenté de 7,1 %. La production industrielle allemande a reculé de 1,7 % en janvier (après + 0,8 % en décembre), sous l'influence du fléchissement de la production du BTP, qui s'est affaiblie de 25 % en raison de conditions climatiques difficiles. Hors BTP, cependant, la production industrielle a progressé de 1,4 %. Les prix à l'importation ont accéléré en janvier (+ 0,6 %, en données cvs, et + 2,6 % sur douze mois), principalement en raison de la hausse des produits pétroliers. Les prix à l'exportation ont, quant à eux, progressé de 0,2 % en janvier et de 0,5 % sur un an. Le taux de chômage en février est resté inchangé, à 11,3 % (données cvs) de la population active.

Au **Royaume-Uni**, l'activité est restée soutenue en fin d'année 1996 : la croissance du PIB, corrigée des variations saisonnières, a augmenté de 0,8 % au dernier trimestre par rapport au trimestre précédent. La production industrielle a connu une hausse de 0,9 % par rapport au trimestre précédent, soutenue par le secteur de l'énergie (en raison d'un hiver précoce dans le pays) et de l'eau. La croissance de l'activité des services, entraînée par le dynamisme du secteur financier, a également enregistré une hausse sensible (0,9 %). En volume, la consommation des ménages a augmenté de 0,9 % par rapport au trimestre précédent, alors que la FBCF enregistre une hausse de 0,2 %. Sur l'ensemble de l'année 1996, le PIB s'est accru de 2,3 %, après 2,5 % en 1995. Plus récemment, les ventes au détail ont progressé de 0,6 % sur un mois en janvier, contre un repli de 0,8 % en décembre, en raison d'une consommation des ménages plus terne que prévue en périodes de fêtes. Les ventes sont cependant supérieures de près de 4,6 % à leur niveau de l'année dernière. L'indice des directeurs d'achats, malgré une légère baisse en février, reste au-dessus de la barre des 50, faisant ressortir une progression de l'activité manufacturière pour le neuvième mois consécutif. La production industrielle a d'ailleurs vivement progressé en février, enregistrant sa plus forte croissance depuis novembre 1994, les entreprises ayant exécuté des commandes en souffrance et reconstitué leurs stocks de produits finis. De plus, le niveau des commandes intérieures est resté élevé, mais celles en provenance de l'étranger n'ont que faiblement progressé, en raison de la fermeté croissante de la livre sterling. Enfin, le déflateur implicite du PIB a progressé de 0,5 %, après 1,1 % au trimestre précédent, soit une hausse de 3,1 % sur un an, contre 2,1 % douze mois plus tôt. Par ailleurs, l'évolution des salaires demeure relativement préoccupante, avec une progression du salaire moyen de 4,25 % sur un an en décembre dernier.

Le chômage a poursuivi son recul en janvier, le nombre de demandeurs d'emploi diminuant de 67 800 personnes : il s'agit du onzième mois consécutif de baisse de cet indicateur. Le taux de chômage a ainsi atteint son plus bas niveau en six ans, à 6,5 % de la population active, après 6,7 % en décembre et 7,5 % sur l'ensemble de l'année 1996.

En **Italie**, l'activité reste déprimée : le PIB n'a augmenté que de 0,5 % sur un an au dernier trimestre 1996, selon des données encore provisoires (après 0,7 % sur un an au troisième), et d'un trimestre à l'autre, s'est replié de 0,1 %, après une hausse de 0,6 % sur les trois mois précédents. Au total, en moyenne sur l'année, le PIB a augmenté de 0,8 %, après 2,9 % en 1995. Le recul très net de la production industrielle traduit le ralentissement de l'activité intérieure en 1996 (en particulier, un faible niveau de la demande des ménages), ainsi qu'une forte contraction de la demande externe, les exportations étant freinées par l'appréciation du taux de change et par le recul de la croissance des marchés extérieurs. La confiance des entreprises reste d'ailleurs à l'heure actuelle à un niveau assez bas, la plupart des branches d'activité ayant vu leur production diminuer et les taux d'utilisation des capacités ayant encore baissé en fin d'année.

En **Espagne**, le PIB a enregistré une progression de 0,8 % au dernier trimestre 1996 par rapport au trimestre précédent et de 2,6 % sur un an, après une hausse de 0,6 % et 2,2 %, respectivement, au troisième trimestre. Ces derniers chiffres portent la progression de l'activité sur l'année 1996 à 2,2 %, après une augmentation de 2,8 % en 1995. Au quatrième trimestre, une part significative de la croissance a été imputable au rebond de la demande extérieure, alors que les composantes de la demande intérieure ont connu une progression plus faible. La consommation privée, élément le plus dynamique de la demande intérieure, a progressé de 0,5 % par rapport au trimestre précédent, alors que la consommation publique, freinée par le plan de rigueur budgétaire n'a enregistré qu'une hausse de 0,2 %. La FBCF a reculé de 0,2 % par rapport au trimestre précédent, malgré une augmentation de 0,5 % des investissements en biens d'équipement : en effet, le secteur du bâtiment a baissé de 0,6 % au cours de la même période, la chute des commandes publiques venant s'ajouter à l'atonie déjà avérée du secteur. Au total, la demande intérieure a progressé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent. Les importations progressent de 1,1 % au quatrième trimestre et les exportations de 2,5 %, ce qui souligne la compétitivité actuelle de l'économie espagnole.

Le nombre des demandeurs d'emploi a, par ailleurs, diminué de 0,6 % par rapport au trimestre précédent et de 2,4 % sur un an au dernier trimestre 1996, le taux de chômage s'inscrivant à 21,78 % de la population active, après 21,9 % au trimestre précédent. Ainsi, en 1996, le taux de chômage moyen a atteint 22,22 %, contre 22,94 % l'année précédente.

Le glissement annuel des **prix à la consommation** s'est réduit en janvier, en Espagne (2,9 %, après 3,2 % en décembre) et aux États-Unis (3,0 %, après 3,3 %) ; et il a également diminué en Italie, en février (2,4 %, après 2,6 % en janvier). Il est resté inchangé au Japon en janvier (0,6 % sur un an). En revanche, la hausse des prix sur un an a connu, en janvier, une accélération en Allemagne (1,8 %, après 1,4 %) et au Royaume-Uni (2,8 %, après 2,5 %).

Les **taux d'intérêt** à court terme ont connu une évolution contrastée suivant les pays au cours du mois de février : ils se sont légèrement détendus aux États-Unis et plus fortement au Royaume-Uni (6,22 %, après 6,36 % en janvier), ainsi qu'en Espagne (5,91 %, après 6,01 %). Ils sont restés quasiment stables au Japon, mais se sont, en revanche, faiblement tendus en Allemagne (3,18 %, après 3,14 %) et plus nettement en Italie (de près de 14 points de base).

Les taux à long terme ont reculé dans l'ensemble des pays considérés en février : si les fluctuations ont été peu sensibles au Japon et en Espagne, la baisse est, en revanche, plus prononcée aux États-Unis et en Italie (recul de 16 points de base dans les deux cas), et, de façon encore plus franche, en Allemagne (5,57 %, après 5,79 %), ainsi qu'au Royaume-Uni (7,32 %, après 7,68 %).

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a progressé contre franc (+ 3,55 %) et contre deutschemark (+ 3,47 %). Contre yen, il s'est d'abord apprécié de 2,0 % en début de période, avant de terminer en baisse de 0,41 % sur le mois. Soutenue par les bonnes statistiques américaines, la hausse du dollar a retenu l'attention des autorités monétaires du G 7 qui, à l'issue du Sommet du 8 février, ont indiqué que les grands déséquilibres sur les devises constatés en avril 1995 avaient été corrigés. Au sein du mécanisme de change européen, le franc français a évolué contre deutschemark à l'intérieur d'une étroite fourchette de fluctuation allant de 3,3720 francs à 3,3830 francs pour 1 deutschemark. La monnaie allemande a d'abord reculé, à la suite des mauvais chiffres de l'emploi outre-Rhin, puis s'est ressaisie. Ses fluctuations ont été plus amples vis-à-vis des monnaies des pays du Sud de l'Europe, en raison des incertitudes des opérateurs quant à leur participation à l'Union monétaire. La livre irlandaise est apparue bien orientée. Parmi les autres monnaies européennes, le franc suisse a eu tendance à reculer et la livre sterling a connu une évolution heurtée.

Le dollar s'est apprécié contre **deutschemark** à la faveur de diverses déclarations de responsables du G 7 (MM. Hashimoto, Rubin et Waigel), laissant entendre que les grands pays industrialisés ne chercheraient pas à contrecarrer la progression de la monnaie des États-Unis. Les propos des autorités monétaires tenus lors du G 7 ont indiqué que les grands pays industrialisés cherchaient désormais la stabilité des taux de change et qu'ils n'étaient pas favorables à une poursuite du renforcement du dollar. Celui-ci a toutefois repris sa progression, sous la double influence des bonnes statistiques de l'emploi aux États-Unis (- 271 000 chômeurs en janvier) et de leur forte détérioration en Allemagne (+ 160 000 chômeurs en janvier). Le dollar a ensuite reculé, sous l'effet conjugué de rumeurs d'interventions de la Banque fédérale d'Allemagne, et des déclarations de plusieurs officiels (MM. Lamfalussy et Tietmeyer) indiquant que la correction à la hausse du dollar devait cesser. Les déclarations de M. Greenspan devant le Sénat, laissant présager un prochain relèvement des taux d'intérêt aux États-Unis, ont finalement donné un nouvel élan à la monnaie américaine en fin de période.

Le **dollar** a également progressé contre **yen** en début de période, soutenu par les déclarations précédant le Sommet du G 7. Il a en outre bénéficié des rumeurs de liquidation prochaine de banques japonaises, d'importants arbitrages de portefeuille et de la bonne tenue des marchés de titres américains. Après avoir atteint son plus bas niveau à 124,80 yens pour 1 dollar, le yen s'est ensuite repris pendant la seconde moitié de la période, avec l'évocation par M. Sakakibara, du ministère des Finances, d'interventions concertées au sein du G 7. Les rumeurs de mesures de soutien de la part du gouvernement japonais au système bancaire ainsi que les rapatriements de capitaux japonais à l'approche de la fin de l'année fiscale japonaise (fin mars) ont également soutenu le yen en fin de période.

Les faiblesses de la lire et de la peseta se sont répercutées en début de période sur le **franc français** qui a atteint 3,3830 pour 1 deutschemark avant de se redresser rapidement. Il a ensuite enregistré des fluctuations très limitées dans un couloir compris entre 3,3720 et 3,3800, restant à l'écart des turbulences qui affectaient les monnaies des pays du Sud de l'Europe. Il a été peu influencé par les données statistiques publiées au cours de la période : excédent commercial de 11,3 milliards de francs en décembre, hausse des prix à la consommation de 0,3 % en janvier et progression de 0,2 % du PIB au quatrième trimestre.

La **livre sterling** a connu une évolution heurtée sur la période. Elle a d'abord profité de l'orientation favorable du dollar pour atteindre 9,30 francs, soit son meilleur niveau depuis la sortie de la monnaie britannique du Système monétaire européen le 16 septembre 1992. Sa progression a été aidée par la publication de chiffres sur l'emploi meilleurs qu'attendu, avec un taux de chômage de 6,5 % en janvier, par les commentaires de M. Major sur l'absence d'effet défavorable sur les exportations de la montée de la livre sterling et par un rapport de la Banque d'Angleterre sur l'inflation, préconisant une hausse modérée des taux. La livre sterling a ensuite connu des évolutions plus contrastées, évoluant soit à la baisse, avec le recul des anticipations de relèvement des taux britanniques, soit à la hausse, avec la publication d'une progression de 0,8 % du PIB au quatrième trimestre et d'un déficit commercial plus faible que prévu en décembre.

Parmi les devises scandinaves, la **couronne norvégienne** est restée recherchée en février, en raison des tensions sur le prix du pétrole, atteignant 3,9750 pour 1 deutschemark, son meilleur niveau depuis 4 ans, tandis que la **couronne suédoise** s'est trouvée davantage discutée, en début de période notamment, en raison du coût budgétaire d'un plan de fermeture de centrales nucléaires.

Bénéficiant en début de période d'un certain regain d'intérêt après le « manifeste » d'un groupe d'économistes suisses estimant que leur monnaie était désormais sous-évaluée contre deutschemark, le **franc suisse** a ensuite eu tendance à reculer, après les propos d'un membre de la Banque nationale suisse selon lesquels la faiblesse de la monnaie helvétique n'était pas inquiétante dans le contexte économique actuel.

Les inquiétudes sur l'approbation par Eurostat du dispositif envisagé par l'Italie, pour satisfaire aux critères de Maastricht ainsi que des articles de presse britanniques évoquant un plan destiné à différer l'entrée de celle-ci en Union monétaire, ont nettement affecté la **lire** (et par contagion la **peseta** et **l'escudo**) en début de période, avant les démentis apportés par différents ministres des Finances et avant les propos apaisants de M. Kohl lors du Sommet germano-italien. La lire a également subi le contrecoup des affrontements politiques sur le nouveau mini-budget pour 1997 et la réforme du système de retraite. Malgré la validation par Eurostat de « l'eurotax », la baisse de 0,1 % en décembre des prix à la production et l'anticipation d'une stagnation des prix en février, le cours de la lire s'est de nouveau dégradé avec les incertitudes récurrentes sur l'entrée de l'Italie en Union monétaire et, plus ponctuellement en fin de période, avec les rumeurs de mise en examen de M. Prodi.

Le **deutschemark** a d'abord reculé face aux devises européennes, après l'annonce d'une forte progression du chômage en Allemagne en janvier et la publication d'un article dans la presse britannique conseillant une substantielle dévaluation de la monnaie allemande pour relancer l'économie outre-Rhin. Il a ensuite progressé, avec l'annonce d'une hausse de 8,6 % de M3 pour janvier, plus importante que prévu, et la publication de l'indice IFO à 93,3 en janvier, limitant les anticipations d'une prochaine baisse des taux directeurs allemands. M. Tietmeyer a d'ailleurs précisé qu'il était peu probable que les taux soient abaissés à court terme et la Banque fédérale d'Allemagne a maintenu ses taux à l'issue de son Conseil du 20 février. En raison des incertitudes sur l'Union monétaire, les variations du deutschemark vis-à-vis des monnaies d'Europe du Sud ont été les plus amples. La bonne tenue d'ensemble du dollar n'a pas empêché un certain raffermissement de la monnaie allemande en fin de période, notamment contre **florin**. La Banque nationale des Pays-Bas a relevé de 2,50 % à 2,70 % le taux de ses avances spéciales.



La **livre irlandaise** est revenue à son plus haut niveau depuis décembre 1992, profitant de la bonne tenue de la livre sterling et de l'amélioration de la notation de la République d'Irlande par Moody's.

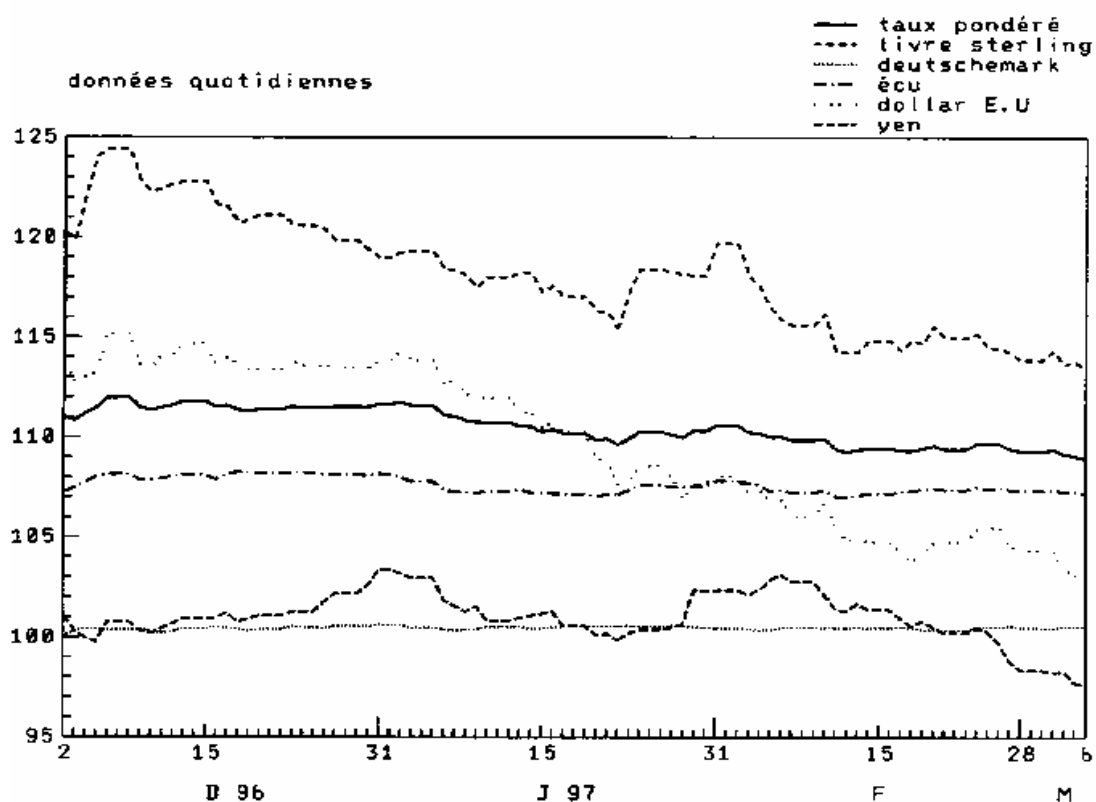
<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		31 janvier 1997	28 février 1997	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,5155	5,7115	3,55
Écu privé.....	1 XEU	6,525	6,554	0,44
Allemagne.....	100 DEM	337,65	337,54	- 0,03
Belgique.....	100 BEF	16,3665	16,362	- 0,03
Pays-Bas .....	100 NLG	300,59	300,20	- 0,13
Danemark.....	100 DKK	88,51	88,50	- 0,01
Espagne.....	100 ESP	3,9875	3,9765	- 0,28
Portugal.....	100 PTE	3,365	3,36	- 0,15
Irlande.....	1 IEP	8,786	9,0225	2,69
Royaume-Uni.....	1 GBP	8,8475	9,3005	5,12
Italie .....	1 000 ITL	3,4215	3,386	- 1,04
Grèce.....	100 GRD	2,144	2,1535	0,44
Suède .....	100 SEK	76,33	76,18	- 0,20
Finlande .....	100 FIM	113,21	113,19	- 0,02
Autriche .....	100 ATS	47,978	47,96	- 0,04
Norvège .....	100 NOK	85,28	84,67	- 0,72
Suisse.....	100 CHF	388,77	386,52	- 0,58
Japon.....	100 JPY	4,5429	4,7277	4,07

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 janvier 1997	28 février 1997	31 janvier 1997	28 février 1997
Dollar .....	5,31	5,31	5,44	5,41
Livre sterling .....	6,125	6,062	6,187	6,125
Deutschemark .....	3,09	3,18	3,09	3,18
Franc suisse .....	1,625	1,687	1,687	1,687
Franc français .....	3,28	3,24	3,28	3,26

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31  
 Mise à jour le 28 février 1997



## TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



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

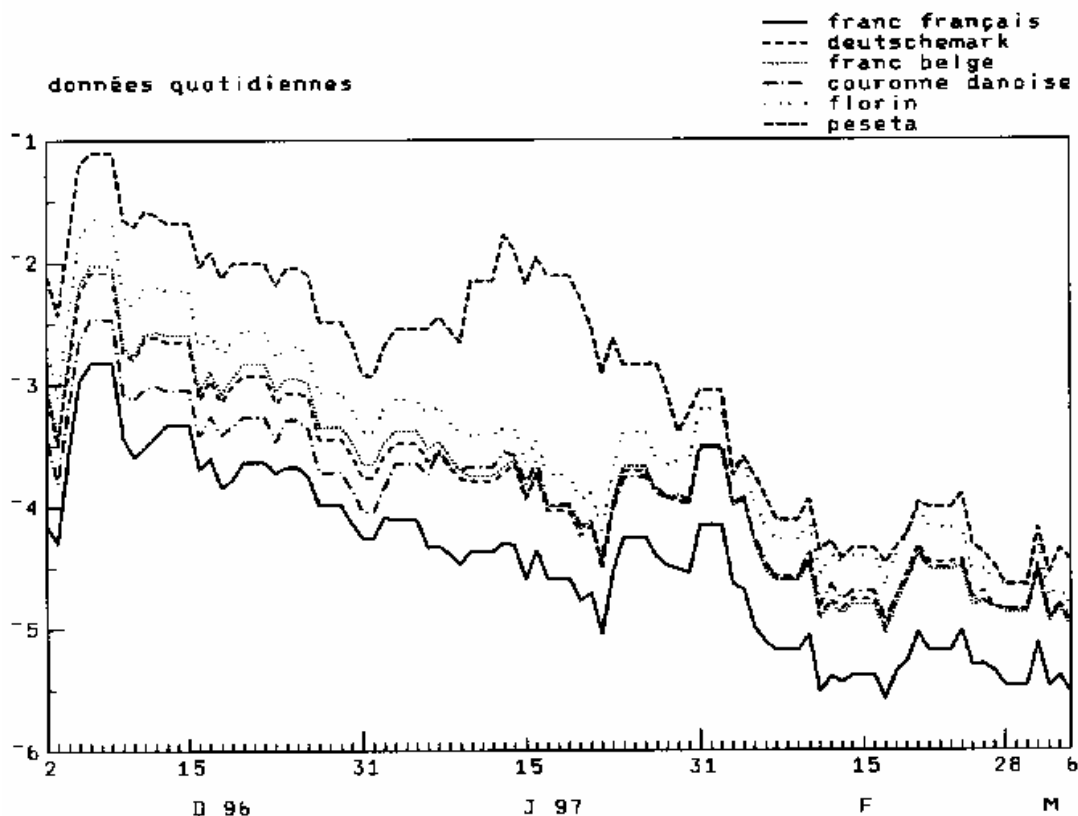
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 6 mars 1997

Depuis fin janvier, le franc français est resté ferme à l'égard du deutschemark et de l'écu. Le dollar et la livre sterling se sont, quant à eux, sensiblement appréciés au cours de la période. Le yen s'est également inscrit en hausse, après une relative stabilité au début du mois de février.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

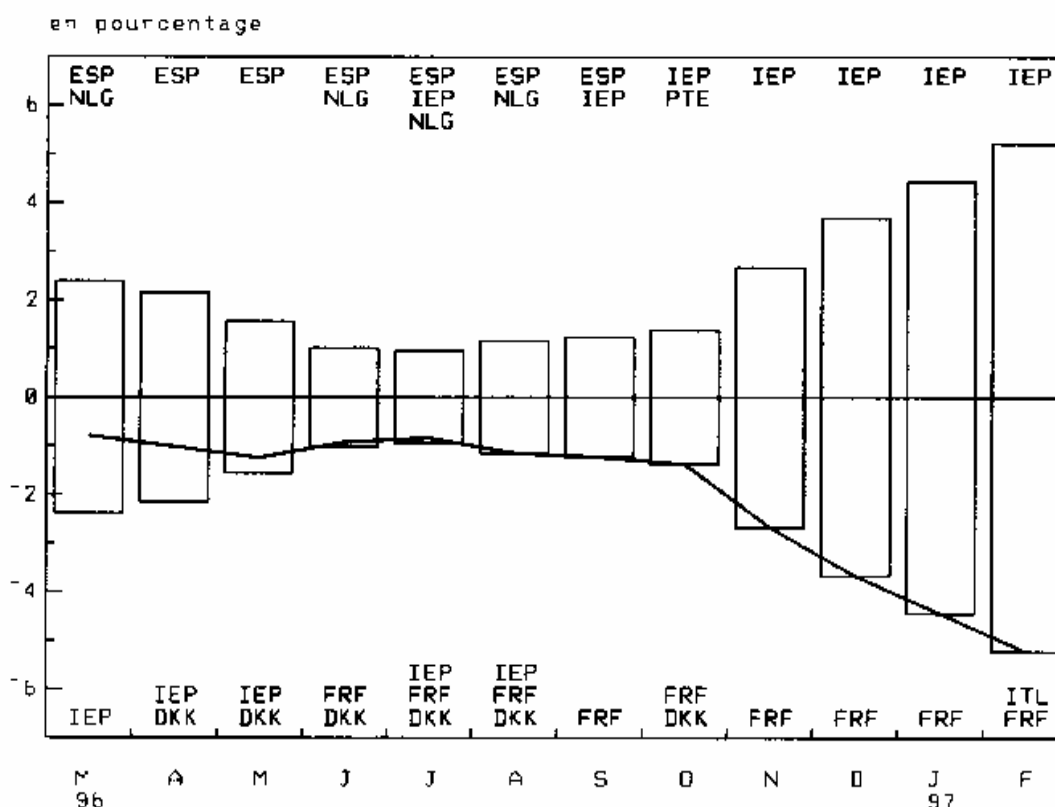
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 mars 1997

Depuis la fin du mois de janvier, l'évolution de la position du franc français au sein du mécanisme de change européen est restée voisine de celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. De son côté, la situation de la peseta s'est nettement rapprochée de celle de la monnaie néerlandaise.

## 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 ; FIM, mark finlandais ; FRF, franc français ; IEP, livre irlandaise ; ITL, lire italienne ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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

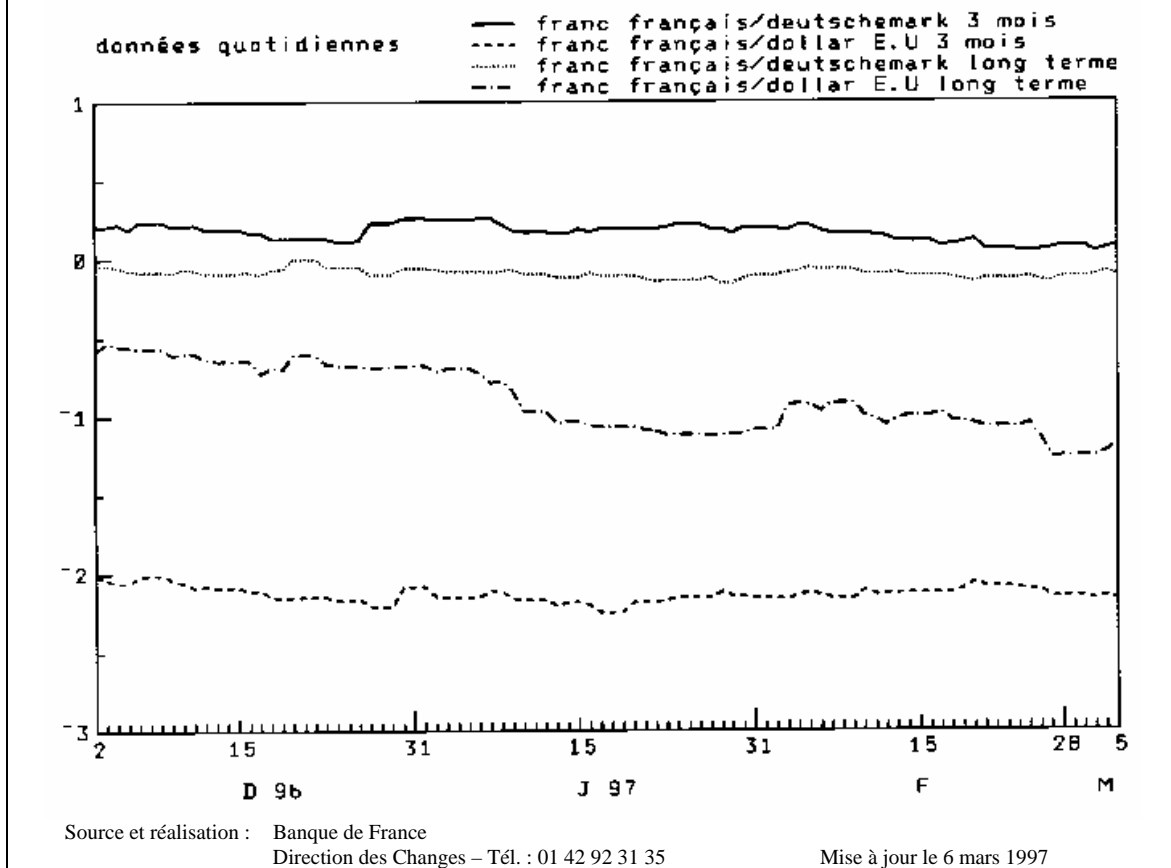
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 mars 1997

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise a enregistré durant tout le mois de février les écarts positifs moyens les plus importants. Elle a été en opposition avec le franc français et la lire italienne. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est de nouveau accru, en liaison avec la forte remontée de la monnaie irlandaise.

## ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est légèrement réduit au cours de la période sous revue, sous l'effet de la faible remontée des taux en Allemagne. De son côté, l'écart négatif entre taux français et américains s'est maintenu quasiment au même niveau durant tout le mois de février.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart entre taux français et allemands est resté stable, aux environs de -10 points de base. En revanche, l'écart négatif entre taux français et américains a faiblement augmenté entre fin janvier et début mars, au terme d'une évolution irrégulière liée aux mouvements sur le marché obligataire américain.

### 3.3. Le marché de l'or

Débutant le mois à 343,75 dollars, l'once d'or a, dans un premier temps, poursuivi son mouvement baissier, pour atteindre un minimum de 336,90 dollars au fixage du 12 février, en baisse de 2 %, et au plus bas depuis près de 4 ans (mars 1993). La progression du dollar et des marchés d'actions, ainsi que les perspectives d'inflation modérée aux États-Unis ont, en effet, pesé sur le cours. Les ventes à terme de producteurs australiens ont également eu un impact. À moyen terme, l'apparition d'instruments, tels que les obligations indexées sur l'inflation émises par le Trésor américain, pourrait venir concurrencer le métal fin comme placement protégé contre la hausse des prix.

Les propos de M. Tietmeyer (en janvier) indiquant qu'aucune banque centrale du G 10 n'avait actuellement l'intention de procéder à des ventes d'or, ont toutefois eu un effet stabilisateur.

Le prix de l'once est reparti à la hausse depuis la mi-février, en liaison avec des couvertures de positions courtes par des fonds d'investissement, ceux-ci effectuant des prises de bénéfices par des rachats en dessous de 340 dollars. La vivacité de la demande physique, en provenance du Moyen-Orient, d'Inde et d'Extrême-Orient a également contribué à la remontée du cours de l'or, dans un contexte où le stock des entrepôts du Comex était tombé à un niveau très bas. Au total, du 12 au 28 février, l'once a regagné 6,4 %, pour finir le mois à 358,60 dollars.

<b>COURS DE L'OR</b>			
	31 janvier 1997	28 février 1997	Variation (en pourcentage)
<b>À PARIS (en francs français)</b>			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	61 000,00	65 700,00	7,70
Lingot (le kg).....	61 850,00	66 300,00	7,19
<i>Pièces</i>			
Napoléon .....	354,00	379,00	7,06
Vreneli .....	351,00	379,00	7,98
Union latine .....	354,00	380,00	7,34
Souverain.....	462,00	484,00	4,76
20 dollars .....	120,00	125,50	4,58
Peso mexicain.....	2 260,00	2 455,00	8,63
<b>À LONDRES</b>			
Fixage (l'once en dollars)	345,50	358,60	3,79
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			
Mise à jour le 28 février 1997			

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

## 4.1. La conjoncture économique en février 1997

### Les indicateurs

En février, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont progressé de 0,2 %, après une hausse de 0,3 % en janvier. Sur un an, leur glissement est de 1,6 %, contre 1,7 % le mois précédent.

D'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,2 % en volume (aux prix de l'année 1980) au quatrième trimestre 1996, après une progression de 0,8 % au troisième trimestre, une diminution de 0,1 % au deuxième trimestre et une hausse de 1,2 % au premier trimestre. Pour l'ensemble de l'année 1996, la croissance du PIB s'établit à 1,3 % et son glissement annuel est de 2,1 % au dernier trimestre. À l'issue de ce dernier, l'acquis de croissance pour 1997 est de 0,5 %.

L'activité du BTP s'est repliée au cours du quatrième trimestre 1996 et accuse un net retrait sur un an. Au cours du mois de janvier 1997, le nombre de logements commencés s'est inscrit en baisse de 15,3 % sur un an ; le nombre de logements autorisés a, quant à lui, été stable par rapport à janvier 1996.

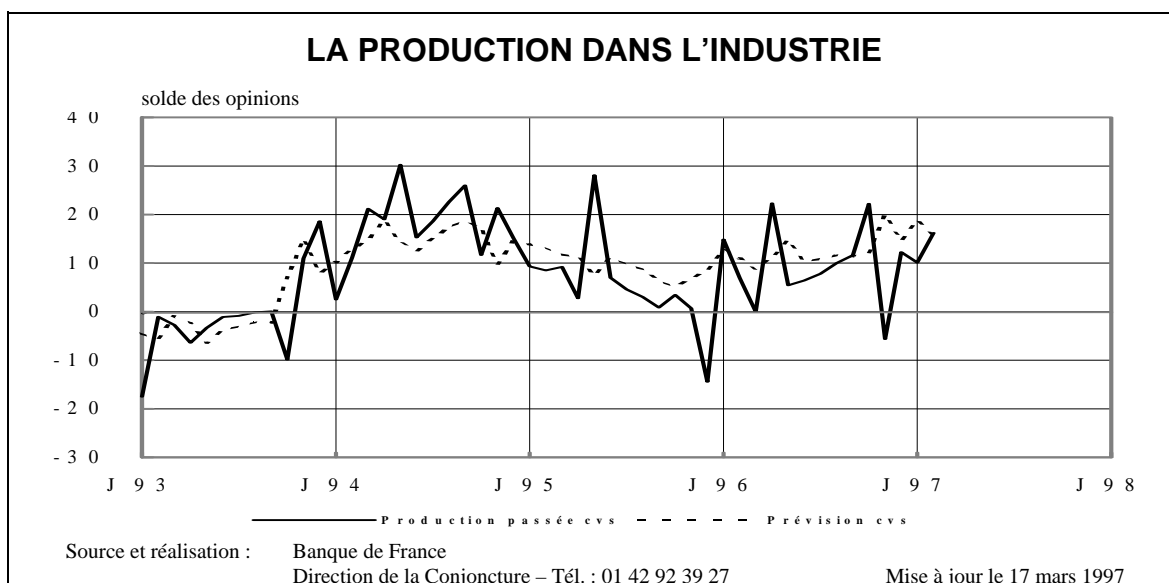
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,1 % au cours du quatrième trimestre 1996 et s'établit à 13 322 400 postes. Sur l'ensemble de l'année 1996, il a diminué de 0,1 %, soit une perte nette de 12 200 personnes.

En janvier, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a crû de 0,6 % par rapport à décembre, pour atteindre 3 099 800 personnes. En glissement annuel, il a progressé de 3,1 %.

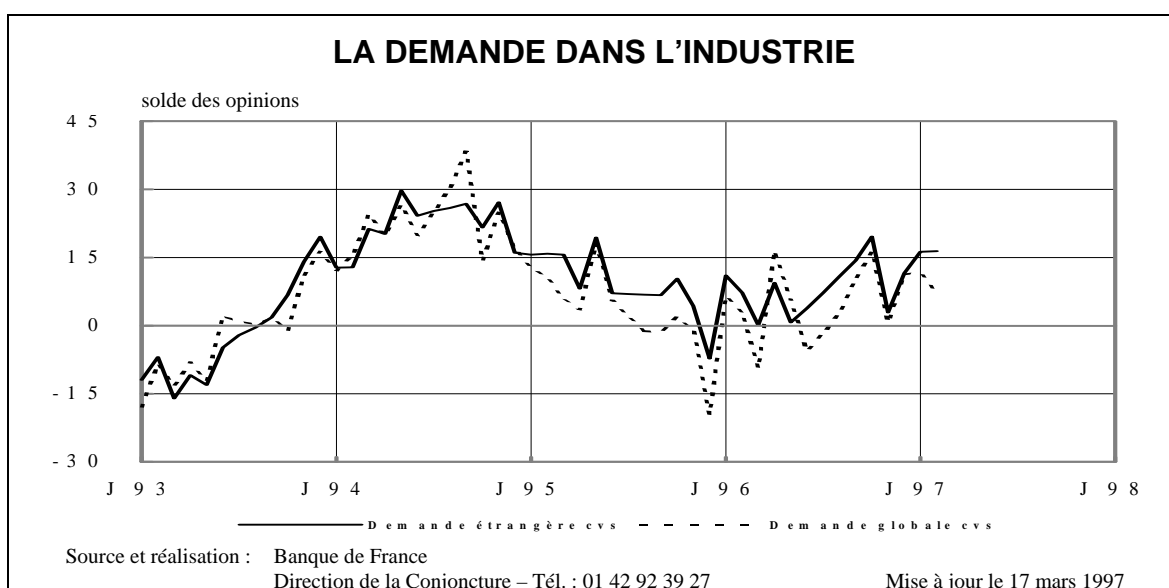
Le taux de chômage, au sens du BIT, est resté stable, à 12,7 % de la population active. En un an, il a augmenté de 0,8 point.

En février, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a poursuivi sa progression dans l'ensemble des secteurs.

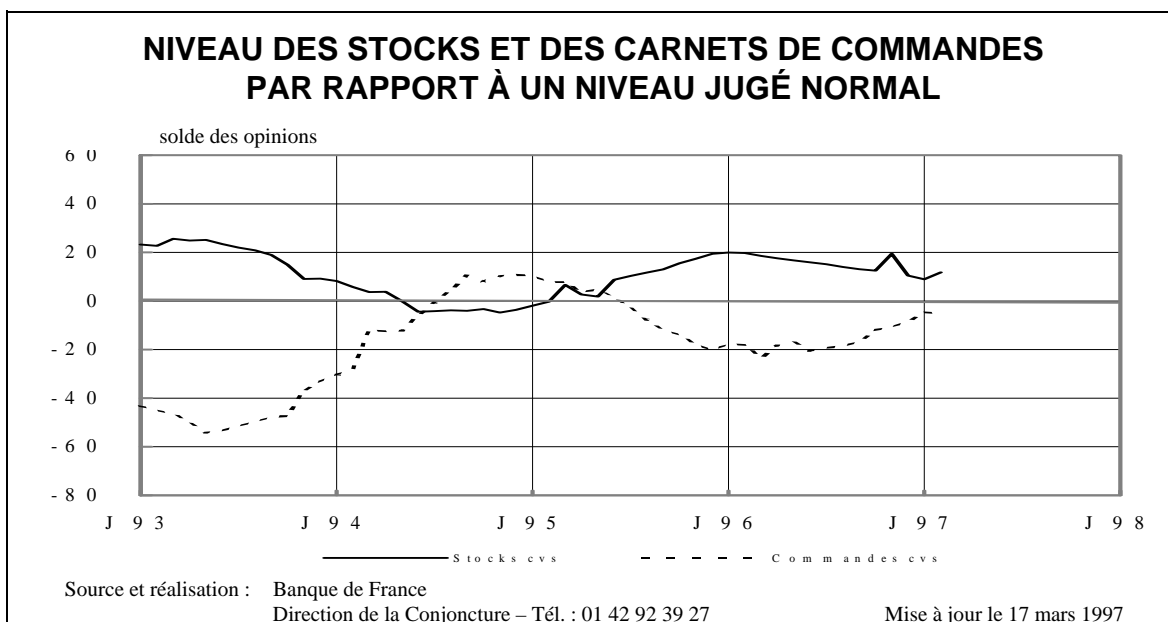
## Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France



En février, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la *production industrielle* a poursuivi sa progression dans l'ensemble des secteurs.

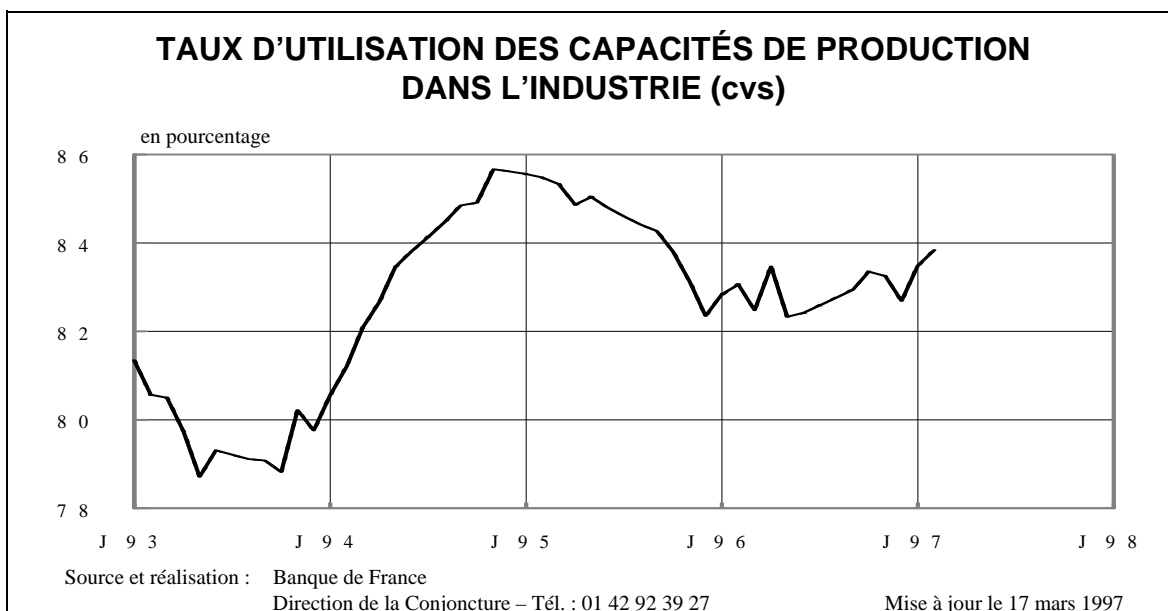


La *demande globale* progresse à un rythme modéré. Les marchés étrangers offrent des débouchés importants, en particulier en Europe du Nord (Allemagne, Royaume-Uni), aux États-Unis et en Asie. La hausse du dollar et de la livre sterling renforce la compétitivité des produits français. Le marché intérieur progresse à un rythme nettement plus modéré.



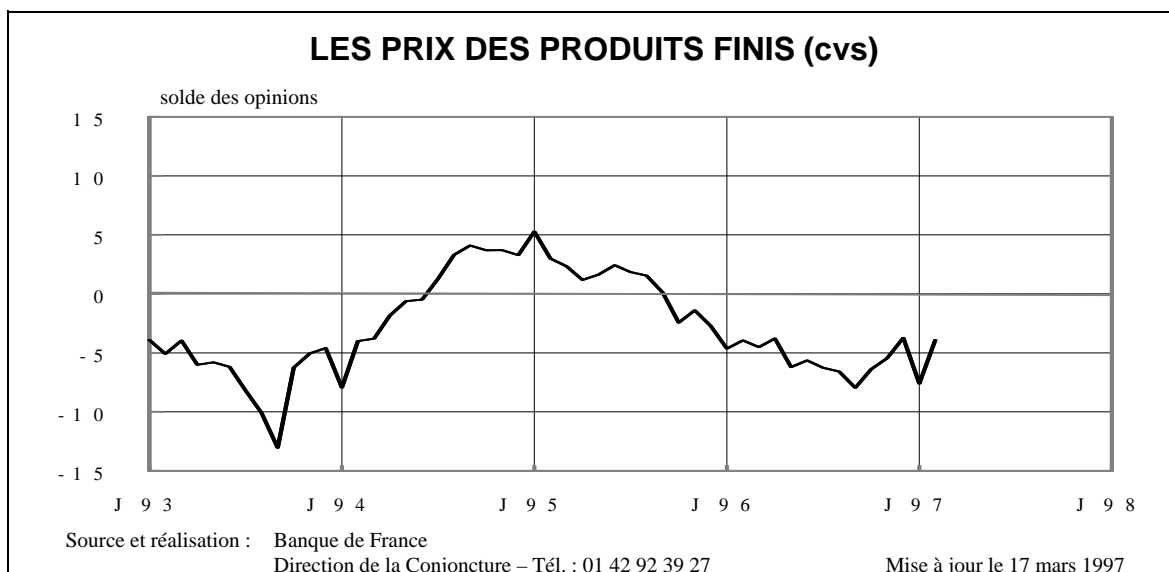
Les  *carnets de commandes*  sont jugés satisfaisants dans tous les secteurs à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont légèrement dégarnis et apparaissent insuffisants. Les  *stocks de produits finis*  dépassent encore quelque peu la normale ; ils sont notamment considérés comme supérieurs au niveau désiré dans les industries agro-alimentaires, les biens intermédiaires et dans l'industrie automobile.

*Au cours des prochains mois* , l'activité devrait continuer d'augmenter dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile.



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





Les cours des matières premières sont restés stables dans l'ensemble. Des hausses, provoquées notamment par l'appréciation du dollar, ont toutefois été observées dans certains secteurs des biens intermédiaires (caoutchouc et matières plastiques, métallurgie, travail du bois) et dans les industries agro-alimentaires ; en raison de l'intensité de la concurrence, elles n'ont pas été répercutées sur les prix de vente, qui n'ont guère varié, sauf dans l'industrie automobile où ils se sont contractés.

Les chefs d'entreprise continuent de faire preuve de prudence en matière d'*investissement*. Peu de projets d'envergure sont retenus ; ils concernent surtout le renouvellement du matériel existant ou la modernisation des équipements installés.

Après une importante progression en janvier, l'*activité commerciale* s'est contractée en février.

Les *effectifs* sont restés stables dans l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils ont diminué ; ils n'ont guère évolué dans le commerce et les services marchands mais ont fléchi dans le bâtiment. Les modulations d'horaire, l'annualisation du temps de travail et le temps partiel sont de plus en plus utilisés pour faire face aux variations de la demande.

## 4.2. La balance des paiements en décembre 1996 et les premiers résultats de l'année 1996

En décembre 1996, en données brutes, l'excédent des transactions courantes s'est élevé à 13,6 milliards de francs (soit 2,4 milliards en données cvs), contre 2,8 milliards en novembre (7,3 milliards en données cvs). En contrepartie, des placements à l'étranger ont été enregistrés : 6,3 milliards de francs pour le net des investissements directs, 21,6 milliards pour les investissements de portefeuille et 1,6 milliard pour les autres investissements.

Au total, en 1996, l'excédent des transactions courantes s'est élevé à 101 milliards de francs, soit 1,3 % du PIB, contre 0,9 % en donnée révisée en 1995, ce qui représente le ratio le plus élevé depuis 1946 avec les années 1961 et 1978. Cette amélioration résulte d'une progression des recettes de 3,2 % et des dépenses de 2,1 %.

L'augmentation du solde de 30 milliards de francs par rapport à 1995 est due pour la moitié aux biens et services et pour l'autre moitié à la réduction des déficits au titre des transferts courants nets, notamment vis-à-vis de l'Union européenne, et des revenus, les excédents de transactions courantes enregistrés depuis 1992 ayant contribué à réduire la position extérieure encore débitrice à fin 1995 et à diminuer, de ce fait, le déficit des revenus en 1996.

Des investissements à l'étranger ont eu lieu d'une part sous forme d'investissements de portefeuille (- 298,2 milliards de francs, dont - 359 milliards en obligations) et d'autre part d'investissements directs (- 27,9 milliards), la France restant le troisième pays industrialisé d'accueil des investissements directs étrangers et le quatrième pays investisseur.

En revanche, les « autres investissements », qui recensent notamment les dépôts et les crédits vis-à-vis des non-résidents du secteur bancaire, ont vivement progressé (+ 229,3 milliards de francs), dans la mesure où une large part des opérations sur les portefeuilles-titres qui faisaient l'objet de couvertures via le secteur bancaire ont été soit débouclées (ventes nettes par les non-résidents de 69,2 milliards de francs de titres), soit réalisées (achats nets de 229 milliards de francs de titres par les résidents, pour l'essentiel des obligations dont la moitié était libellée en eurofranc et 18 % en deutschemark).

Les avoirs de réserve ont progressé de 1,2 milliard de francs.

### **AVERTISSEMENT**

*En conformité avec les engagements européens, à compter du mois de janvier 1997 de référence, les statistiques du commerce extérieur de marchandises publiées par la direction générale des Douanes et Droits indirects — analysées au 4.2.1.1. — incluront les départements d'outre-mer (DOM) dans le périmètre économique de la France, comme c'est le cas pour la balance des paiements depuis 1945. Les territoires d'outre-mer (TOM), ainsi exclus du périmètre économique de la France par les Douanes, le seront du champ de la balance des paiements à compter de janvier 1997. En revanche, les statistiques adressées chaque trimestre au FMI continueront d'inclure les TOM dans le périmètre économique de la France.*



**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Compte de transactions courantes et compte de capital**  
**Méthodologie au 1<sup>er</sup> janvier 1996**

*(données brutes – en millions de francs)*

	Année 1994 (a)	Novembre 1996 (b)	Décembre 1996 (b)	Année 1995 (a)	Année 1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES .....	32 919	2 884	13 570	71 368	101 047
<b>Biens</b> .....	<b>36 053</b>	<b>4 533</b>	<b>9 932</b>	<b>51 192</b>	<b>73 245</b>
<i>Marchandises générales</i> .....	27 596	3 907	9 484	42 833	62 002
<b>Services</b> .....	<b>70 319</b>	<b>5 619</b>	<b>9 075</b>	<b>71 955</b>	<b>76 687</b>
<i>Transports</i> .....	-9 499	-682	-320	-8 020	-7 341
– Transports maritimes .....	-6 527	-596	-457	-5 456	-5 964
– Transports aériens .....	-2 972	-86	137	-2 564	-1 377
– Autres .....	5 096	749	487	4 101	5 280
<i>Voyages</i> .....	60 542	2 488	4 707	55 894	54 108
<i>Services techniques</i> .....	7 552	1 236	2 491	7 253	11 409
<i>Autres services</i> .....	-1 105	88	543	-643	-901
<b>Autres biens et services</b> .....	<b>29 051</b>	<b>600</b>	<b>500</b>	<b>17 909</b>	<b>5 966</b>
<b>Total « Biens et services »</b> .....	<b>135 423</b>	<b>10 752</b>	<b>19 507</b>	<b>141 056</b>	<b>155 898</b>
<b>Revenus</b> .....	<b>-46 520</b>	<b>-2 669</b>	<b>130</b>	<b>-29 268</b>	<b>-22 475</b>
<b>Transferts courants</b> .....	<b>-55 984</b>	<b>-5 199</b>	<b>-6 067</b>	<b>-40 420</b>	<b>-32 376</b>
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i> .....	-51 370	-5 006	-5 686	-39 586	-27 412
COMPTE DE CAPITAL .....	-25 181	-72	-109	-895	-583
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i> .....	-143	7	32	-435	-94

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

	Année 1994 (a)	Novembre 1996 (b)	Décembre 1996 (b)	Année 1995 (a)	Année 1996 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES .....	29 921	7 291	2 427	69 969	100 679
<b>Biens</b> .....	<b>34 639</b>	<b>3 877</b>	<b>5 186</b>	<b>51 303</b>	<b>72 880</b>
<i>Marchandises générales</i> .....	26 118	2 847	5 419	42 692	61 504
<b>Services</b> .....	<b>70 209</b>	<b>6 177</b>	<b>9 114</b>	<b>71 667</b>	<b>76 607</b>
<i>Transports maritimes</i> .....	-6 434	-569	-344	-5 418	-5 921
<i>Transports aériens</i> .....	-2 893	-162	144	-2 417	-1 274
<i>Voyages</i> .....	61 264	4 415	4 775	56 031	54 501
<b>Autres biens et services</b> .....	<b>29 185</b>	<b>526</b>	<b>399</b>	<b>18 011</b>	<b>5 993</b>
<b>Revenus</b> .....	<b>-49 195</b>	<b>-82</b>	<b>-13 156</b>	<b>-30 414</b>	<b>-22 838</b>
<b>Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)</b> ..	<b>-56 640</b>	<b>-4 991</b>	<b>-4 096</b>	<b>-41 537</b>	<b>-36 893</b>

(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 6 mars 1997

#### **4.2.1.1. Les principales évolutions du commerce extérieur de marchandises**

(source Douanes)

##### *Évolution globale*

*(évolutions mensuelles en données FAB-FAB cvs, évolutions annuelles en données FAB-FAB brutes)*

L'excédent du mois de décembre (+ 11,3 milliards de francs) constitue le troisième meilleur résultat de l'année 1996, après octobre (+ 16,7 milliards) et août (+ 13,1 milliards). À 129,4 milliards de francs, les exportations s'établissent au-dessus de leur moyenne des douze derniers mois (123,8 milliards de francs), tandis que les importations atteignent leur record annuel à 118 milliards. D'un mois à l'autre, les exportations croissent de 6,0 %, alors que les importations augmentent à un rythme plus modéré (+ 4,3 %).

Un effet de rattrapage après la grève des transporteurs routiers de novembre et d'importantes livraisons d'Airbus (11 appareils pour plus de 5 milliards de francs) contribuent à ces évolutions.

Pour l'année 1996, l'excédent s'élève à 122,3 milliards de francs, contre 97,8 milliards en 1995. Les exportations progressent de 3,8 % et les importations de 2,2 %.

##### *Orientation géographique :*

*renforcement de l'excédent annuel vis-à-vis des pays de l'Union européenne*

*(évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs, évolutions annuelles en données CAF-FAB brutes)*

– Vis-à-vis de l'Union européenne, l'excédent se stabilise en décembre à 3,5 milliards de francs, résultat supérieur à la moyenne des douze derniers mois (+ 3,1 milliards). Les flux évoluent à un rythme semblable (+ 2,6 % pour les exportations, + 2,8 % pour les importations). Sur l'ensemble de l'année, l'excédent s'accroît pour la troisième année consécutive pour atteindre 37,3 milliards de francs, contre 21,7 milliards en 1995. Les exportations progressent de 2,3 % et les importations de 0,6 %.

Avec l'Allemagne, l'excédent de décembre marque une sensible progression (1 milliard de francs, contre 0,2 milliard en novembre), sous l'effet de livraisons de biens d'équipement mécaniques et informatiques. L'excédent annuel s'établit à 6,1 milliards de francs, contre un déficit de 3,2 milliards en 1995. Les exportations augmentent de seulement 0,1 %, tandis que les importations diminuent de 3,6 %. Cette évolution intervient alors que la croissance allemande a été en 1996 moins forte que prévu.

– Le déficit s'accroît en décembre à l'égard des autres pays de l'OCDE (2,3 milliards de francs, contre 1,9 milliard), mais se réduit sensiblement sur l'ensemble de l'année (23,4 milliards de francs, contre 31 milliards), sous l'effet d'une progression plus marquée des exportations que des importations (5,4 %, contre 1,5 %).

En 1996, les déficits s'atténuent envers les États-Unis (22,5 milliards de francs, au lieu de 23 milliards) et le Japon (18 milliards, au lieu de 20,4 milliards), tandis que l'excédent à l'égard de la Suisse se consolide (21,6 milliards, contre 19,7 milliards).

– Vis-à-vis des pays d'Asie à économies en développement rapide, l'excédent de décembre (0,3 milliard de francs), qui fait suite à une série de déficits en 1996, s'explique par d'importantes livraisons aéronautiques (Airbus et pièces détachées d'avions), qui permettent aux exportations de croître de près d'un tiers d'un mois à l'autre. Le solde annuel, exceptionnellement positif en 1995 (8,7 milliards de francs), s'inscrit en déficit de 2,6 milliards pour 1996.

##### *Évolution par produits : nouvelle progression de l'excédent industriel annuel*

*(évolutions mensuelles en données CAF-FAB cvs,*

*évolutions annuelles en données CAF-FAB brutes)*

– L'excédent industriel, y compris le matériel militaire, s'établit à 9,2 milliards de francs, après 8,8 milliards en novembre. Pour l'année 1996, l'excédent s'élève à 92,8 milliards de francs, contre 57,4 milliards en 1995, les exportations progressant plus vivement que les importations (4,1 %, contre 1,2 %).

– À 5,8 milliards de francs, l'excédent *agro-alimentaire* dépasse sensiblement en décembre la moyenne des douze derniers mois (4,6 milliards). Les exportations enregistrent une poussée de 13 % et les importations de 8 %. L'excédent annuel se renforce (57,1 milliards de francs, contre 51 milliards), sous l'effet conjugué d'une augmentation de 2,0 % des exportations et d'une diminution de 1,2 % des importations.

– Le déficit *énergétique* s'atténue d'un mois à l'autre (7,8 milliards de francs, au lieu de 8,5 milliards en novembre). En données annuelles, le déficit, qui s'était allégé pendant trois ans, s'alourdit en 1996 (76,8 milliards de francs, au lieu de 58,6 milliards). L'augmentation des quantités de pétrole brut importé (8 %), le renchérissement du prix du pétrole (20,6 dollars, contre 17 dollars en 1995) allié à l'appréciation du dollar contre franc (5,11 francs, au lieu de 4,99 francs) concourent à l'augmentation de 24 % du montant des importations.

#### **4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes (évolutions mensuelles en données cvs, évolutions annuelles en données brutes)**

##### *Les biens*

En décembre, l'excédent de ce poste, qui regroupe les lignes *marchandises générales*<sup>1</sup>, *avitaillement* et *travail à façon et réparations* atteint 5,2 milliards de francs, après 3,9 milliards en novembre. D'un exercice à l'autre, les biens sont à l'origine de la forte progression de l'excédent des transactions courantes qui s'établit à 73,2 milliards de francs, contre 51,2 milliards.

##### *Les services*

En décembre, l'excédent des services s'élève à 9,1 milliards de francs, au lieu de 6,2 milliards en novembre. Cette évolution se répartit sur l'ensemble des lignes, dont la plus importante, les *voyages*, voit son excédent se consolider (4,8 milliards de francs, après 4,4 milliards), sous l'effet d'une hausse de 6 % des recettes.

En 1996, l'excédent des services se renforce (76,7 milliards de francs, contre 72 milliards), en dépit du léger repli de celui des *voyages* (54,1 milliards, au lieu de 55,9 milliards), dû à une poussée de 12 % des dépenses des résidents à l'étranger, les recettes augmentant, pour leur part, de 6 %.

– L'excédent des services techniques (11,4 milliards de francs, au lieu de 7,3 milliards) bénéficie d'un vif essor des recettes (+ 19 %), imputable aux secteurs aéronautique, spatial et informatique.

– L'excédent des services d'assurances enregistré en 1995, 1,8 milliard de francs, fait place à un quasi-équilibre, en raison d'une augmentation de 18 % des dépenses (indemnités de réassurances notamment).

– L'excédent des services de construction se raffermi (12,2 milliards de francs, au lieu de 10,3 milliards), à la suite d'une hausse de 25 % des recettes, réalisées surtout dans l'Union européenne.

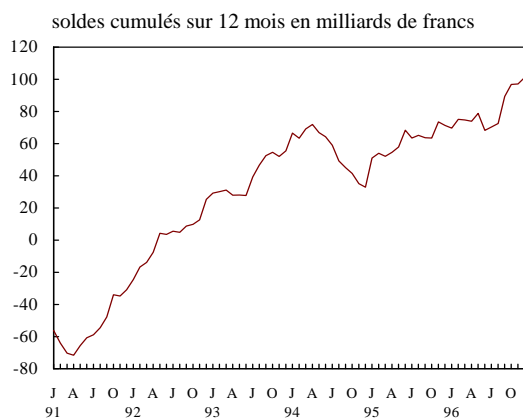
---

<sup>1</sup> 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

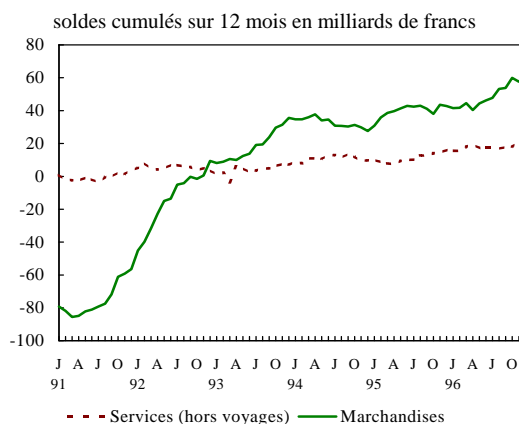
# BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

## Méthodologie au 1<sup>er</sup> janvier 1996

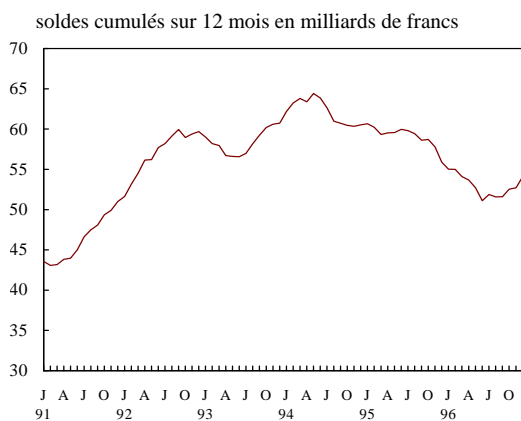
### Transactions courantes



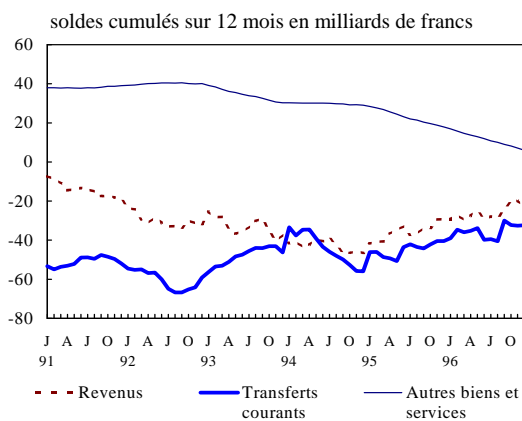
### Marchandises et services (hors voyages)



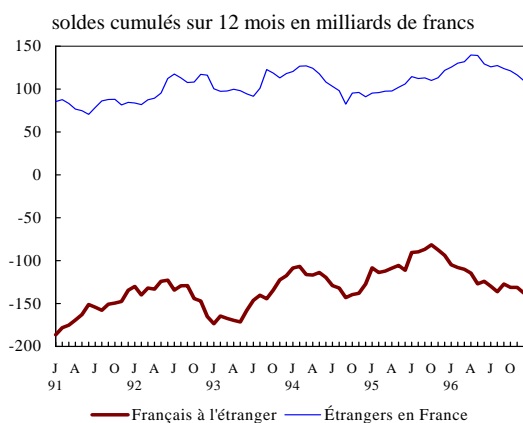
### Voyages



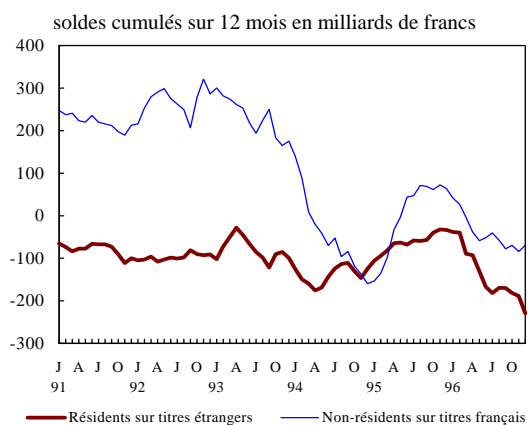
### Autres lignes des transactions courantes



### Investissements directs (a)



### Investissements de portefeuille (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 6 mars 1997

– Enfin, le déficit des transports se réduit (2,1 milliards de francs, au lieu de 3,9 milliards), les recettes de transport aérien s'accroissant de 5 %.

#### *Les autres biens et services*

Le solde excédentaire de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, s'établit à 0,5 milliard de francs en décembre, après 0,6 milliard en novembre. L'excédent passe d'une année à l'autre de 17,9 milliards de francs à 6 milliards.

#### *Les revenus*

En décembre, le déficit des revenus des investissements s'accroît par rapport à la moyenne cvs des onze mois précédents (6 milliards de francs, contre 2,3 milliards). Le solde des revenus des investissements directs est exceptionnellement déficitaire en raison du versement de dividendes élevés.

D'une année à l'autre, le déficit des revenus des investissements s'allège (33,1 milliards de francs, contre 38,2 milliards).

– Le déficit des *revenus des investissements de portefeuille*, y compris le coupon couru, se réduit sensiblement (65,6 milliards de francs, contre 75,1 milliards), consécutivement aux dégagements des non-résidents sur titres obligataires, essentiellement publics, intervenus depuis 1994, et aux acquisitions de valeurs étrangères par les résidents.

– L'excédent des *revenus des investissements directs* bénéficie de recettes en nette progression (22 %).

– En revanche, l'excédent des *revenus des autres investissements*, essentiellement sur prêts et dépôts bancaires, revient de 28,6 milliards de francs à 20,8 milliards.

#### *Les transferts courants*

Les transferts nets des administrations publiques s'allègent en décembre (- 4,4 milliards de francs, contre - 5,1 milliards en novembre), ainsi que d'une année à l'autre (- 27,4 milliards de francs, contre - 39,6 milliards), en raison principalement d'une hausse de 13 % des recettes issues du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole.

## **4.2.2. Le compte de capital**

(en données brutes)

En 1996, les transferts en capital (remises de dettes pour l'essentiel) portent, comme en 1995, sur des montants modestes : - 0,6 milliard de francs, après - 0,9 milliard.

## **4.2.3. Le compte financier**

En décembre 1996, le compte financier a enregistré des sorties nettes de 29,7 milliards de francs, alors que les avoirs de réserve sont restés stables.

Au total, sur l'année 1996, on a observé des flux de capitaux vers l'étranger, à hauteur de 98,1 milliards de francs, pour le compte financier. Les avoirs de réserve ont, quant à eux, progressé de 1,2 milliard de francs.



### ***Investissements directs***

En décembre 1996, les opérations d'investissements directs (intégrant, depuis janvier 1996, les prêts et emprunts à court terme entre affiliés) ont donné lieu à des sorties de capitaux à hauteur de 6,4 milliards de francs.

Les investissements français à l'étranger ont dégagé un flux négatif de 25,3 milliards de francs, qui se décompose en 17,1 milliards de francs d'apports en capital et 8,2 milliards pour les autres opérations.

Les investissements des non-résidents en France se sont élevés à 18,9 milliards de francs, se répartissant entre 13,5 milliards d'apport en capital et 5,4 milliards d'autres opérations.

En ce qui concerne l'année 1996, le solde des investissements directs est déficitaire (- 27,9 milliards de francs). Les flux nets d'investissements français à l'étranger ont progressé par rapport à 1995 (137,8 milliards de francs, contre 93,9 milliards), alors que les flux nets d'investissements étrangers en France se sont contractés sensiblement (109,9 milliards, contre 121,8 milliards en 1995).

### ***Investissements de portefeuille***

Les *investissements de portefeuille* (incluant les instruments du marché monétaire depuis janvier 1996) ont été à l'origine de 21,7 milliards de francs de placements nets à l'étranger pour le mois de décembre 1996.

Les résidents ont procédé à des acquisitions nettes de titres étrangers pour 20,6 milliards de francs. Ils se sont portés acquéreurs d'obligations pour 40,6 milliards de francs et d'instruments du marché monétaire pour 5,8 milliards, les ventes d'actions (21,8 milliards) et le solde net des flux sur produits financiers dérivés (4 milliards) ayant contrebalancé ces mouvements.

Pour leur part, les non-résidents ont effectué des cessions nettes de titres émis par les résidents pour 1,1 milliard de francs, les ventes d'instruments du marché monétaire (13,4 milliards) étant compensées par des achats d'actions et titres d'OPCVM (5,6 milliards) et d'obligations (6,8 milliards).

Sur l'année 1996, les investissements de portefeuille se sont traduits par d'importantes sorties (298,3 milliards de francs).

Les achats nets de titres étrangers par les résidents ont atteint 229 milliards de francs, contre 33,1 milliards en 1995. À l'inverse, les non-résidents ont opéré des ventes de titres français pour 69,2 milliards de francs, alors qu'en 1995 ils s'étaient portés acquéreurs pour 64,3 milliards.

### ***Autres investissements***

En décembre 1996, les flux enregistrés sur les autres investissements ont fait apparaître un quasi-équilibre entre les avoirs (67,8 milliards de francs) et les engagements (- 69,4 milliards), dégageant ainsi un solde négatif de 1,7 milliard.

Les opérations du secteur bancaire ont été à l'origine de sorties à hauteur de 10 milliards de francs, se décomposant en une diminution simultanée des avoirs (65,4 milliards) et des engagements (- 75,4 milliards). Les « autres secteurs » ont provoqué des entrées nettes (9,5 milliards de francs) tout comme les autorités monétaires et les administrations publiques (4,6 milliards). Les crédits commerciaux accordés aux non-résidents ont, quant à eux, augmenté de 6,2 milliards de francs.

Pour 1996, les autres investissements ont suscité des entrées de 229,3 milliards de francs, contre des sorties de 109,1 milliards en 1995.

Les opérations du secteur bancaire ont enregistré, à elles seules, 226 milliards de francs d'entrées en 1996, contre 147 milliards de francs de sorties en 1995, les opérations en francs ayant fait apparaître des entrées nettes de 186 milliards de francs, contre 40 milliards pour les opérations en devises.

Ces opérations se sont décomposées en 151 milliards de francs de diminution d'avoirs et 75 milliards d'augmentation d'engagements.

Pour partie, cette évolution a reflété l'augmentation des prêts nets de francs effectués par les non-résidents auprès des banques françaises, notamment du fait d'opérations de pensions livrées.

Le secteur des administrations publiques a dégagé un solde positif (1,9 milliard de francs) tout comme les autres secteurs, qui ont enregistré un excédent de 15,5 milliards. Les crédits commerciaux ont progressé de 14,9 milliards de francs.

### ***Avoirs de réserve***

En décembre, les avoirs de réserve sont restés stables.

Sur l'année 1996, ils ont enregistré une augmentation de 1,2 milliard de francs (3,6 milliards en 1995).

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

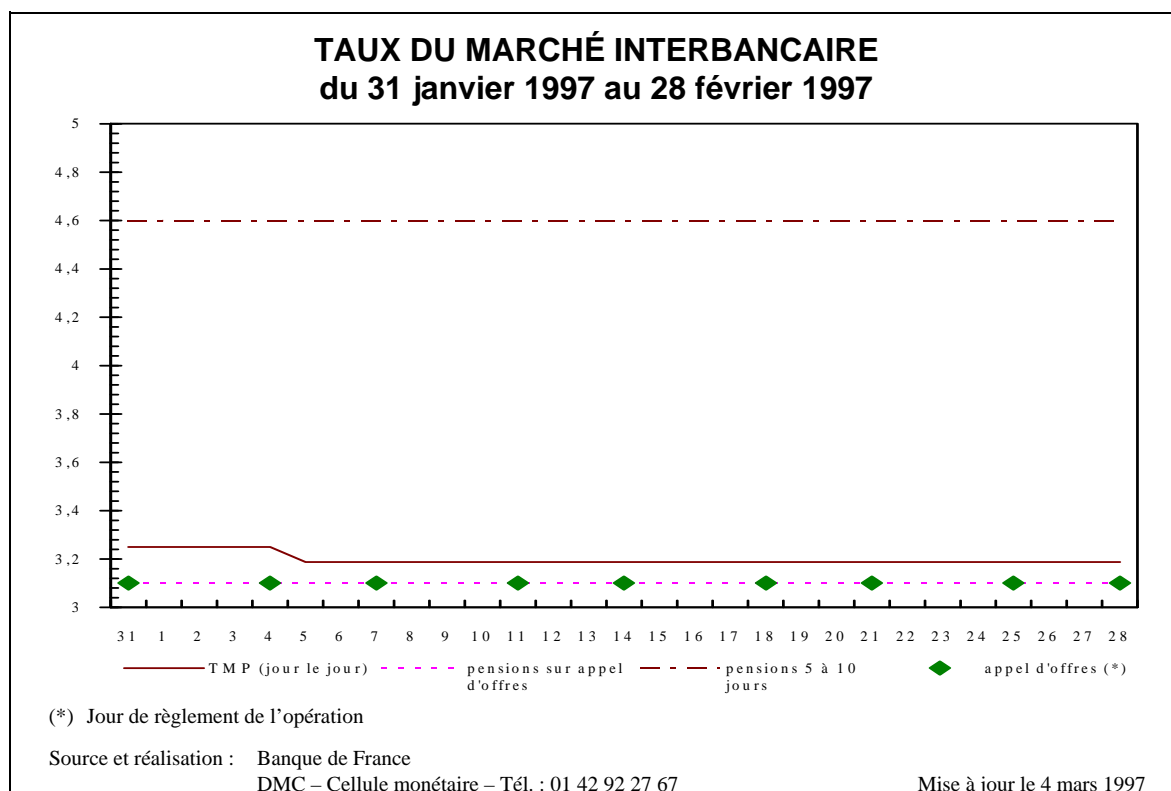
## 5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois de février, les compartiments court et long du marché des capitaux français ont enregistré des évolutions différenciées : les taux à court terme se sont légèrement tendus sur les échéances supérieures à trois mois, tandis que les rendements obligataires poursuivaient leur mouvement de repli engagé depuis le début de l'année.

Les taux d'intérêt à court terme ont suivi une évolution assez heurtée. Après une brève remontée en début de mois, ils se sont progressivement détendus avant de se stabiliser durant la deuxième décade. Ils ont néanmoins enregistré une nouvelle tension, assez sensible sur les échéances les plus longues, au cours des dix derniers jours du mois. Ce mouvement de consolidation reflète la disparition des anticipations d'une poursuite du processus de détente monétaire de part et d'autre du Rhin, dans un contexte marqué par l'apparition de divers signes de redressement de l'activité économique.

Les rendements obligataires à long terme se sont, en revanche, globalement détendus, cette évolution recouvrant deux phases bien distinctes : un repli au cours des trois premières semaines dans le prolongement de la bonne orientation du marché américain ; une légère tension par la suite, sous l'effet du retournement de ce dernier lié au renforcement des anticipations d'un resserrement de la politique monétaire américaine à plus ou moins brève échéance.

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



Après avoir enregistré un repli d'1/16 de point en début de période, le loyer de l'argent au jour le jour s'est ensuite maintenu tout au long du mois dans une fourchette de 3 1/8 % - 3 1/4 %, contre 3 3/16 % - 3 5/16 % précédemment.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 janvier-15 février se sont élevées à 20,9 milliards de francs (dont 15,1 milliards sous forme de billets), pour une moyenne théorique de 20,2 milliards.

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

*(en milliards de francs)*

	Janvier 1997	Février 1997	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-253,9	-250,4	3,5
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-6,4	-5,5	0,9
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	124,0	124,2	0,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	8,0	6,3	-1,7
DIVERS .....	6,0	0,3	-5,7
<b>TOTAL</b> .....	<b>-122,4</b>	<b>-125,1</b>	<b>-2,7</b>
<b>CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>			
– Opérations sur appels d’offres .....	84,8	94,1	9,3
– Autres pensions .....	33,9	24,2	-9,8
– Bons du Trésor achetés ferme .....	20,6	18,7	-1,9
– Opérations d’escompte net .....	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-16,9	-11,8	5,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>122,4</b>	<b>125,1</b>	<b>2,7</b>

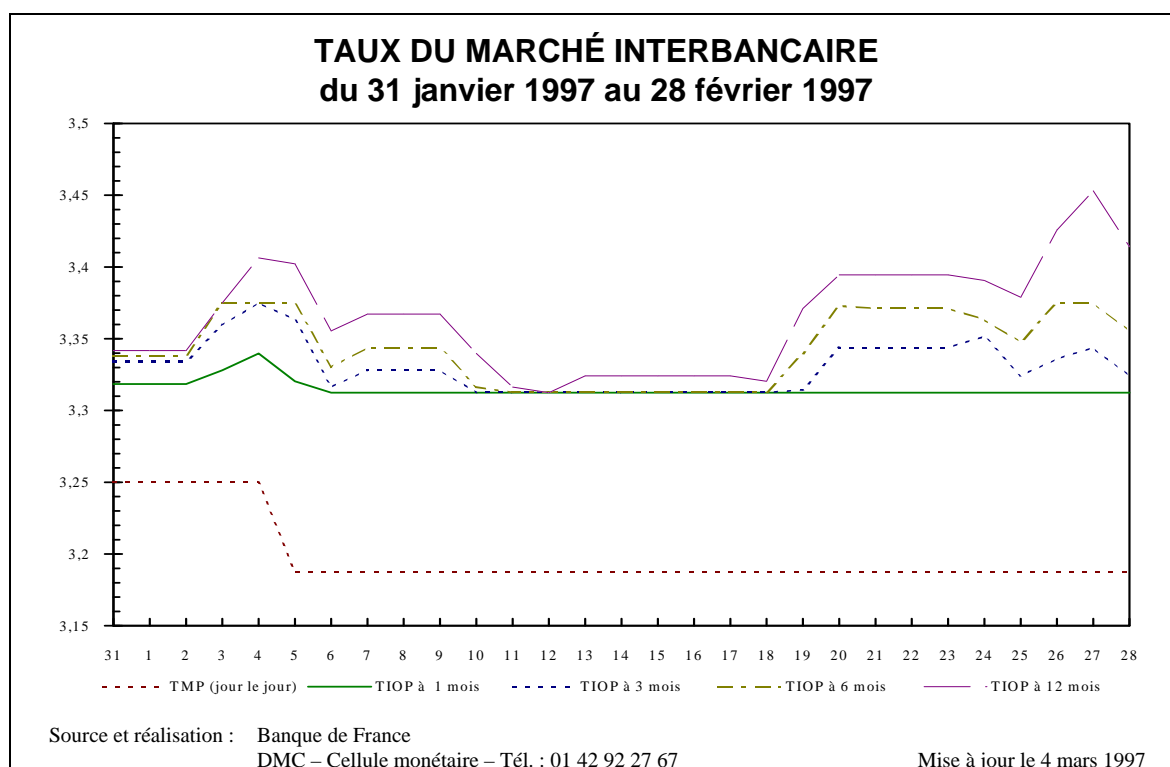
(a) Les facteurs précédés du signe négatif agissent dans le sens d’une diminution de la liquidité.

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

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

Mise à jour le 4 mars 1997

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

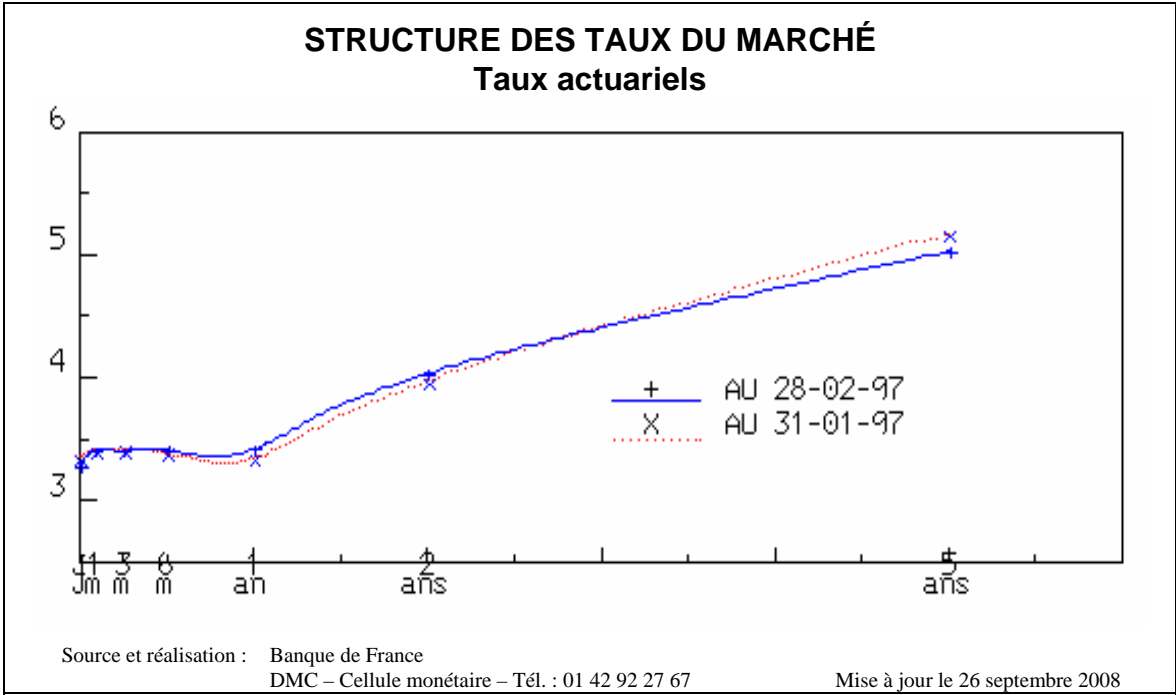


Globalement stables sur les échéances jusqu'à 3 mois, mais en légère hausse au-delà, les rendements à court terme ont enregistré une évolution qui peut être décomposée en trois phases :

- une tension au cours des premiers jours du mois, d'amplitude croissante en fonction de l'éloignement des échéances ;
- une détente au cours de la deuxième semaine, suivie d'une stabilisation jusqu'au 18 février ;
- une remontée progressive par la suite, qui a pris un tour relativement marqué sur les échéances les plus éloignées.

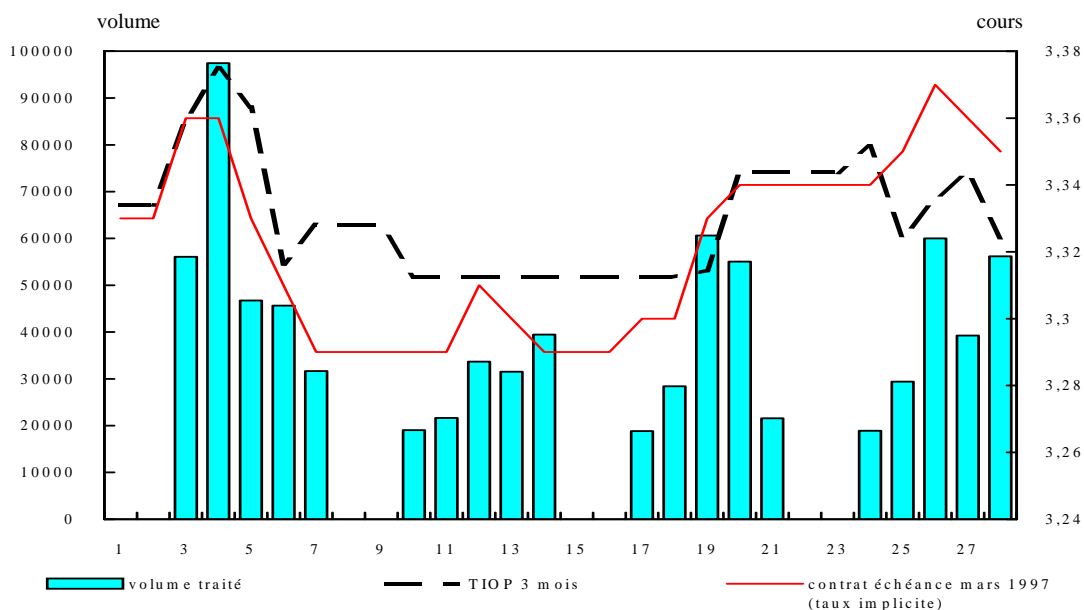
Ce mouvement de consolidation, qui s'est traduit par un redressement de la pente de la courbe des rendements jusqu'à un an, a résulté, pour l'essentiel, de la disparition des anticipations d'une poursuite du processus de desserrement des politiques monétaires en France comme en Allemagne. En France, les anticipations avaient commencé, il est vrai, à se dissiper dès la fin janvier, après que la Banque de France eut fait savoir que son taux des appels d'offres se situait à un niveau approprié compte tenu de l'environnement français et international. Depuis lors, la parution de plusieurs indicateurs témoignant d'un redressement de la conjoncture a contribué à accréditer davantage la perspective d'une stabilité des conditions monétaires au cours des mois à venir. Ce changement des anticipations a été d'autant plus net qu'un processus analogue s'est manifesté en Allemagne, notamment à la suite de la publication d'un taux de croissance de l'agrégat M3 plus élevé que prévu pour le mois de janvier ainsi que de diverses statistiques tendant à confirmer l'hypothèse d'une reprise progressive de l'activité économique outre-Rhin.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 janvier 1997	28 février 1997	Variation
TIOPI à 1 mois.....	3,3184	3,3125	-0,0059
TIOPI à 3 mois.....	3,3340	3,3242	-0,0098
TIOPI à 6 mois.....	3,3379	3,3555	0,0176
TIOPI à 1 an.....	3,3418	3,4141	0,0723
Taux à 2 ans.....	3,9700	4,0300	0,0600
Taux à 5 ans.....	5,1700	5,0200	-0,1500



Les taux implicites des contrats Pibor 3 mois se sont tendus selon un mouvement croissant en fonction de l'éloignement des échéances. Au 28 février, les taux des contrats échéance juin et septembre s'établissaient de 4 points de base à 8 points de base au-dessus du taux au comptant, contre 1 point de base en deçà, il y a un mois.

## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 janvier 1997 au 28 février 1997



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

Mise à jour le 4 mars 1997

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### **Adjudications**

Au cours du mois de février, le Trésor a procédé à l'adjudication de 79,7 milliards de francs de bons à taux fixe (23,8 milliards de francs de BTAN et 55,9 milliards de francs de BTF).

L'encours total de bons en circulation s'élevait, au 28 février 1997, à 1 097,7 milliards de francs, en légère augmentation par rapport à celui observé à la fin du mois précédent (1 065,7 milliards). Le montant des bons en écus est demeuré constant, à 8,5 milliards de francs.



ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXE									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
3 février 1997	BTF	13 sem.	50 900	11 006	0	3,15	3,16	3,24	3,45
3 février 1997	BTF	26 sem.	12 450	3 038	33	3,20	3,21	3,28	3,45
10 février 1997	BTF	13 sem.	45 700	11 135	1 127	3,14	3,14	3,22	3,40
10 février 1997	BTF	43 sem.	16 500	3 342	342	3,19	3,20	3,19	3,32
17 février 1997	BTF	13 sem.	51 400	8 399	394	3,12	3,13	3,21	3,40
17 février 1997	BTF	28 sem.	18 750	5 047	43	3,17	3,17	3,24	3,39
20 février 1997	BTAN 4,75 %	5 ans	43 625	23 815	3 380	101,27	101,20	4,47	5,02
24 février 1997	BTF	13 sem.	47 400	8 481	474	3,14	3,15	3,23	3,44
24 février 1997	BTF	52 sem.	20 200	5 432	426	3,26	3,27	3,32	3,44

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

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

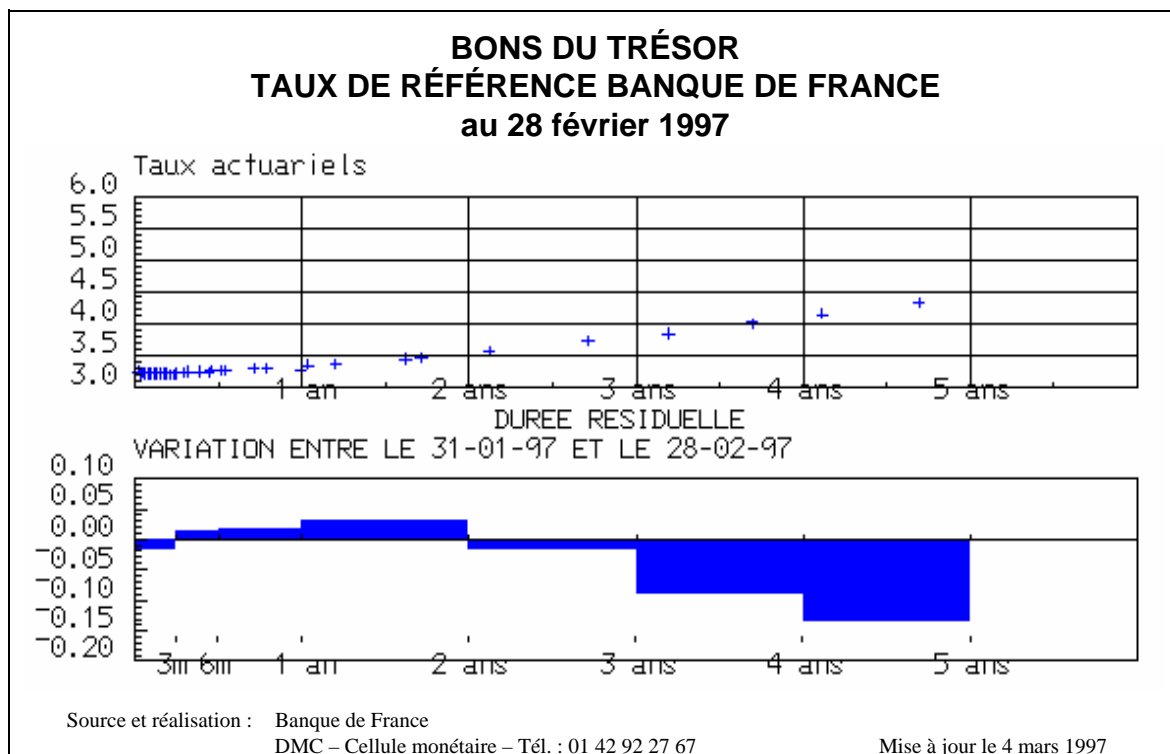
Mise à jour le 4 mars 1997

Entre les dernières adjudications de janvier et de février, les taux à l'émission se sont repliés, respectivement, d'un point de base sur les BTF 13 semaines et de cinq points de base sur les BTF 28 semaines.

S'agissant des BTAN 5 ans, les taux à l'émission ont progressé de 2 points de base entre l'adjudication du 16 janvier et celle du 20 février.

## Marché secondaire

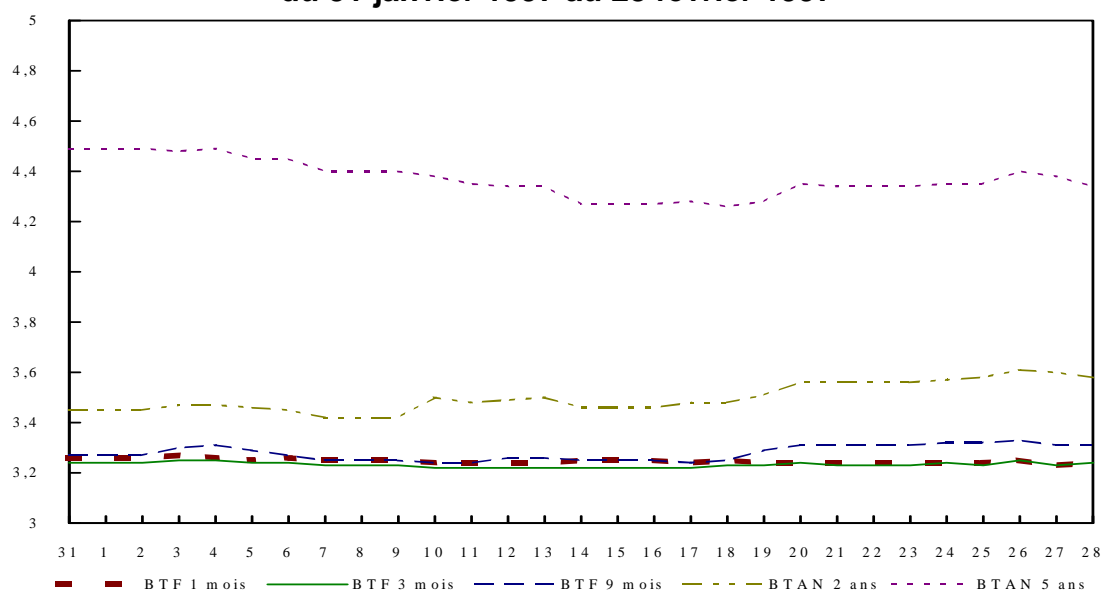
Dans le cadre du renforcement des anticipations de stabilité des taux d'intérêt courts en France au cours des prochains mois, la courbe de rendement des titres d'État s'est sensiblement restructurée en février.



La dissipation des attentes d'un nouveau desserrement monétaire a, en effet, alimenté les stratégies de rallongement de portefeuille mises en place depuis le début de cette année. Le compartiment des BTF — déjà relativement délaissé en raison du portage négatif qui affecte cette partie très courte de la courbe des titres d'État — a subi un mouvement vendeur dans un contexte peu actif qui s'est traduit par une progression de 6 points de base à 7 points de base des rendements des BTF d'échéance comprise entre 6 mois et 1 an.

La réallocation des portefeuilles s'est aussi traduite par des dégagements, en particulier sur la zone des titres d'échéance résiduelle de 2 ans (dont le rendement s'est tendu de 5 points de base sur le mois) au profit de titres de durée plus élevée. Les rendements de la zone 5 ans se sont ainsi repliés de plus de 10 points de base dans un volume d'échanges relativement étoffé.

## TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 janvier 1997 au 28 février 1997



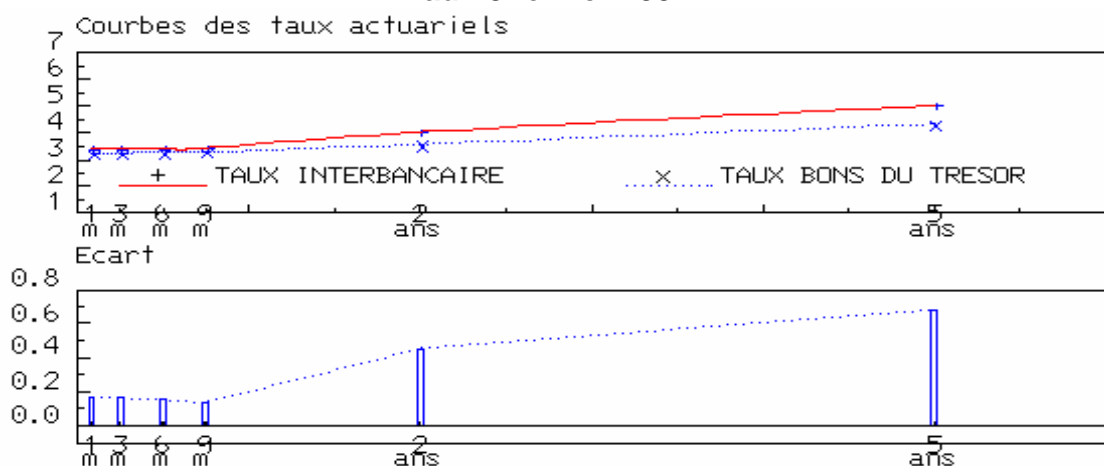
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 mars 1997

Les écarts de rendement entre le marché interbancaire et le compartiment des bons du Trésor n'ont pas enregistré d'évolution notable, à l'exception de la partie très courte de la courbe (échéance inférieure à 9 mois) où le renchérissement des BTF s'est traduit par une diminution de cet écart.

## COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE au 28 février 1997



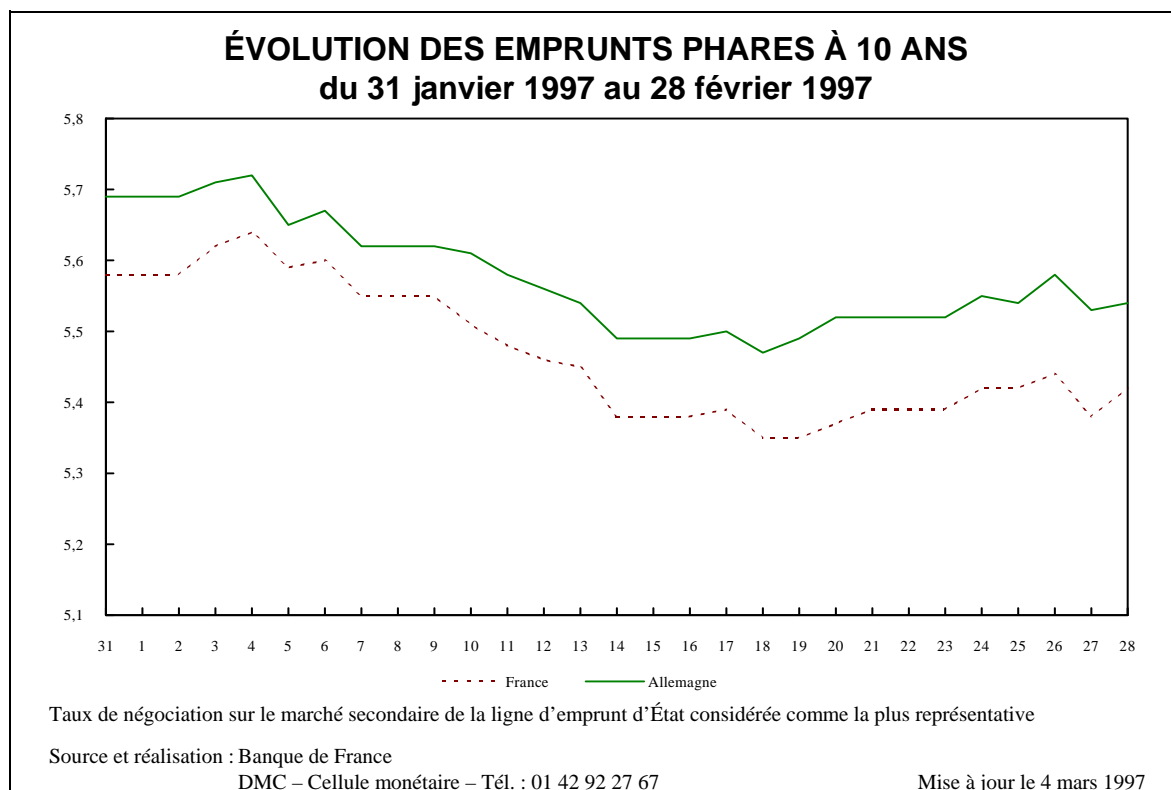
Source et réalisation : Banque de France

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

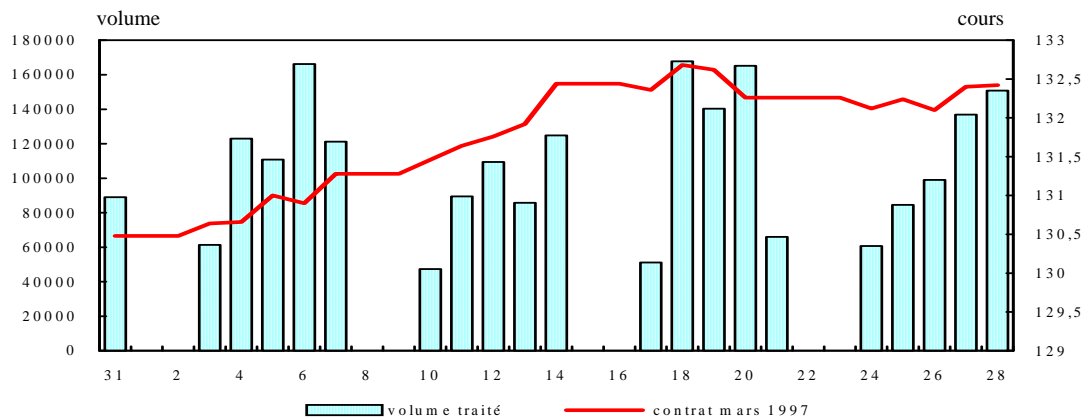
Mise à jour le 4 mars 1997

### 5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le vif mouvement d'appréciation enregistré par le marché obligataire français au cours du mois de février a permis de casser la barre psychologique des 5,50 % pour le rendement de l'OAT 10 ans et d'établir de nouveaux records historiques pour le contrat notionnel (largement au-dessus de 132).



## ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 janvier 1997 au 28 février 1997



Source et réalisation : Banque de France

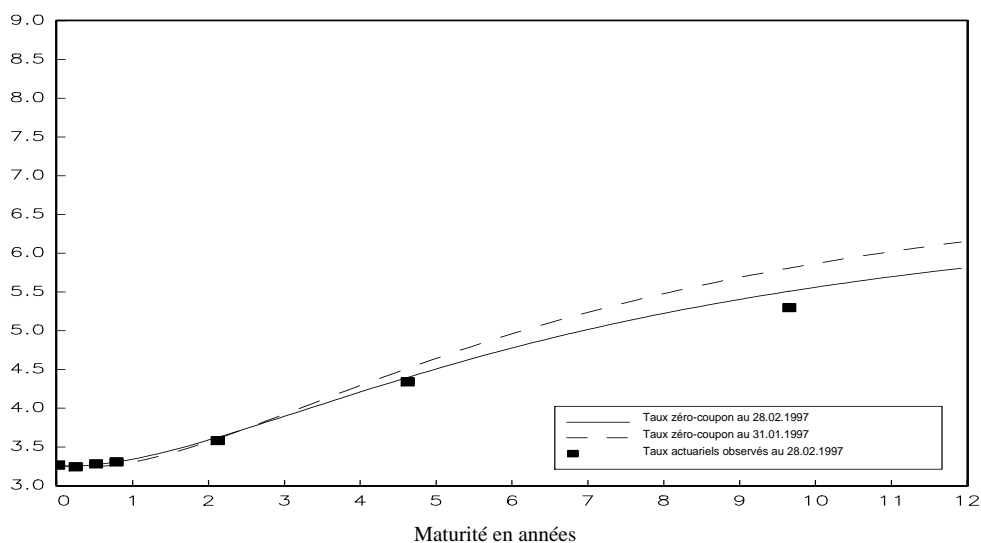
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 4 mars 1997

Ce mouvement d'appréciation s'est effectué principalement au cours de la première quinzaine du mois : la dissipation des anticipations de desserrement ultime des politiques monétaires en Europe a, en effet, incité les opérateurs à accélérer leurs stratégies de rallongement de portefeuille entamées depuis le mois de janvier. La bonne tenue du marché obligataire américain en début de mois, réagissant favorablement au premier repli depuis octobre 1994 de l'indice des prix à la production, enregistré en janvier (- 0,3 %), a constitué aussi un élément secondaire de soutien.

La seconde partie du mois a vu se stabiliser les marchés obligataires européens, ceux-ci manifestant une forte capacité de résistance à la forte correction intervenue sur le marché américain après les propos tenus par M. Greenspan, n'excluant pas un resserrement préventif de la politique monétaire du Système de réserve fédérale.

## 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 mars 1997

Au total, les échéances 10 ans et 30 ans sur le marché secondaire au comptant se sont repliées de 18 points de base et 30 points de base respectivement pour s'établir à la fin du mois de février à 5,42 % et 6,27 %. Les mêmes facteurs de soutien étant à l'œuvre outre-Rhin, les écarts entre les marchés français et allemand n'ont pas connu d'évolution notable : sur l'échéance 10 ans, l'écart était de l'ordre de 15 points de base en faveur du marché français en fin de mois.

Les stratégies de rallongement ont provoqué un net aplatissement de la courbe, l'écart 2 ans-30 ans passant, sur le mois, de 318 points de base à 264 points de base.

Dans le même temps, la principale échéance du contrat notionnel a progressé de près de 200 points de base, atteignant un niveau de 132,42.

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

(arrêtée au 10 mars)

Le marché des taux courts français a été marqué par la poursuite du mouvement de repentification de la courbe. Les taux interbancaires ont progressé de 2 points sur le 3 mois et le 6 mois et de 4 points sur l'année, parallèlement à une baisse des cours des quatre premières échéances du contrat Pibor de 4 points de base à 5 points de base.

Ce mouvement de repentification a également été observé sur le marché obligataire, l'écart 2 ans-10 ans progressant de 177 points de base à 182 points de base (11 points de base et plus de 16 points de base respectivement sur les échéances 2 ans et 10 ans).

## 5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 360,5 milliards de francs à la fin du mois de février, contre 1 380,9 milliards de francs au mois de janvier. Ce léger fléchissement résulte du recul de l'encours des certificats de dépôt pour un montant de 35,6 milliards de francs, partiellement compensé par une progression de l'encours des bons des institutions et des sociétés financières, à hauteur de 2,6 milliards de francs, et de celui des billets de trésorerie, qui a gagné 13,6 milliards. Avec un montant de 458,3 milliards de francs, l'encours des bons à moyen terme négociables est resté proche de son niveau du mois précédent.

Les taux de rendement à l'émission, relevés pendant la période sous revue, se sont faiblement érodés sur les échéances inférieures ou égales à six mois ; ils ont évolué de façon plus erratique sur les durées plus longues. Le volume d'émission réalisé sur les termes inférieurs à un mois s'est sensiblement apprécié pour l'ensemble des titres courts.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une nouvelle diminution des taux à long terme qui a permis au contrat notionnel du Matif d'établir un nouveau record historique, les émissions obligataires réglées au mois de février ont connu une forte progression. L'activité sur le marché primaire obligataire s'est amplifiée tant sur le marché intérieur, avec le retour de la Cades (10 milliards de francs), que sur celui de l'eurofranc, avec notamment l'émission du premier « *parallel bond* » en francs par la République d'Autriche.

## 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 615 milliards de francs le 28 février, contre 650,6 milliards le 31 janvier et 652,5 milliards le 27 décembre.

Les émissions réalisées au cours du mois de février ont atteint 341,7 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 472,5 milliards en janvier et 275,1 milliards en décembre (respectivement 377,3 milliards, contre 474,4 milliards et 320,9 milliards, pour les tombées).

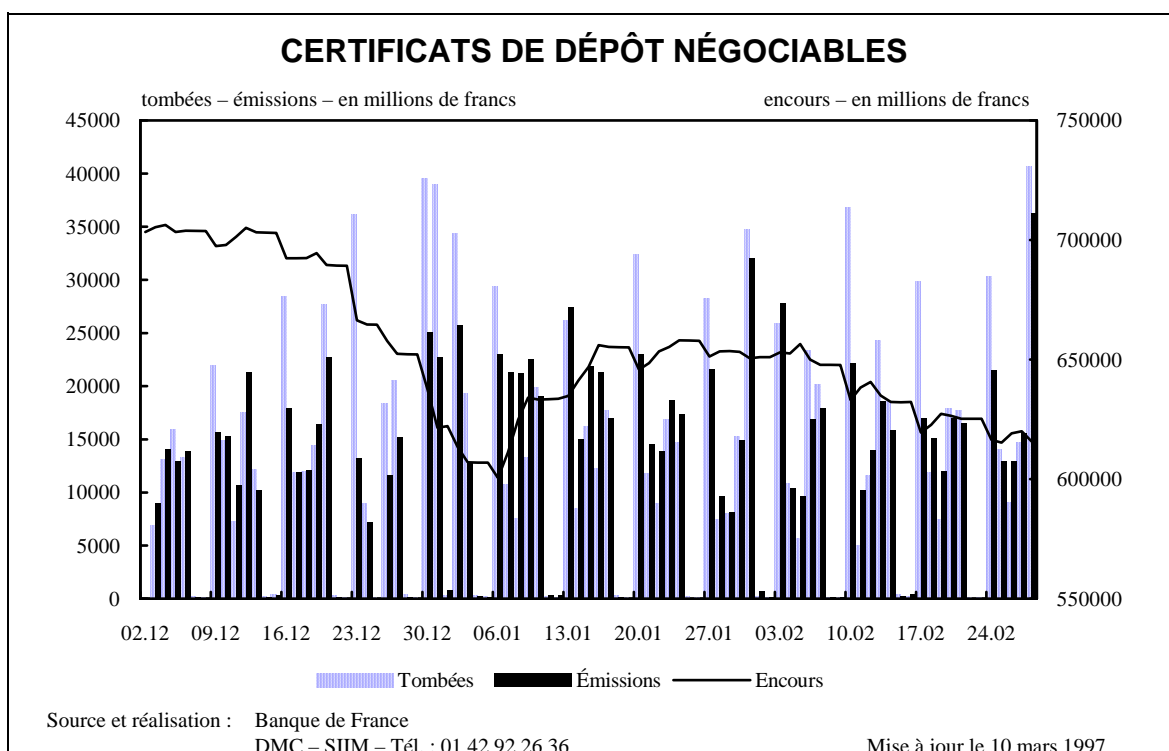
Dix émetteurs ont augmenté leur encours au-delà de 1 milliard de francs au cours du mois de décembre. Les hausses les plus sensibles concernent les établissements suivants : la Commerzbank (3,1 milliards de francs), la Compagnie parisienne de réescompte (2,2 milliards), la Banco Bilbao et la Compagnie bancaire (1,7 milliard chacune), la Sofaxbanque (1,6 milliard) et la Kredietbank (1,5 milliard). À l'inverse, seize émetteurs ont enregistré pendant cette période une baisse supérieure ou égale à 1 milliard de francs ; les décreues les plus conséquentes, au-delà de 3 milliards de francs, concernent la Banque nationale de Paris (- 11,1 milliards), la Caisse nationale de crédit agricole (- 4,7 milliards), Abbey National Treasury Services (- 4,5 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (- 3,8 milliards), la Sanwa Bank (- 3,6 milliards), l'Industrial Bank of Japan (- 3,5 milliards), la Société générale (- 3,4 milliards) et la Banque Paribas (- 3 milliards).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* a peu varié par rapport à celle du mois précédent. Les établissements de crédit ont continué de représenter la part la plus élevée du total (32,1 % des émissions, contre 33,8 % le mois précédent), devant les sociétés et entreprises individuelles (23,2 %, contre 21,2 %), les OPCVM (22,3 %, contre 22,6 %), et les assurances, caisses de retraite et mutuelle (16,9 %, contre 16,1 %).

Les *durées à l'émission* ont été caractérisées par un raccourcissement très sensible des maturités. La part des émissions effectuées entre dix jours et moins d'un mois s'élevant à 48 % de la production, contre 22,1 % le mois précédent ; cette progression s'est effectuée essentiellement aux dépens de la plage comprise entre un mois et trois mois, laquelle n'a recueilli que 34,0 % du montant global d'émission, contre 51,8 % au mois de janvier.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	164,5	48,0
De 1 mois à moins de 3 mois.....	116,4	34,0
De 3 mois à moins de 6 mois.....	56,3	16,4
De 6 mois à 1 an.....	5,2	1,6
<b>Total.....</b>	<b>342,4</b>	<b>100,0</b>

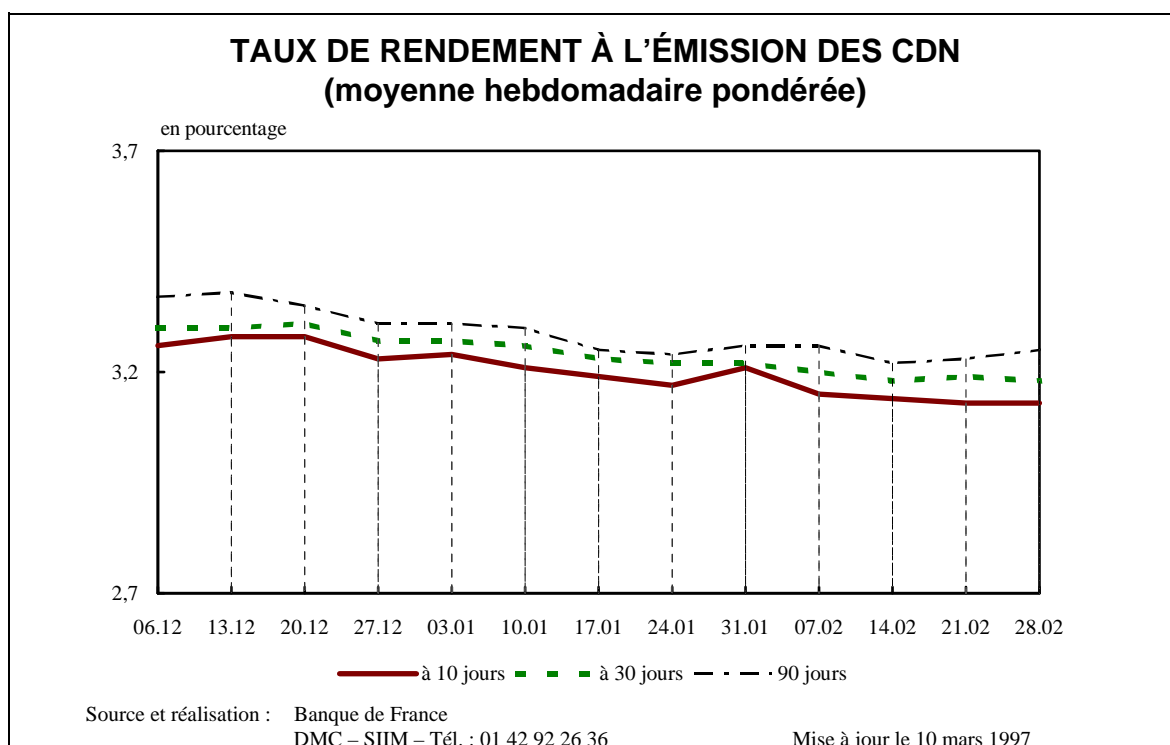




Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 338 le 28 février, chiffre identique à ceux du 31 janvier et du 27 décembre.

Au cours du mois de février, les *taux à l'émission*, calculés en moyenne mensuelle pondérée, se sont légèrement détendus, le recul étant compris entre 3 points de base et 7 points de base pour les échéances inférieures ou égales à 6 mois.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	3 au 7 février	10 au 14 février	17 au 21 février	24 au 28 février
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	3,15	3,14	3,13	3,13
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	3,20	3,18	3,19	3,18
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	3,26	3,22	3,23	3,25
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	2,80	2,70	2,70	2,78
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut) .....	3,25	3,24	3,28	3,28
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,31	3,31	3,31	3,31
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,34	3,31	3,31	3,31



### **Bons à moyen terme négociables (BMTN)**

Les BMTN ont atteint un encours de 458,3 milliards de francs le 28 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 459,3 milliards au 31 janvier et 458,5 milliards au 27 décembre.

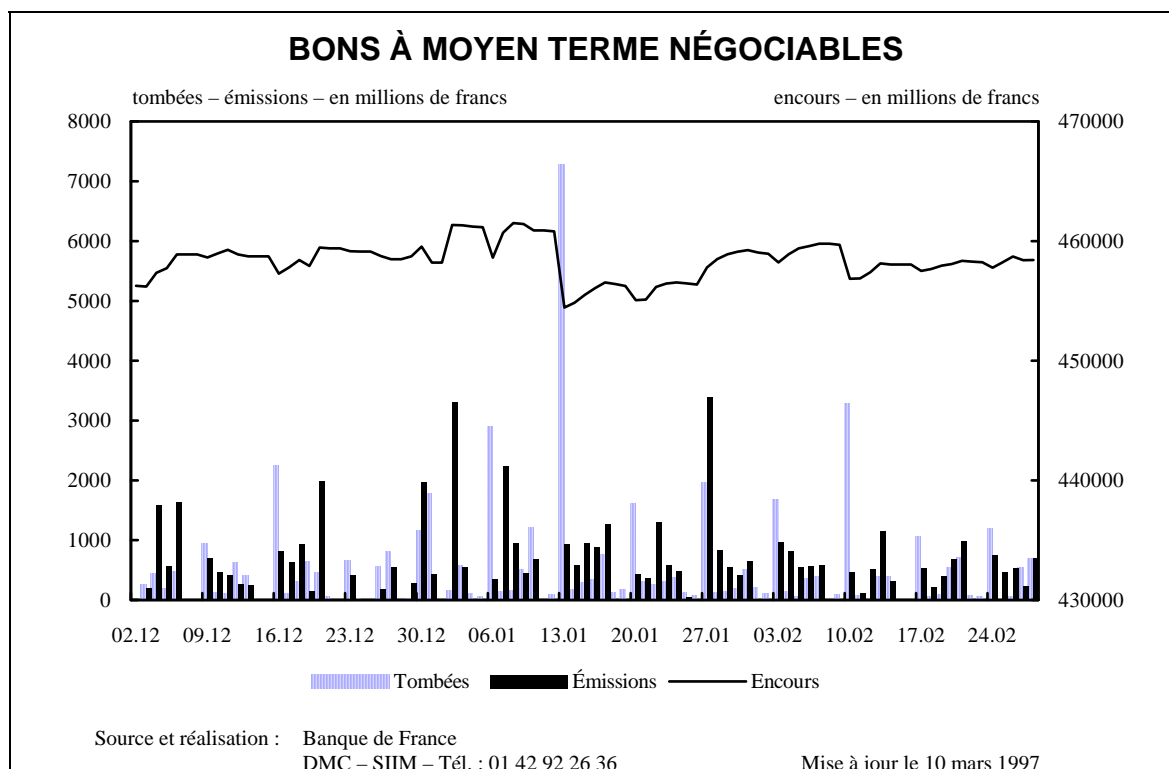
Les émissions réalisées au cours du mois de février se sont élevées à 11,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 24,8 milliards en janvier et 13,2 milliards en décembre (respectivement 12,3 milliards, contre 24 milliards et 10,8 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 242 au 28 février, contre 239 au 31 janvier et 240 au 27 décembre. Les progressions d'encours les plus significatives pendant la période sous revue ont été le fait du Crédit local de France (+ 0,7 milliard de francs) et du Crédit industriel et commercial (+ 0,6 milliard) ; à l'opposé, le retrait le plus significatif provient de la Banque française du commerce extérieur dont l'encours s'est rétracté de 1,6 milliard de francs.

La *souscription* des établissements de crédit a retrouvé au cours de la période son niveau du mois de décembre ; elle a atteint 60,9 % du montant global d'émission, contre 46,8 % seulement en janvier. Parallèlement, les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont réduit leur niveau de participation avec 11,5 % du total, contre 22,2 % au mois de janvier ; enfin, la part des sociétés et entreprises individuelles a progressé, pour passer de 7,0 % en janvier à 13,3% en février.

La répartition des émissions par durée a été caractérisée par un allongement des maturités. La tranche d'émission de un an à deux ans a été moins sollicitée, constituant 28,6 % de la production, contre 41,9 % le mois précédent, alors que les émissions comprises entre deux ans et sept ans ont constitué 63,6 % du total, contre 46,1 % en janvier.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans .....	3,3	28,6
De 2 ans à moins de 3 ans.....	4,2	37,3
De 3 ans à moins de 5 ans.....	0,8	7,1
De 5 ans à moins de 7 ans.....	2,2	19,2
De 7 ans et plus.....	0,9	7,8
<b>Total .....</b>	<b>11,4</b>	<b>100,0</b>



Les *taux à l'émission* ont varié de façon différenciée selon les échéances. On enregistre ainsi une baisse de 22 points de base pour les émissions à 10 ans et une hausse de 25 points de base pour les titres d'une durée initiale de 7 ans. Ces variations sont cependant peu significatives car elles doivent être rapportées à la faiblesse des volumes échangés sur les termes considérés.

### **Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)**

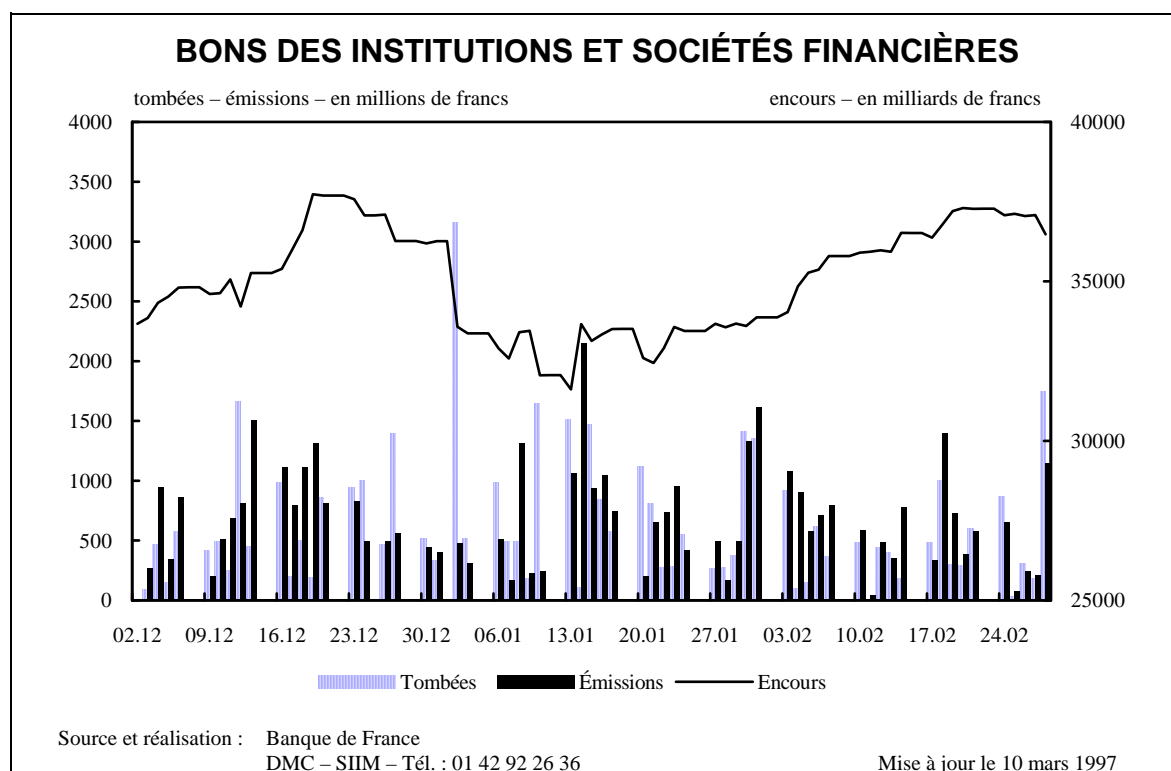
L'encours de ces bons se montait à 36,5 milliards de francs le 28 février, contre 33,9 milliards le 31 janvier et 36,3 milliards le 27 décembre. À fin février, 50,2 % de l'encours global correspondait aux opérations d'un seul émetteur, le Crédit local de France, disposant d'un encours de 18,3 milliards de francs.

Les émissions réalisées au cours du mois de février ont atteint 12,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 17,2 milliards en janvier et 14 milliards en décembre (respectivement 9,5 milliards, contre 19,6 milliards et 11,3 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de BISF est restée stable par rapport au mois précédent (64,6 %, contre 63,2 %). Celle des OPCVM s'est amoindrie, pour atteindre 17,0 %, contre 26,5 % en janvier, essentiellement au bénéfice des administrations publiques et privées qui gagnent plus de 6 points (14,0 %, contre 7,6 % le mois précédent).

Les *durées à l'émission* ont été marquées par un raccourcissement très sensible des maturités, les souscriptions à moins d'un mois gagnant plus de 34 points (39,0 %, contre 4,8 % en janvier), alors que la tranche de trois mois à six mois ne représente plus que 24,0 % du total, contre 52,8 % le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	4,7	39
De 1 mois à moins de 3 mois.....	4,0	33,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	2,9	24,0
De 6 mois à 1 an.....	0,5	3,7
<b>Total.....</b>	<b>12,1</b>	<b>100,0</b>



Les *taux de rendement à l'émission* se sont érodés sur la plupart des échéances avec un retrait maximal de 11 points de base sur la durée de 10 jours.

### **Billets de trésorerie (BT)**

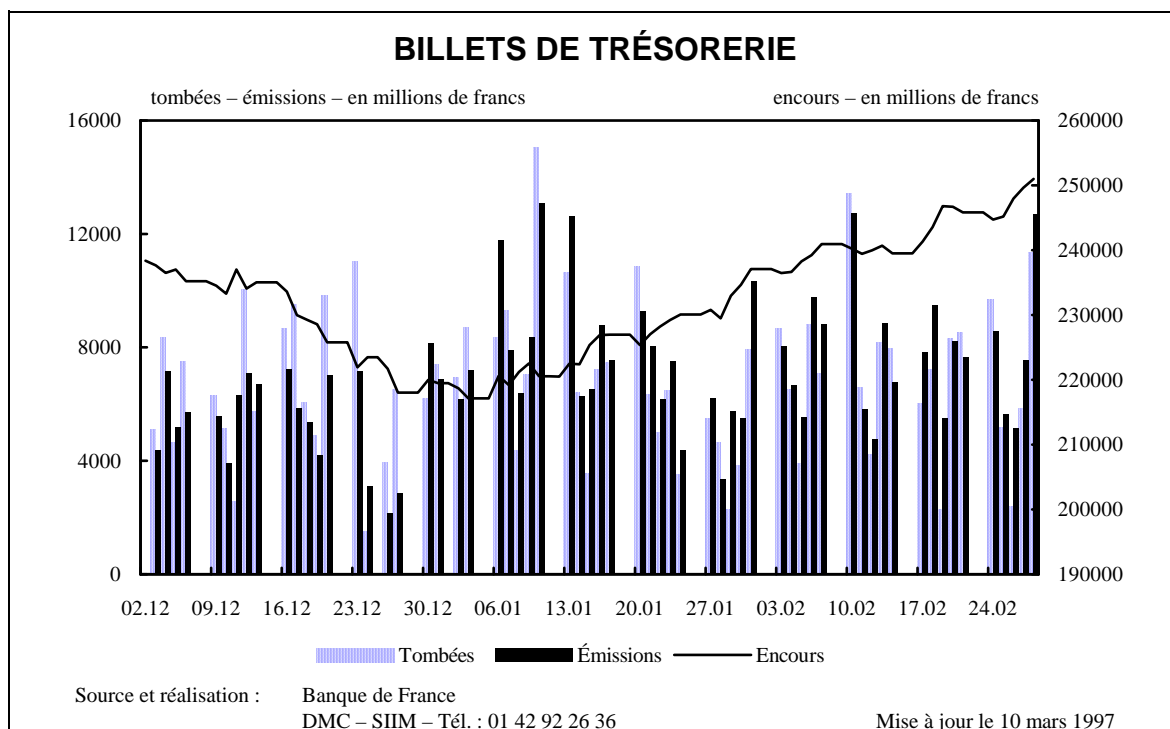
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 250,7 milliards de francs le 28 février (dernier chiffre provisoire disponible), contre 237,1 milliards le 31 janvier et 218 milliards le 27 décembre. Le 27 décembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 104, contre 103 à la fin du mois de janvier et 96 à fin décembre. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 155,8 milliards de francs, contre 184,1 milliards en janvier et 105,2 milliards en décembre (respectivement 142,2 milliards de francs, contre 165,1 milliards et 125,2 milliards, pour les tombées).

Huit émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois ; il s'agit de la SNCF (6,4 milliards de francs), Total CFP (2,4 milliards), EDF (2,3 milliards), Alcatel-Alsthom (1,8 milliard), Carrefour (1,7 milliard), Fiat France SA (1,6 milliard), Pinault-Printemps (1,3 milliard) et Financière Agache (1 milliard). Dans le même temps, seuls cinq émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : Elf Aquitaine Finance (- 2,4 milliards), Gaz de France et Morgan Stanley Group (- 1,1 milliard chacune), la Snecma et Guinness PLC (- 1 milliard chacune).

Les établissements de crédit ont maintenu une présence proche de celle du mois précédent ; ils ont souscrit 76,5 % des titres émis, contre 78,3 % pour le mois de janvier. La part des OPCVM a légèrement augmenté ; elle s'établit à 13,2 % du total, contre 9,6 % au cours de la période antérieure, alors que la participation des assurances, caisses de retraite et mutuelles est retombée à son niveau du mois de décembre (3,9 %, contre 6,1 % en janvier).

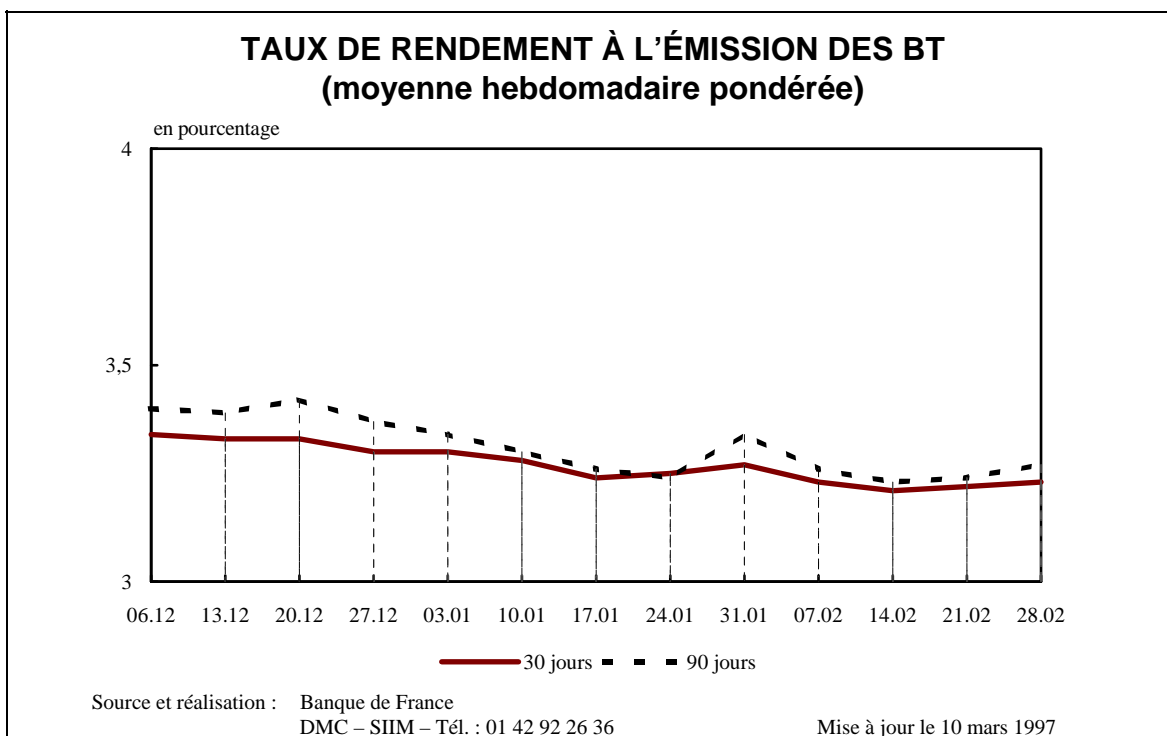
La répartition mensuelle des émissions par durée a été caractérisée par un très net raccourcissement des maturités traitées. La plus forte part de la production s'est concentrée sur les durées inférieures à un mois avec 55,2 % du montant global, contre 13,0 % en janvier ; en contrepartie, les émissions effectuées dans la tranche de un mois à trois mois n'ont constitué que 34,2 % du total, soit une décre de près de 38 points par rapport au mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	86,1	55,2
De 1 mois à moins de 3 mois.....	53,4	34,2
De 3 mois à moins de 6 mois.....	15	9,6
De 6 mois à 1 an.....	1,6	1
<b>Total.....</b>	<b>156,1</b>	<b>100,0</b>



Les *taux de rendement à l'émission* des billets de trésorerie, calculés en moyenne mensuelle, sont légèrement repliés sur les termes inférieurs ou égaux à six mois, dans une proportion comprise entre 2 points de base et 5 points de base.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	3 au 7 février	10 au 14 février	17 au 21 février	24 au 28 février
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,22	3,20	3,38	3,26
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,23	3,21	3,22	3,23
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,26	3,23	3,24	3,27
Billets de 20 à 40 jours (plus bas) .....	3,19	3,14	3,18	3,18
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,28	3,31	3,31	3,31
TIOP à 1 mois (plus bas) .....	3,31	3,31	3,31	3,31
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,34	3,31	3,31	3,31



## 5.2.2. Le marché primaire obligataire en février

### ***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 nouvelle diminution des taux à long terme, qui a permis au contrat notionnel du Matif d'établir un nouveau record historique, les émissions obligataires réglées au mois de février ont connu une forte progression. L'activité sur le marché primaire obligataire s'est amplifiée tant sur le marché intérieur, avec le retour de la Cades (10 milliards de francs), que sur celui de l'eurofranc, avec notamment l'émission du premier « *parallel bond* » en francs par la République d'Autriche.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont ainsi atteint 70 milliards de francs, après 40 milliards en janvier et 53 milliards en décembre. Plus de 72 % des titres réglés en février ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 7 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Février 1997	2 mois 1997	2 mois 1996	Année 1996		Février 1997	2 mois 1997	2 mois 1996	Année 1996
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
33,6	60,8	54,0	301,4	État	31,9	58,1	29,0	248,6
6,6	9,4	16,8	68,6	Établissements de crédit et assimilés	0,2	- 1,2	1,9	- 49,7
4,9	8,4	13,6	55,2	Sociétés non financières	- 2,5	- 2,2	7,9	30,4
10,0	10,0	-	49,9	Autres émetteurs résidents	9,5	9,5	- 0,8	46,4
<b>55,1</b>	<b>88,6</b>	<b>84,3</b>	<b>475,1</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>39,1</b>	<b>64,1</b>	<b>38,0</b>	<b>275,7</b>
-	-	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 1,0</b>	-	<b>- 1,8</b>
<b>55,1</b>	<b>88,6</b>	<b>84,3</b>	<b>475,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>39,1</b>	<b>63,1</b>	<b>38,0</b>	<b>273,9</b>
4,7	10,3	1,1	24,4	dont émissions en écus (b)	4,7	10,3	1,1	24,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
0,2	3,7	6,2	25,5	Établissements de crédit et assimilés	- 0,9	- 3,3	- 3,9	- 6,8
-	-	-	6,2	Sociétés non financières	-	- 1,5	- 0,3	2,9
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>0,2</b>	<b>3,7</b>	<b>6,2</b>	<b>31,7</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 4,8</b>	<b>- 4,2</b>	<b>- 3,9</b>
<b>14,5</b>	<b>17,0</b>	<b>13,9</b>	<b>161,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>14,3</b>	<b>14,7</b>	<b>13,4</b>	<b>139,3</b>
<b>14,7</b>	<b>20,8</b>	<b>20,1</b>	<b>193,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>13,5</b>	<b>9,9</b>	<b>9,2</b>	<b>135,4</b>
-	0,5	-	2,6	dont émissions en écus	-	- 5,5	-	0,5
-	0,5	-	2,6	dont émissions en écus des résidents	-	- 5,5	-	0,5

(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 – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 10 mars 1997

La **collecte des résidents** est ressortie à 55 milliards de francs (37 milliards en janvier), soit près de 80 % des émissions réglées en février.



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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Février 1997	2 mois 1997	2 mois 1996	Année 1996		Février 1997	2 mois 1997	2 mois 1996	Année 1996
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
28,9	50,5	52,9	277,0	État	27,2	47,8	27,9	224,2
6,8	12,7	23,0	91,5	Établissements de crédit et assimilés	- 0,6	1,0	- 2,0	- 57,0
4,9	8,4	13,6	61,3	Sociétés non financières	- 2,5	- 3,7	7,6	33,3
10,0	10,0	-	49,9	Autres émetteurs résidents	9,5	9,5	- 0,8	46,4
<b>50,5</b>	<b>81,6</b>	<b>89,5</b>	<b>479,8</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>33,6</b>	<b>54,6</b>	<b>32,7</b>	<b>246,9</b>
<b>14,5</b>	<b>17,0</b>	<b>13,9</b>	<b>161,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>14,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,4</b>	<b>137,5</b>
<b>65,0</b>	<b>98,6</b>	<b>103,3</b>	<b>641,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>47,9</b>	<b>68,3</b>	<b>46,1</b>	<b>384,4</b>
50,4	78,4	83,2	450,7	dont émissions intérieures	34,5	52,9	38,2	249,5
50,4	78,4	83,2	450,7	dont émissions intérieures des résidents	34,5	53,9	38,2	251,3
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
4,7	10,3	1,1	24,4	État	4,7	10,3	1,1	24,4
-	0,5	-	2,6	Établissements de crédit et assimilés	-	- 5,5	-	0,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>4,7</b>	<b>10,8</b>	<b>1,1</b>	<b>27,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>1,1</b>	<b>24,9</b>
-	-	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	-	-	-
<b>4,7</b>	<b>10,8</b>	<b>1,1</b>	<b>27,0</b>	<b>TOTAL</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>1,1</b>	<b>24,9</b>
4,7	10,3	1,1	24,4	dont émissions intérieures	4,7	10,3	1,1	24,4
4,7	10,3	1,1	24,4	dont émissions intérieures des résidents	4,7	10,3	1,1	24,4

(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 – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 10 mars 1997

Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 33,6 milliards de francs (27,2 milliards en janvier). Les fonds en francs ont été levés sur deux lignes, l'OAT 5,50 % avril 2007<sup>1</sup> et l'OAT 6,50 % avril 2011. Lors de l'adjudication du 6 février, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 23,9 milliards de francs, auquel il faut ajouter 3,6 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,60 %, en baisse de 34 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 13 février et qui portait sur la ligne 5,50 % avril 2007. Le montant nominal émis s'est élevé à 738 millions d'écus, soit environ 4,7 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 5,91 %, en baisse de 43 points de base par rapport à l'adjudication du 9 janvier.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée pour l'essentiel sur le marché intérieur<sup>2</sup>, est passée de 10 milliards de francs à 22 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés non financières ont respectivement levé 6,8 milliards de francs et 4,9 milliards.

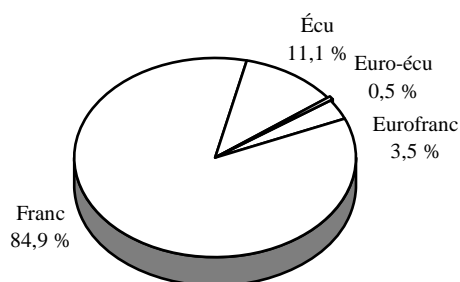
La collecte des émetteurs non résidents, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 14,5 milliards de francs en février, après 2,5 milliards en janvier.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 6 au 21 février) ont atteint 1,1 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,34 %.

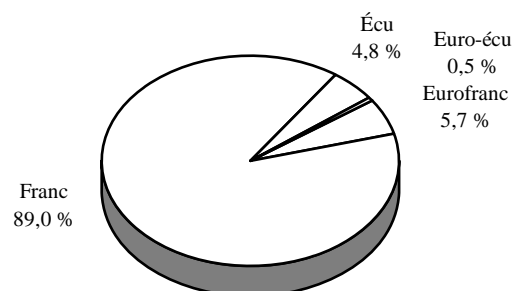
<sup>2</sup> En raison de l'interdiction — renouvelée fin 1994 par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc, s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents, la quasi-totalité des émissions des résidents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

## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

2 mois 1997

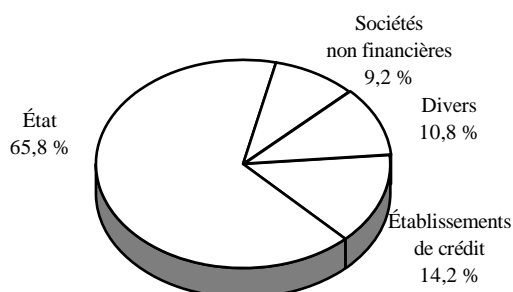


Année 1996

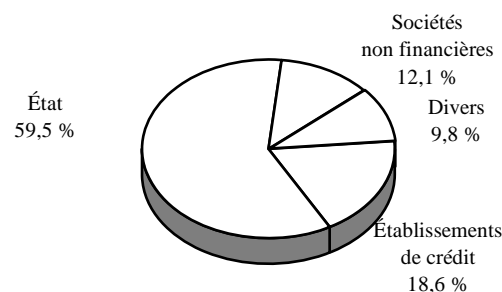


## ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

2 mois 1997



Année 1996



Réalisation : Banque de France  
DESM - SEVAM - Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 10 mars 1997

Au terme des deux premiers mois de 1997, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 92 milliards de francs, en hausse de 2 % par rapport à celle correspondante de janvier 1996. Globalement, les résidents ont moins sollicité le compartiment de l'eurofranc (3,5 % du montant de leurs emprunts début 1997, contre 6,0 % seulement sur l'ensemble de l'année 1996), et la proportion des émissions libellées en écus apparaît en forte hausse. La part de l'État a représenté 66 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée début 1997 par les résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 60 % pour l'ensemble de l'année 1996.

### **Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois de février**

Sur le marché intérieur, le groupe de cosmétiques Clarins a innové en procédant à la première émission d'obligations convertibles à coupon zéro en francs français, pour un montant de 890 millions de francs.

Sur le marché international, la République d'Autriche, absente du marché de l'eurofranc depuis 1991, a utilisé un nouveau type de produit, le premier « *parallel bond* » en francs. Cet emprunt, d'un montant de 5 milliards de francs, a les mêmes caractéristiques (coupon et date d'échéance) qu'une obligation domestique autrichienne déjà existante. Ainsi, lors du passage à la monnaie unique, ces deux titres pourront être assimilés dans une même ligne, l'Autriche s'étant engagée à convertir ces deux emprunts en euro.

On mentionnera, enfin, les emprunts du Conseil de l'Europe (1,3 milliard de francs), de Freddie Mac (1 milliard) et du Royaume de Suède (500 millions) qui ont pour point commun d'associer un taux fixe les cinq premières années, puis un taux variable indexé sur le TEC 10.

### 5.2.3. Le marché primaire des actions en janvier <sup>1</sup>

<b>ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT</b>					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Novembre 1996	Décembre 1996	Janvier 1997	Janvier 1996	Année 1996
<b>TOTAL ÉMIS (a)</b> .....	<b>8,3</b>	<b>14,2</b>	<b>96,3</b>	<b>41,1</b>	<b>286,0</b>
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	7,2	12,9	88,9	37,4	264,8
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	1,0	1,1	0,4	0,6	16,5
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,1	0,2	7,0	3,1	4,7
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	1,8	1,5	1,7	7,9	40,3
– émissions avec appel public à l' épargne (c).....	1,8	1,0	1,2	6,8	38,5

(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 – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23

Mise à jour le 10 mars 1997

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 96 milliards de francs en janvier, après 14 milliards en décembre. Au terme du premier mois de 1997, leur montant apparaît en nette progression d' une année à l' autre <sup>2</sup>.

Les émissions de titres cotés sont passées de 1,5 milliard de francs en décembre à 1,7 milliard en janvier. À fin janvier 1997, elles représentaient 2 % du montant total des émissions d'actions, contre 14 % pour l'ensemble de l'année 1996.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l' épargne sont en baisse d' une année à l' autre.

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

<sup>2</sup> 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

Dans un contexte de hausse persistante des principaux marchés mondiaux, la Bourse de Paris a poursuivi son mouvement de progression, à un rythme toutefois légèrement inférieur à celui du mois de janvier.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 s'est inscrit en hausse de 3,62 %, contre 8,67 % en janvier. En dépit de ce ralentissement, la progression à l'œuvre depuis le début de l'année n'en a pas moins été très sensible puisqu'elle représente, sur deux mois seulement, environ la moitié de la croissance de l'indice observée en 1996.

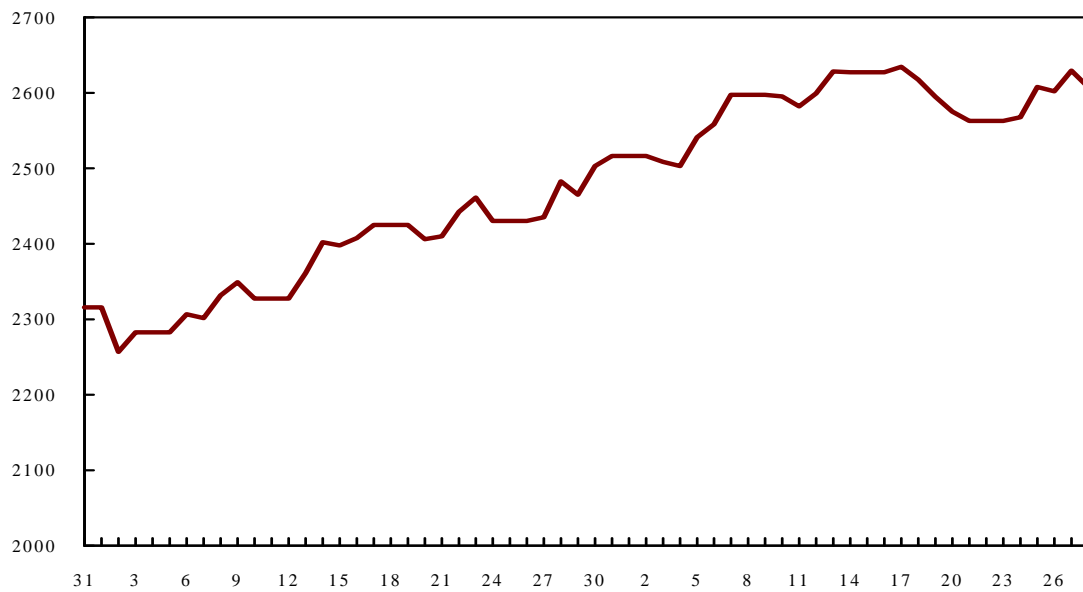
La liquidation mensuelle s'est soldée par un gain de 5,45 %, soit la septième liquidation positive consécutive. Toutefois, on a assisté à un premier recul hebdomadaire depuis le début de l'année, notamment sous l'effet de prises de bénéfice et de l'évolution plus heurtée de la Bourse de New York.

INDICES BOURSIERS				
	31 janvier 1997	28 février 1997	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones) .....	6 813,09	6 877,74	0,95	6,66
Londres (FT 100) .....	4 275,80	4 308,30	0,76	4,61
Tokyo (Nikkei) .....	18 330,01	18 557,00	1,24	-4,15
Paris (CAC 40) .....	2 516,56	2 607,55	3,62	12,60
Francfort (DAX) .....	3 035,15	3 259,64	7,40	12,84

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

Mise à jour le 4 mars 1997

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 décembre 1996 au 28 février 1997



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 mars 1997

#### 5.3.2. La tendance au début du mois de mars

(arrêtée au 10)

Soutenue par l'évolution favorable de la Bourse de New York, la Bourse de Paris a poursuivi sa progression, le CAC 40 affichant un gain de 3,9 % sur la semaine.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les moyens de paiement (*M1*) ont diminué en janvier 1997 (– 2,2 %). Leur progression annuelle s'est établie à 0,8 %. L'agrégat *M2*, qui comprend *M1* et les placements à vue à taux réglementé, a également reculé (– 0,3 %). Sa croissance annuelle est néanmoins restée soutenue (+ 3,3 %). L'agrégat *M3*, composé de *M2* et des placements liquides rémunérés à taux de marché, a fléchi de 0,5 % en janvier (– 28,9 milliards de francs cvs) et a enregistré une baisse de 2,9 % sur un an.

Cette baisse reflète en premier lieu l'essor des placements d'épargne contractuelle, qui est resté très soutenu. L'agrégat *P1* a progressé de 1,8 % en janvier (+ 34,8 milliards de francs cvs) et de 17,2 % sur un an. Au total, l'ensemble des placements recensés dans *M3 + P1* a été quasiment stable en janvier (+ 0,1 %) et a progressé de 1,8 % sur un an. En outre, les autres placements à long terme (notamment l'assurance-vie) sont toujours dynamiques.

L'*endettement intérieur total* a très peu varié en décembre 1996 (– 0,1 %). Sur un an, il a progressé de 2,6 %. L'endettement de l'État s'est accru de 8,5 % en 1996. Il faut noter la décélération de cet endettement, qui avait crû en 1995 de 13,4 %. L'encours des crédits à l'économie, en baisse de 1,2 % en décembre 1996, a diminué de 2,5 % en un an, le taux d'autofinancement du secteur productif demeurant significativement supérieur à 100 %. On note enfin une nette reprise de la distribution des prêts nouveaux, dont la progression en 1996 est estimée à 15,8 %.

## STATISTIQUES

*(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)*

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>			
À FIN JANVIER 1997			
M1 .....	1 684,2	-2,2	0,8
M2 .....	3 263,2	-0,3	3,3
M3 .....	5 254,5	-0,5	-2,9
M4 .....	5 346,1	-0,5	-2,7
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>			
À FIN JANVIER 1997			
P1 .....	1 957,9	1,8	17,2
M3 + P1 .....	7 212,4	0,1	1,8
<b>AGRÉGATS DE FINANCEMENT</b>			
À FIN DÉCEMBRE 1996			
Endettement intérieur total .....	10 832,1	-0,1	2,6
– dont : État .....	3 482,5		8,5
Crédits à l'économie (c) .....	6 347,3	-1,2	-2,5
<b>ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX</b>			
À FIN DÉCEMBRE 1996 (d) .....			
	–	–	15,8
(a) Calculées à partir des encours fin de mois cvs      (b) Calculées à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 <sup>er</sup> janvier ; données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation : Banque de France			
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 4 mars 1997

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin janvier 1997)

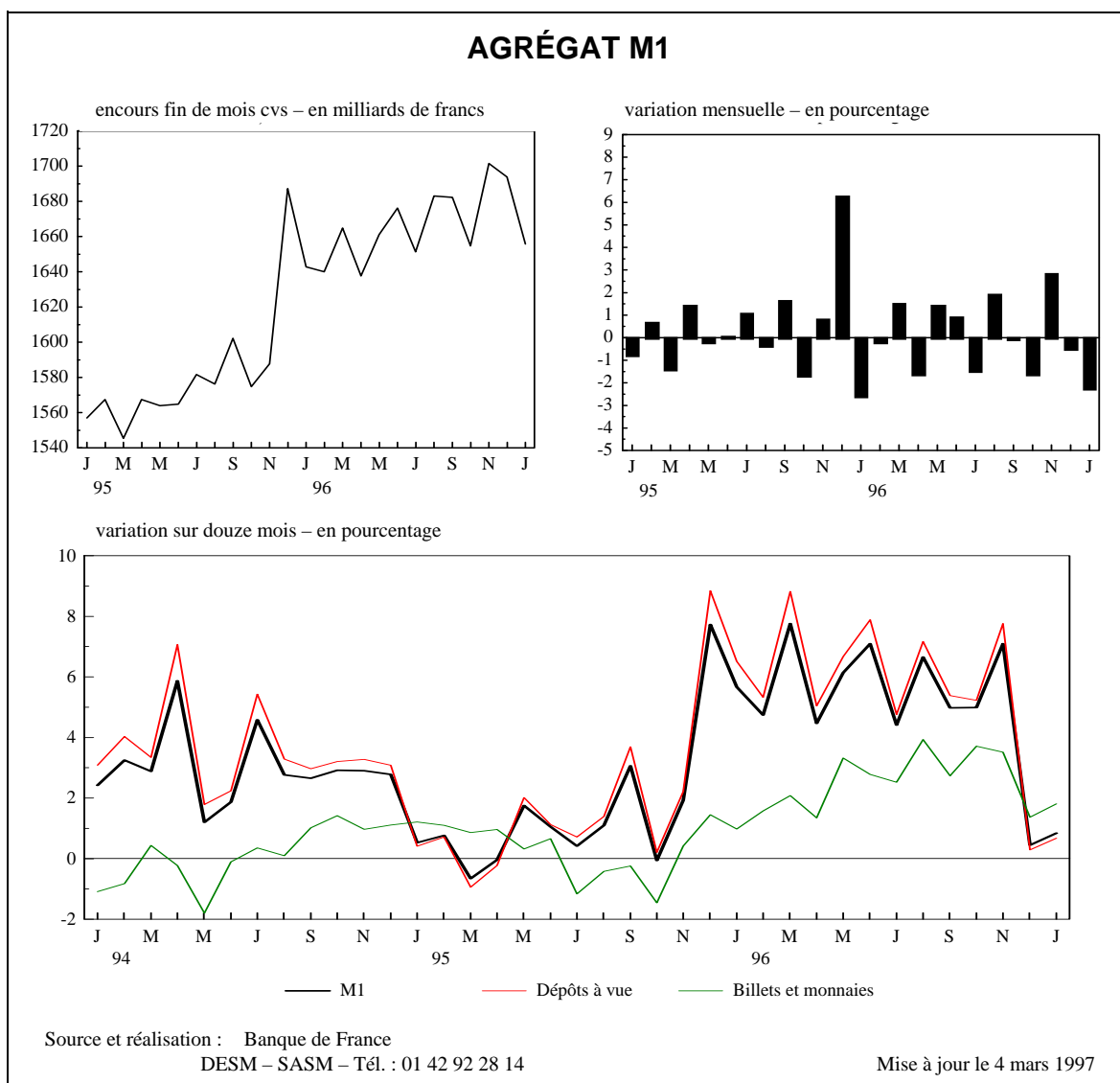
<b>LES AGRÉGATS DE MONNAIE ET P1</b>					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois brut	
	Janvier 1997	Décembre 1996	Janvier 1997	Décembre 1996	Janvier 1997
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>					
<i>Billets et monnaies</i> .....	248,5	-0,9	0,1	1,4	1,8
<i>Dépôts à vue</i> .....	1 435,6	-0,4	-2,7	0,3	0,7
<b>Total M1</b> .....	<b>1 684,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>
M2 – M1 .....	1 579,0	-0,4	1,8	6,9	6,1
<i>Livrets A</i> .....	682,4	-1,3	1,0	-7,3	-8,2
<i>Livrets bleus</i> .....	92,1	-1,4	0,3	-5,8	-7,3
<i>Comptes d'épargne-logement</i> .....	156,6	0,1	0,8	7,9	8,5
<i>Codevi</i> .....	207,0	-0,5	1,3	4,5	2,2
<i>Livrets d'épargne populaire</i> .....	173,9	1,6	0,2	69,6	69,9
<i>Livrets jeunes</i> .....	26,0				
<i>Livrets soumis à l'impôt</i> .....	241,0	1,8	3,7	24,6	22,5
<b>Total M2</b> .....	<b>3 263,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>
M3 – M2 .....	1 991,3	-1,8	-0,9	-10,7	-11,7
<i>Dépôts et TCN en devises</i> .....	97,0			2,2	-8,6
<i>Dépôts à terme (a)</i> .....	371,3	-3,0	-0,4	-24,6	-20,4
<i>Bons de caisse et d'épargne</i> .....	163,2	-1,5	-2,2	-11,7	-12,3
<i>Titres de créances négociables (b)</i> .....	298,1	-3,7	2,4	-22,9	-16,8
– Certificats de dépôt et BMTN .....	282,5			-23,2	-17,1
– Bons et BMTN des ISF .....	15,6			-18,9	-11,7
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i> .....	1 033,8	0,0	-2,1	-1,4	-7,0
<i>Parts de fonds communs de créances</i> .....	28,0				
<b>Total M3</b> .....	<b>5 254,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,9</b>
M4 – M3 .....	91,6	-5,0	5,4	7,7	10,4
<i>Bons du Trésor (b)</i> .....	71,3			0,1	22,2
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i> .....	20,3			33,2	-17,7
<b>Total M4</b> .....	<b>5 346,1</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,7</b>
<b>AGRÉGATS DE PLACEMENT</b>					
<i>Plans d'épargne-logement</i> .....	959,9	1,0	2,2	23,5	24,1
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i> .....	11,4				
<i>Plans d'épargne populaire</i> .....	585,3			14,2	13,7
– dont : Entreprises d'assurance .....	118,0				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i> .....	115,8			33,4	36,2
<i>Bons de capitalisation</i> .....	285,5	-0,2	0,4	-0,9	-0,9
<b>Total P1</b> .....	<b>1 957,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>16,8</b>	<b>17,2</b>
<b>Total M3 + P1</b> .....	<b>7 212,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>
<p>(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres</p> <p>(b) 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.</p> <p>(c) Comptes espèces associés aux plans d'épargne en actions, contrats d'épargne auprès des sociétés de crédit différé et autres comptes d'épargne à régime spécial</p> <p>Source et réalisation : Banque de France</p>					

DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 4 mars 1997



## 6.1.1. Les moyens de paiement (M1)

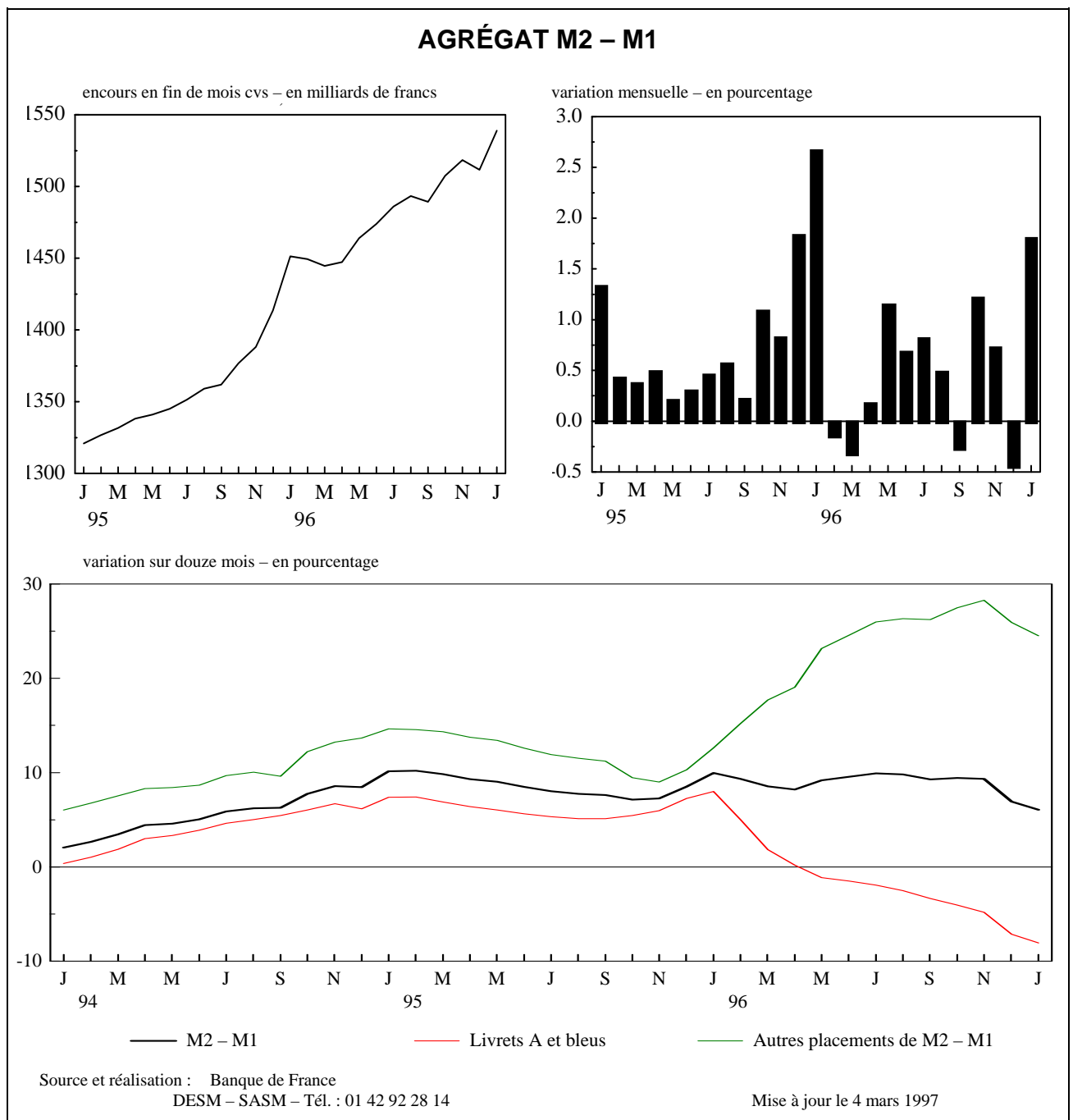


Le mouvement général de baisse des taux de marché entamé à l'automne 1995 favorise une réduction du coût de détention des moyens de paiement.

L'agrégat M1 a atteint 1 684,2 milliards de francs à la fin de janvier 1997. Il a diminué de 2,2 % au cours du mois, après -0,5 % en décembre 1996. Néanmoins, son glissement annuel s'est établi à +0,8 %.

De janvier 1996 à janvier 1997, les dépôts à vue ont progressé de 0,7 %. L'encours des billets et monnaies affiche une augmentation annuelle de 1,8 %.

## 6.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)

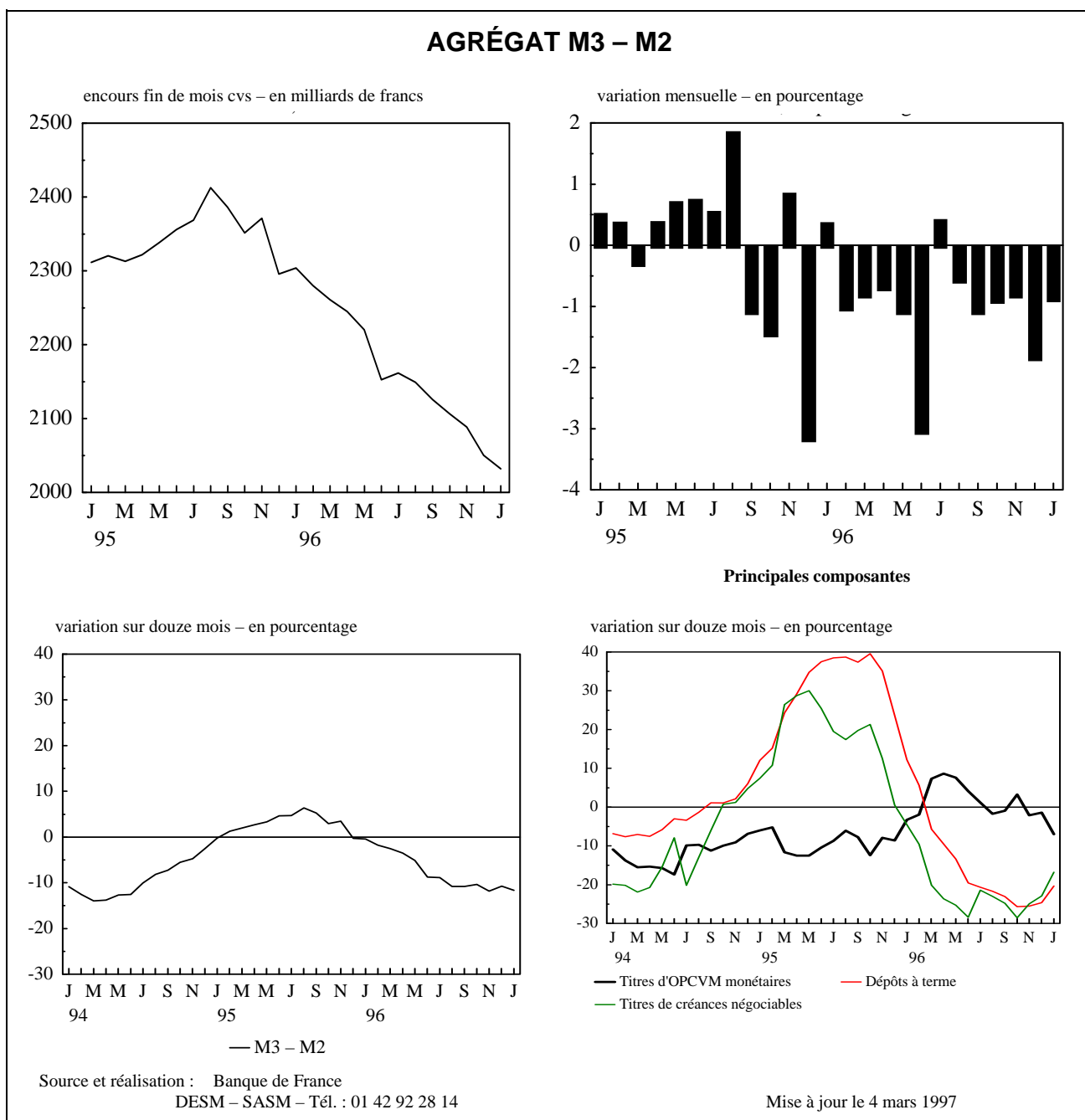


En dépit de la baisse du taux des livrets A et bleus intervenue en mars 1996, les placements à vue rémunérés à taux réglementé conservent un rendement moyen de 3,5 % après impôt, supérieur aux taux de marché à moins d'un an.

Dans ce contexte, l'agrégat M2 – M1 a progressé de 1,8 % en janvier dernier, après avoir diminué de 0,4 % en décembre 1996. Sur un an, son rythme de croissance a été soutenu (+ 6,1 %).

Principale composante de M2 – M1, les livrets A et bleus ont enregistré une baisse de 8,1 % de janvier 1996 à janvier 1997 ; sur la même période, l'encours des Codevi a progressé de 2,2 % ; la croissance des comptes d'épargne-logement a été dynamique (+ 8,5 %) ; la progression des livrets soumis à l'impôt et des livrets d'épargne populaire a été très soutenue (respectivement, + 22,5 % et + 69,9 %).

### 6.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)

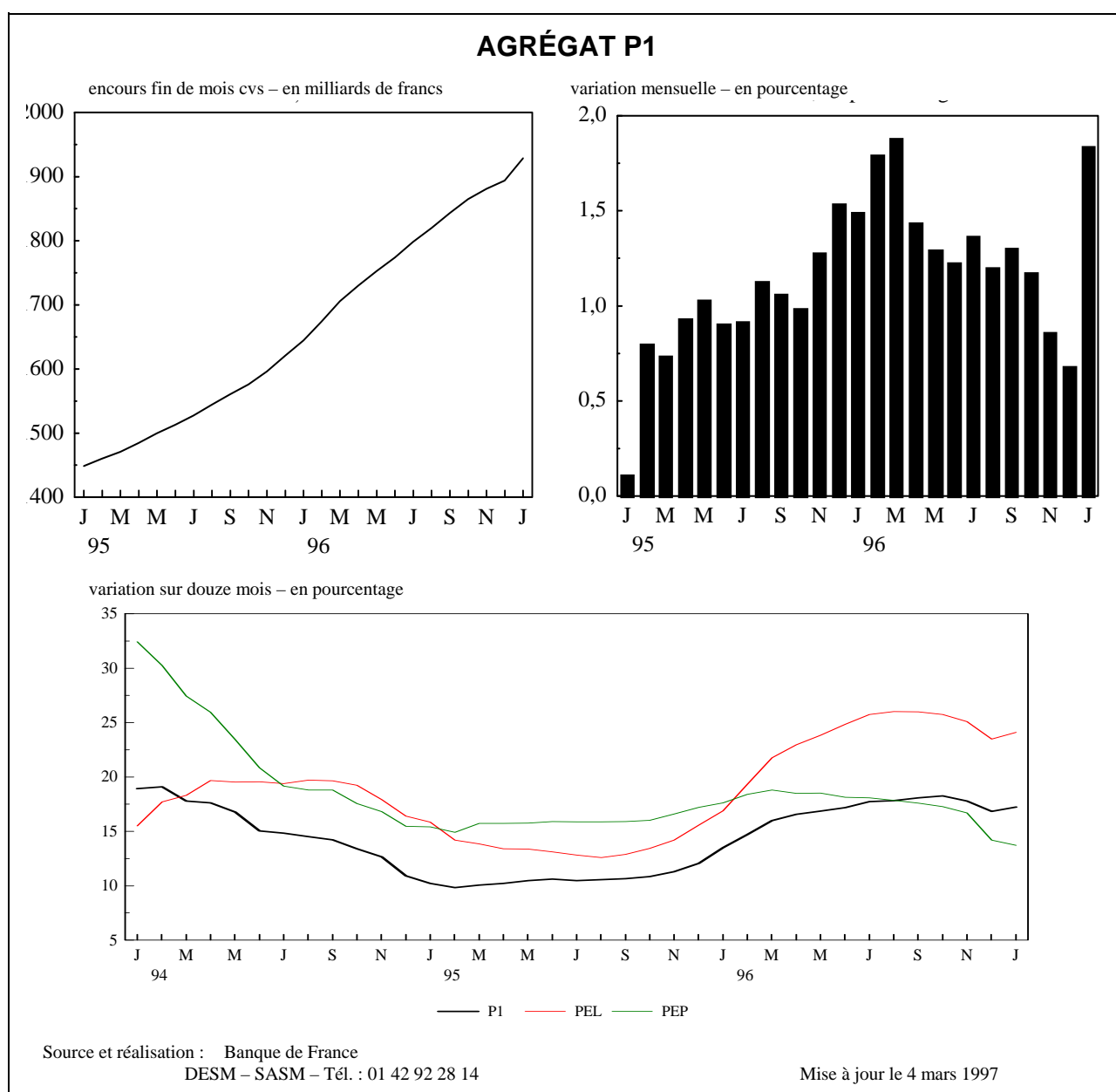


La suppression du seuil d'exonération des plus-values de cessions de titres d'OPCVM monétaires depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1996 et la poursuite de la détente des taux de marché contribuent à la baisse du rendement net moyen des placements liquides rémunérés à taux de marché (que l'on peut estimer à 2,7 % pour les titres d'OPCVM monétaires hors impôt sur les plus-values).

Dans ces conditions, l'agrégat M3 – M2 a enregistré une baisse de 0,9 % en janvier, succédant à celle de décembre 1996 (- 1,8 %). En glissement annuel, le repli a atteint 11,7 %.

De janvier 1996 à janvier 1997, l'encours des principales composantes de M3 – M2 a nettement diminué : - 20,4 % pour les dépôts à terme ; - 16,8 % pour les titres de créances négociables ; - 7,0 % pour les titres d'OPCVM monétaires.

## 6.1.4. L'épargne contractuelle (P1)

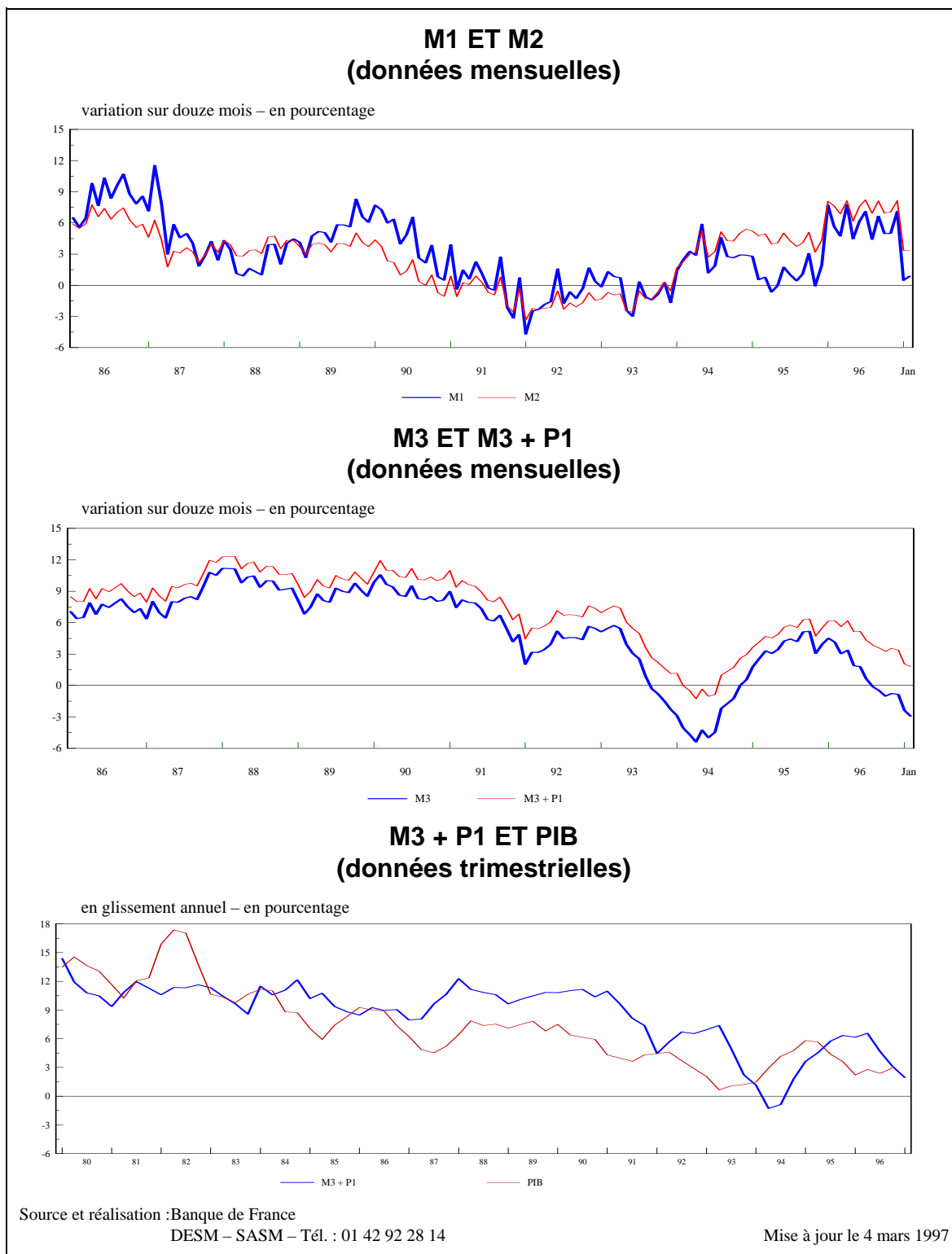


La nette désaffection observée, depuis plus d'un an, pour les placements constituant M3, en particulier ceux inclus dans M3–M2, contraste avec le gonflement des placements d'épargne contractuelle.

Ainsi, l'agrégat P1 a atteint 1 957,9 milliards de francs à la fin de janvier 1997. Il s'est accru de 1,8 % au cours du mois (après + 0,7 % en décembre 1996). Notamment, l'encours des plans d'épargne-logement s'est accru de 2,2 % en janvier (après 1,0 % en décembre 1996), en partie sous l'effet de l'annonce d'une baisse de la rémunération de ce produit. Sur un an, P1 a progressé à un rythme très soutenu (17,2 %).

De janvier 1996 à janvier 1997, les principales composantes de P1 ont été très dynamiques : + 36,2 % pour les titres d'OPCVM garantis ; + 24,1 % pour les plans d'épargne-logement (PEL) ; + 13,7 % pour les plans d'épargne populaire (PEP).

## 6.1.5. Mise en perspective de M1, M2, M3, M3 + P1

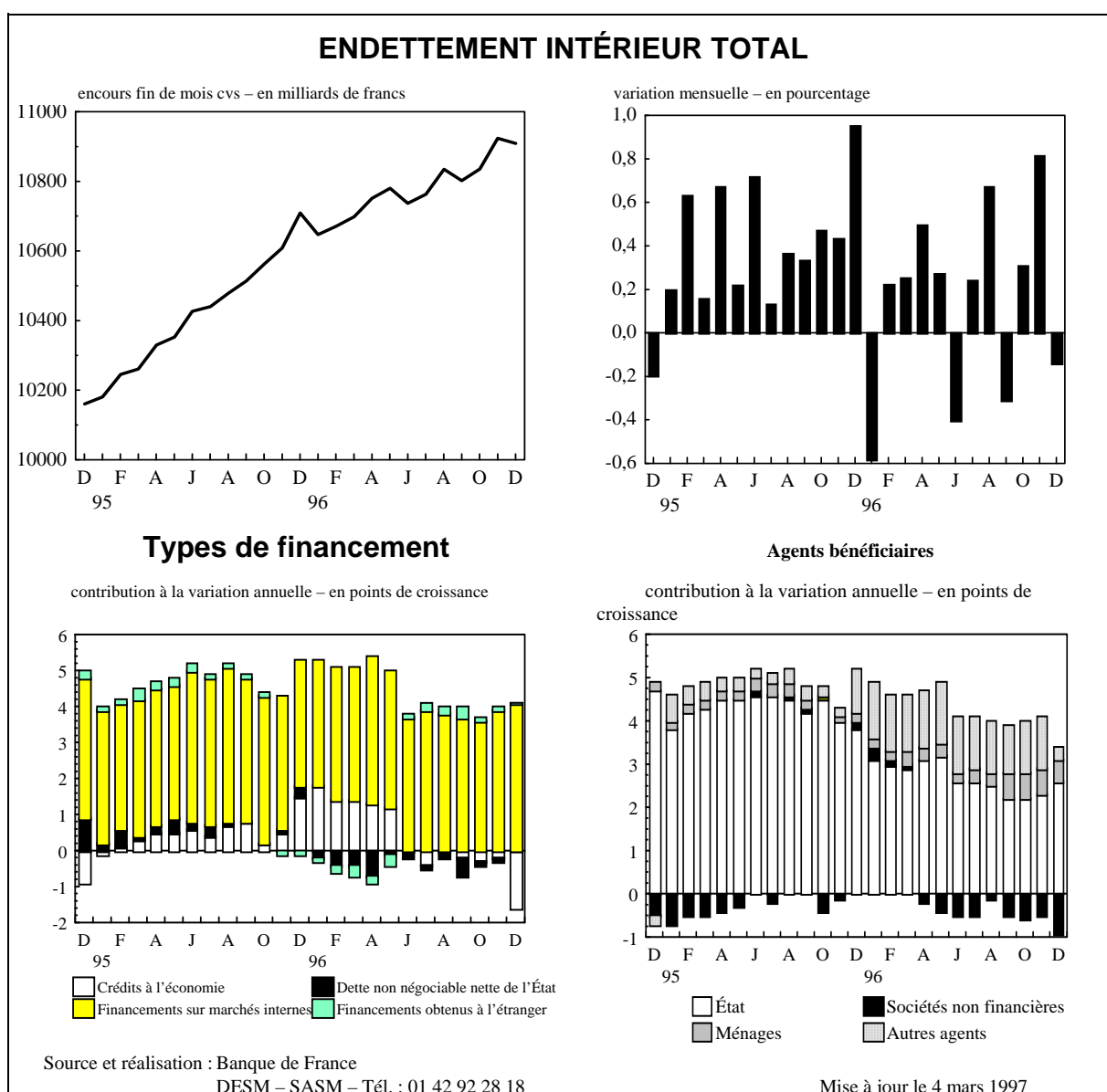


## 6.2. Le financement de l'économie

(à fin décembre 1996)

<b>L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur douze mois des encours fin de mois bruts (a)	
	Décembre 1996	Novembre 1996	Décembre 1996	Décembre 1995	Décembre 1996
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b> .....	10 832,1	0,8	-0,1	5,2	2,6
– État .....	3 482,5			13,4	8,5
– Sociétés .....	3 726,9			0,6	-2,4
– Ménages .....	2 568,4			0,7	2,2
– Autres (b).....	1 054,2			10,8	2,9
<b>CRÉDITS À L'ÉCONOMIE</b> .....	6 347,3	0,6	-1,2	2,4	-2,5
– Sociétés .....	2 899,1	0,9	-1,5	0,9	-4,2
– Ménages .....	2 568,4	0,1	0,0	0,7	2,2
– Autres (b).....	879,8	1,7	-5,3	11,9	-10,4
<b>DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c)</b> .....	304,4	5,3	10,0	9,5	-0,4
<b>FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)</b> .....	3 921,7	0,8	1,2	11,1	12,5
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	1 320,5	-0,9	1,7	12,5	8,8
– État.....	1 091,2			14,5	2,8
– Sociétés .....	194,3			0,4	27,7
– Autres (b).....	35,0			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	2 601,2	1,7	0,8	10,4	14,4
– État .....	2 050,4			13,8	14,0
– Sociétés .....	460,9			0,2	7,0
– Autres (b) .....	89,9			–	–
<b>CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS</b> .....	132,5	5,5	-5,7	-4,1	2,6
<b>OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER</b> .....	126,1	-5,5	-9,8	1,8	0,0
<p>(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période est réintégré dans l'encours de fin de période.</p> <p>(b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance.</p> <p>(c) Ce poste reprend le total des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts collectés par le Trésor, du net des comptes à la Banque de France et des remises de dettes (Dakar 1 et 2), après déduction des opérations de pension sur titres réalisées avec les institutions financières.</p> <p>(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents</p>					
<p>Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18</p> <p style="text-align: right;">Mise à jour le 6 mars 1997</p>					

## 6.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

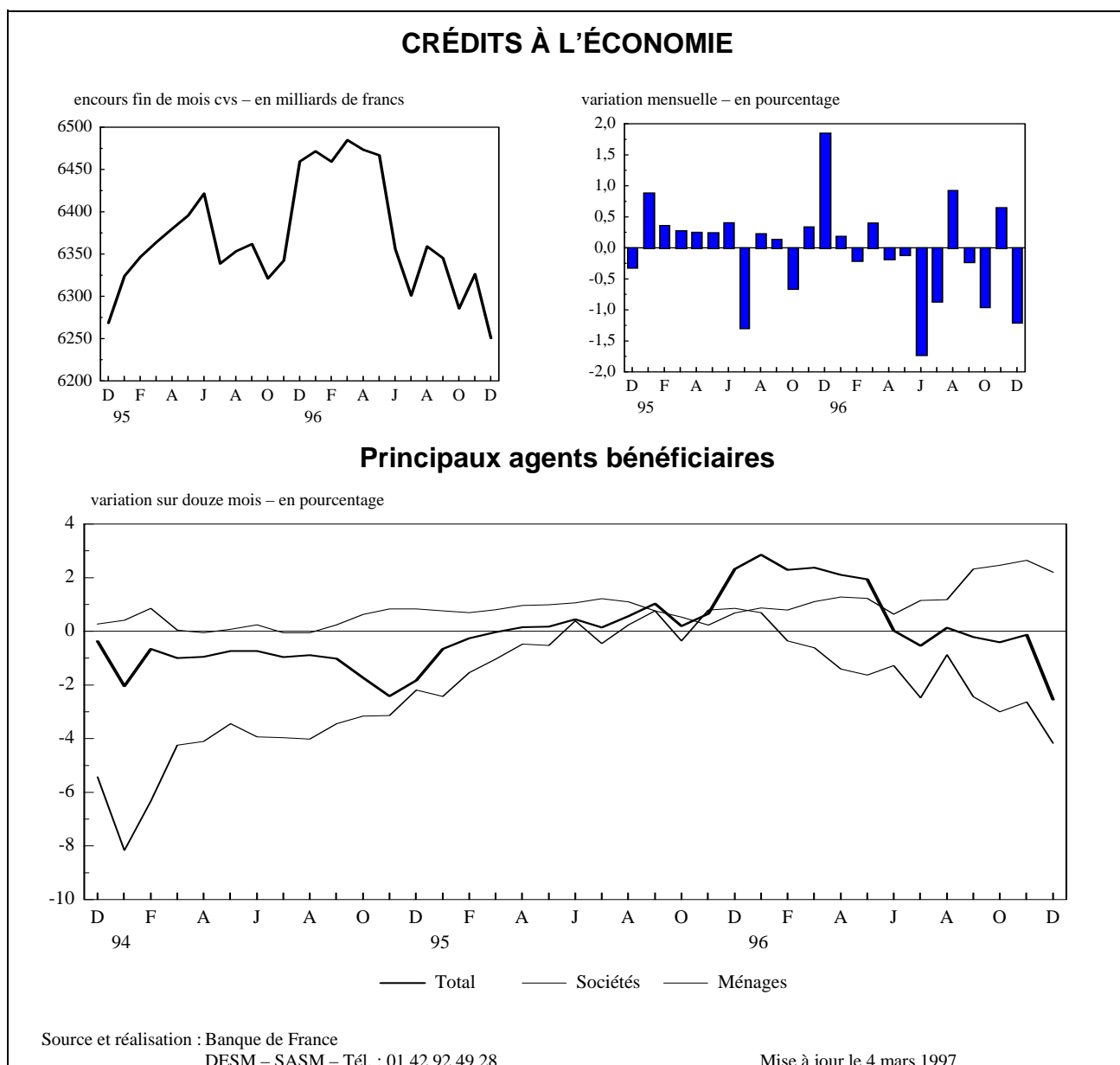


L'EIT a atteint 10 832,1 milliards de francs à la fin de décembre 1996. Il a été quasiment stable au cours du mois (-0,1 %), après une progression de 0,8 % en novembre 1996. Son glissement annuel s'est établi à 2,6 %, soit un net recul par rapport au résultat de décembre 1995 (+ 5,2 %).

Le ralentissement de la croissance de l'EIT reflète l'inversion très marquée de la contribution des crédits (de + 1,5 point fin 1995 à - 1,5 point fin 1996) et la réduction de celle de la dette non négociable de l'État (de + 0,3 point fin 1995 à presque 0 point fin 1996), compensée partiellement par une plus forte contribution de l'endettement sur les marchés internes (de + 3,5 points fin 1995 à + 4,1 points fin 1996), résultant notamment des émissions obligataires de la Cades.

La contribution de l'État à la progression annuelle de l'EIT a diminué de + 3,8 points à + 2,7 points entre fin 1995 et fin 1996 ; celle des sociétés non financières s'est réduite de + 0,2 point à - 0,8 point entre fin 1995 et fin 1996 ; celle des ménages s'est renforcée, passant de + 0,2 point à + 0,5 point d'une fin d'année à l'autre.

## 6.2.2. Les crédits <sup>1</sup>



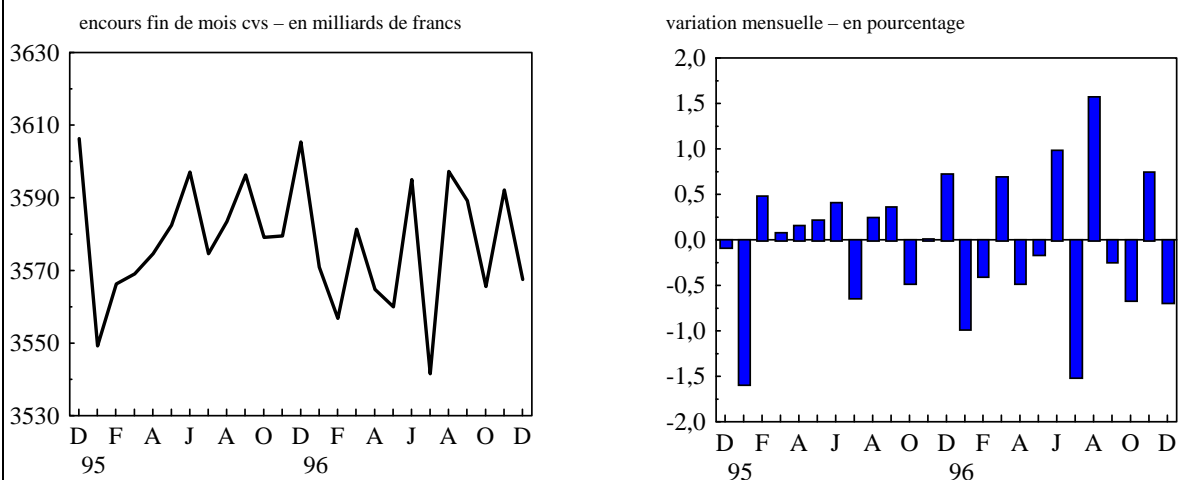
Dans un contexte macro-économique caractérisé par la détente des taux d'intérêt, la baisse du taux d'épargne des ménages et la faiblesse de l'investissement des entreprises au cours de 1996, les crédits à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents ont atteint 6 347,3 milliards de francs en fin d'année. Ils ont diminué de 1,2 % au cours du mois, après avoir augmenté de 0,6 % en novembre. Leur glissement annuel s'est établi à -2,5 %, et à -1,0 % hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acoss).

De décembre 1995 à décembre 1996, les crédits aux ménages ont progressé (+ 2,2 %), alors que les crédits aux sociétés se sont nettement réduits (- 4,2 %).

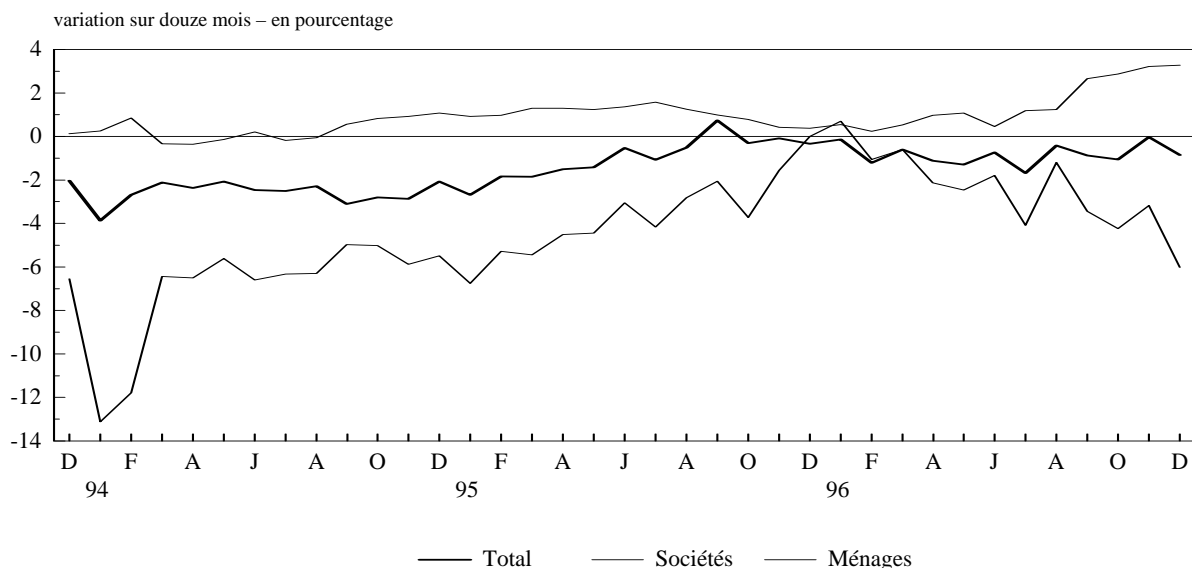
<sup>1</sup> On distingue les crédits à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents d'une part, les crédits bancaires distribués par l'ensemble des banques résidentes (hors sociétés financières, établissements financiers spécialisés et établissements de crédit non assujettis à la loi bancaire de 1984) d'autre part.



## CRÉDITS BANCAIRES



### Principaux agents bénéficiaires



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

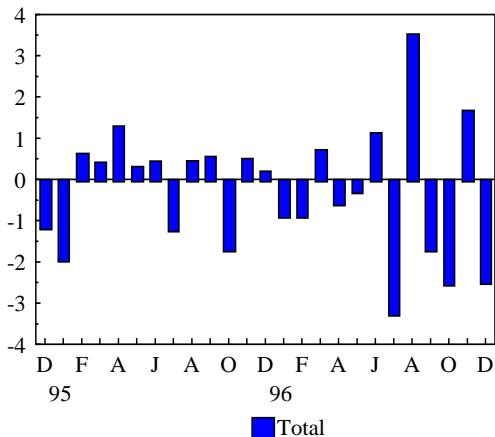
Mise à jour le 4 mars 1997

Les crédits distribués par les seules banques ont atteint 3 583,2 milliards de francs fin décembre 1996. Ils ont baissé au cours du mois (-0,7 %, après +0,7 % en novembre). Leur glissement annuel s'est établi à -0,8 %, ce qui traduit un repli sensible des crédits aux sociétés (-6,0 %) que ne compense pas la progression des crédits aux ménages (+3,3 %).

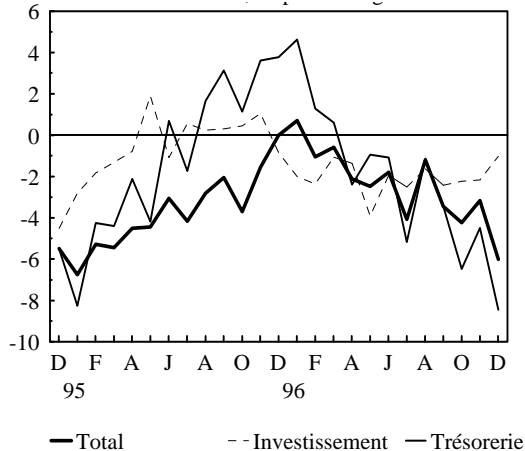
## CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENT ET PAR OBJET

### Sociétés

variation mensuelle – en pourcentage

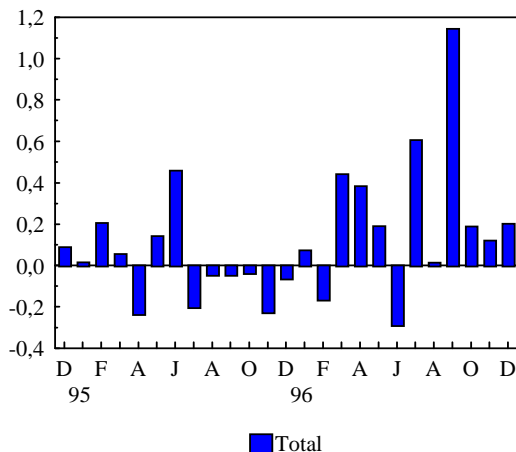


variation sur douze mois – en pourcentage

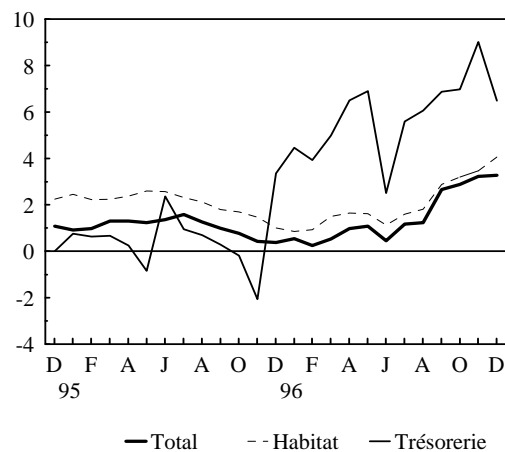


### Ménages

variation mensuelle – en pourcentage



variation sur douze mois – en pourcentage



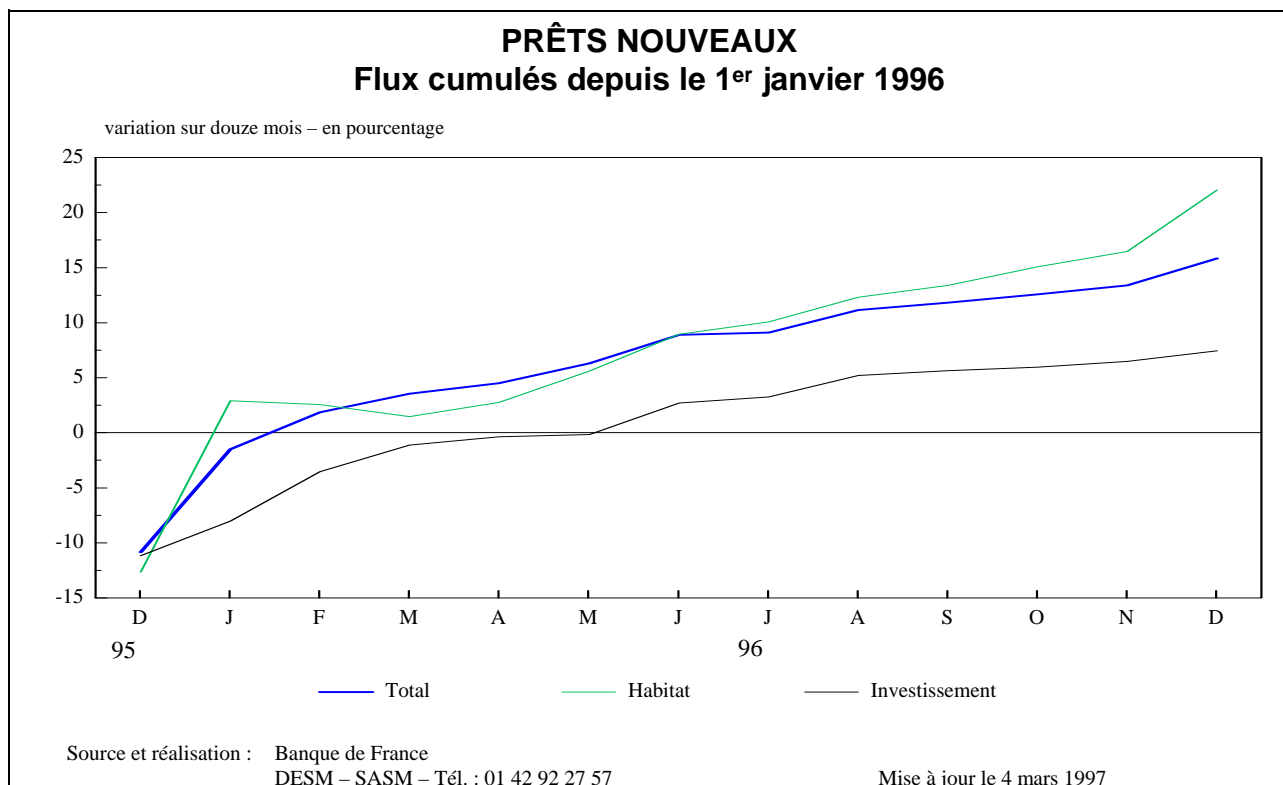
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 49 28

Mise à jour le 4 mars 1997

Les crédits bancaires aux sociétés se sont inscrits en baisse sensible au cours du mois de décembre (-2,5 %, au lieu de +1,7 % en novembre). De décembre 1995 à décembre 1996, leur recul est prononcé (-6,0 %) et reflète la forte diminution des crédits de trésorerie aux sociétés (-8,5 %) et celle, plus légère, des crédits d'investissement (-1,0 %).

Les crédits bancaires aux ménages ont légèrement progressé en décembre (+0,2 %, après +0,1 % en novembre). De décembre 1995 à décembre 1996, leur croissance a atteint 3,3 %, grâce au dynamisme des crédits de trésorerie aux particuliers (+6,5 %) et des crédits à l'habitat (+4,1 %).

## 6.2.3. Estimation des prêts nouveaux <sup>1</sup>



**PRÊTS NOUVEAUX**  
**Flux cumulés depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1996**

*(variation sur douze mois – en pourcentage)*

	Total	Habitat	Investissement
1995			
Décembre.....	-10,9	-13,1	-11,0
1996			
Janvier.....	-1,5	2,9	-8,1
Février.....	1,9	2,6	-3,5
Mars.....	3,5	1,5	-1,1
Avril.....	4,6	2,8	-0,3
Mai.....	6,4	5,6	-0,2
Juin.....	8,9	9,0	2,7
Juillet.....	9,1	10,0	3,2
Août.....	11,2	12,3	5,2
Septembre.....	11,8	13,4	5,7
Octobre.....	12,6	15,0	5,9
Novembre.....	13,4	16,4	6,4
Décembre.....	15,8	22,0	7,4

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 27 57

Mise à jour le 4 mars 1997

Pour l'ensemble des prêts nouveaux, le flux décaissé sur l'année 1996 a augmenté de 15,8 % par rapport à l'année 1995.

La progression de cet indicateur a atteint 22,0 % pour les prêts à l'habitat et 7,4 % pour les prêts à l'investissement.

<sup>1</sup> Les prêts nouveaux se limitent aux prêts amortissables. Les données sont collectées auprès d'un échantillon d'établissements de crédit.

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

# PASSAGE À L'EURO : SCHÉMA DE PLACE BANCAIRE ET FINANCIER ET SYNTHÈSES DES CAHIERS DES CHARGES <sup>2</sup>

Communiqué de presse de la Banque de France  
et de l'Association française des établissements de crédit  
et des entreprises d'investissement (AFECEI) publié le 3 mars 1997

Le schéma de place bancaire et financier définit les principes généraux du passage à l'euro des établissements de la place. Les cahiers des charges définissent les modalités pratiques détaillées de ce passage.

Ces principes et modalités s'inscrivent dans le scénario général adopté par le Conseil européen à Madrid, fin 1995, et sont fondés sur le statut de l'euro approuvé par le Conseil européen à Dublin, fin 1996. Ils intègrent les implications, pour les établissements de crédit, du dispositif de conduite de la politique monétaire unique présenté par l'Institut monétaire européen en janvier 1997. Ce dispositif prévoit une organisation décentralisée des opérations de politique monétaire et de change : les décisions seront prises par la Banque centrale européenne, les opérations seront effectuées par chaque banque centrale nationale. Le schéma de place bancaire et financier et les cahiers des charges prennent également en compte la décision du ministère de l'Économie et des Finances de convertir en euro, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, le stock de la dette publique.

Dans ce cadre, la place financière de Paris a décidé :

– le passage à l'euro, dès l'instauration de l'Union monétaire, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, de l'ensemble des marchés de capitaux (marchés de change, marchés de taux — marchés monétaire et obligataire —, marchés à terme, marchés d'actions) ;

– le passage à l'euro, dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, de l'ensemble des systèmes interbancaires de paiement et de règlement de gros montant (TBF — point d'accès à Target pour la France —, SNP), des systèmes de règlement-livraison de titres (Relit, RGV) et des chambres de compensation du groupe SBF et de Matif SA ;

– les principes de fonctionnement des autres systèmes de paiements, pendant la période de transition (1999-2001) précédant l'introduction des pièces et billets en euro et le passage global du grand public à l'euro. Ces principes permettront aux établissements de crédit et à la place de Paris d'offrir des moyens de paiement en euro et, ainsi, de répondre à une possible demande émanant principalement d'entreprises.

Le schéma de place bancaire et financier et les cahiers des charges permettent aux établissements de la place de planifier les investissements nécessaires à la préparation de l'entrée en Union monétaire. Ils permettent aux agents non financiers de prendre connaissance des réalisations décidées par la place, pour ce qui relève de sa compétence.

Le schéma de place bancaire et financier et les cahiers des charges signalent également les autres décisions à prendre et les travaux complémentaires à mener dans les prochains mois. En tant que de besoin, les cahiers des charges feront d'ailleurs l'objet d'actualisation.

---

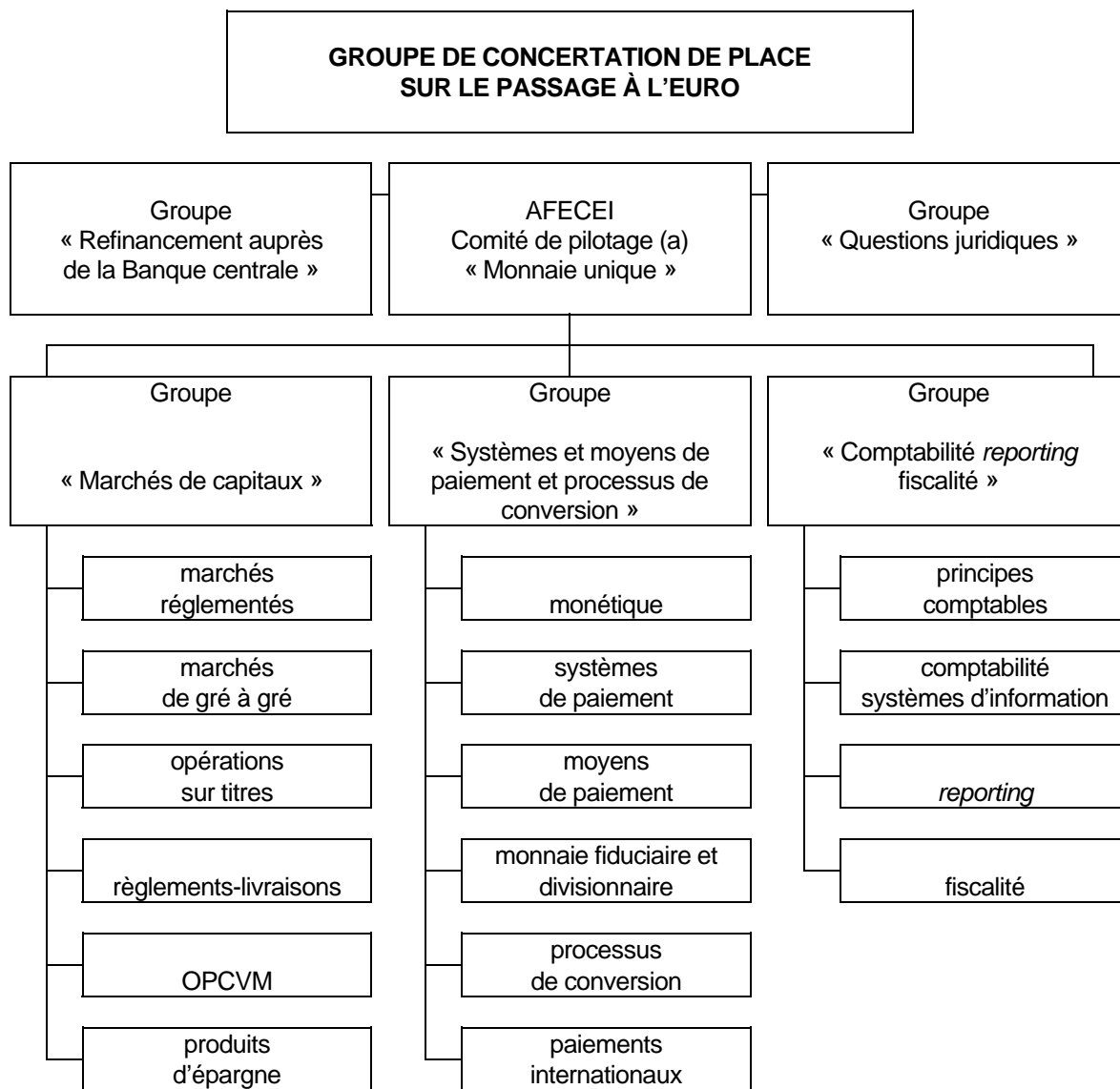
<sup>2</sup> Le schéma de place bancaire et financier fera l'objet d'un article dans un prochain *Bulletin de la Banque de France*.

Le schéma de place bancaire et financier a été élaboré par le groupe de concertation de place sur le passage à l'euro, présidé par Hervé Hannoun, sous-gouverneur de la Banque de France, en étroite collaboration avec le Comité de pilotage de l'AFECEI, présidé par Pierre Simon, directeur général de l'AFECEI. Ont également participé à son élaboration la direction du Trésor du ministère de l'Économie et des Finances, la Mission interministérielle de préparation des administrations publiques, et des représentants du CNPF.

Le schéma sera présenté au Comité national de l'euro, mis en place par le ministre de l'Économie et des Finances et chargé de préciser le cadre général du passage à l'euro de l'économie et de la société françaises.

Les cahiers des charges seront diffusés par l'AFECEI.

## ORGANIGRAMME DES GROUPES DE PLACE



- (a) La Banque de France est membre du Comité de pilotage AFECEI.  
La place travaille en étroite liaison avec :
- le Comité national de l'euro, présidé par le ministre de l'Économie et des Finances ;
  - et le Groupe de travail sur les conséquences de la monnaie unique sur les entreprises, mis en place par le directeur du Trésor.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en février 1997

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 154 – février 1997***

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

### ***Cahier des titres de créances négociables – janvier 1997***

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

### ***Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – mars 1997*** ***Comportement des entreprises en 1996*** ***Premières tendances 1996 et prévisions 1997***

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

## 2. Contribution à des publications extérieures

### ***Le système Target***

par Yvon Lucas,  
directeur des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange  
(*Option Finance* – n° 439 – 17 février 1997)

### ***Le risque de crédit est plus délicat à évaluer que le risque de marché***

entretien avec Danièle Nouy,  
directeur à la Banque de France  
(*Revue Banque* – n° 579 – mars 1997)

### ***Réduction du temps de travail et loi Robien***

par Gilbert Cette,  
adjoint de direction à la direction des Études économiques et de la Recherche  
(*Futuribles* – n° 217 – février 1997)

### ***Une introduction à l'étude de la rentabilité des établissements de crédit en France***

par Michel Boutillier, intervenant à la direction des Études économiques et de la Recherche,  
et Sanvi Avouyi-Dovi  
(*Revue d'économie financière* – n° 39 – février 1997)



É T U D E S

# LES MARCHÉS FINANCIERS FACE À L'UNION MONÉTAIRE <sup>1</sup>

La perspective du basculement des marchés financiers à l'euro au début de 1999 appelle une réponse technique appropriée pour fixer les règles du jeu, mais l'important dans ce cadre bien défini sera la réponse stratégique des acteurs et des institutions concernés. Dans un environnement qui deviendra plus compétitif, la place de Paris devrait pouvoir se mettre en évidence, en s'appuyant sur les atouts importants dont elle dispose.

---

HERVÉ HANNOUN  
*Sous-gouverneur*

■ Quel va être l'impact de l'Union monétaire sur les marchés financiers ?

Avant de tenter d'esquisser une réponse à cette interrogation, il est important de noter, à titre de remarque liminaire que, sans attendre le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les marchés financiers sont dès maintenant influencés par l'Union monétaire. C'est ainsi que tous nos taux d'intérêt de marché du franc à 3 ans, 5 ans, 10 ans et 30 ans incorporent déjà 1 an, 3 ans, 8 ans et 28 ans d'euro.

Les taux de marché à moyen terme sur le franc aujourd'hui dépendent donc d'ores et déjà de la solidité et de la crédibilité de l'euro.

■ Dans une première partie, on traitera la question technique du basculement des marchés à l'euro au 1<sup>er</sup> janvier 1999. Dans une seconde, on évoquera la question plus stratégique de la nouvelle donne qu'occasionnera l'Union monétaire pour les grands marchés financiers européens.

---

<sup>1</sup> Cet article a été rédigé avec le concours de Denis Beau, responsable de la Salle des marchés « francs » et de Yves Nachbaur, directeur adjoint à la direction des Marchés de capitaux, et publié dans la Revue d'économie financière n° 38 – automne 1996.

## 1. Le basculement des marchés à l'euro au début de 1999 : une opération technique dont la préparation est bien engagée

### 1.1. Les options choisies pour le passage à l'euro

#### 1.1.1. Un scénario de passage en deux temps

Dans le scénario retenu, l'introduction de la monnaie unique s'opérera en deux temps : opérations de gros dans un premier temps, opérations de détail dans un second temps.

Au début de 1999, sous l'effet de la conduite en euro de la politique monétaire du Système européen de banques centrales (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 en euro, toutes les activités dites de « banque de détail » passeront à leur tour à l'euro.

Cela signifie qu'entre 1999 et 2002, durant la période de transition, les banques constitueront la frontière entre les 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 donc un rôle primordial d'interface, tout en devenant d'entrée l'un des éléments moteurs du passage des marchés à l'euro.

Cette mission d'interface sera assurée par le biais de convertisseurs qui permettront d'accommoder une éventuelle demande en euro émanant des agents non financiers et de bien intégrer les activités de marché fonctionnant en euro — système de cotation, de négociation et de règlement — à une économie qui utilisera forcément encore largement sa dénomination monétaire nationale. Ces convertisseurs seront placés chez les institutions financières.

#### 1.1.2. Un basculement des marchés dès le début de 1999 pour les flux et plus progressif pour les stocks

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, selon que l'on retient une optique en termes de flux de transactions de marché, ou en termes de supports, d'encours ou de stocks. Comme l'illustre le schéma ci-après, dans la première optique il y aura un basculement total et immédiat à l'euro, alors que dans la seconde celui-ci interviendra, pour des raisons techniques, de façon plus progressive et, dans certains cas, à des rythmes différents.

<b>BASCULEMENT DES MARCHÉS À L'EURO</b>		
Marchés	Flux <i>transactions</i>	Stock <i>supports</i>
Change	Euro (début 1999) – Cotations – Négociations	Euro – Conversion immédiate à l'euro : des encours <i>swaps</i> de change, options devise, change à term
Monétaire	Euro (début 1999) – Cotations – Négociations	Euro – Conversion automatique en euro des TCN en écu – Conversion rapide en euro des stocks de TCN en franc et des encours de pensions livrée – Nouvelles émissions publiques en euro
Obligataire	Euro (début 1999) – Cotations – Négociations	Euro/Franc – Conversion automatique des stocks obligataires en écu – Conversion du stock de la dette publique obligataire au début de la phase I – Conversion progressive des stocks obligataires privé – Nouvelles émissions publiques en euro
Actions	Euro (début 1999) – Cotations – Négociations	Franc – Conversion des nominaux à l'euro le <sup>er</sup> janvier 2002

## ***1.2. Impact du basculement à l'euro sur les modalités de fonctionnement des marchés***

### **1.2.1. Les marchés de change**

Il est acquis que les marchés de change basculeront à l'euro dès le 4 janvier 1999. Pratiquement, cela signifie que, à compter de cette date, les cotations des devises extérieures à la zone euro seront exprimées exclusivement contre euro.

Pour assurer une continuité avec les usages en vigueur sur le marché de l'écu, coté au certain contre toutes devises, y compris la livre sterling, l'euro pourrait assez naturellement faire également l'objet d'une cotation au certain (euro/devise tierce).

Simultanément, dans les livres des établissements, les stocks de devises appartenant à la zone euro devront être normalement convertis dans la dénomination de la monnaie unique et les règlements relatifs aux opérations sur le marché interbancaire des devises s'effectueront en euro.

Les encours de position de devises tierces contre monnaies « *in* » détenus par les professionnels (*swaps*, change à terme, options) seront automatiquement convertis pour tenir compte de la substitution de l'euro à la monnaie nationale.

Le basculement immédiat des marchés de change à l'euro appellera, par ailleurs, que soient précisées certaines règles de fonctionnement d'ici début 1999, parmi lesquelles on peut citer :

- les modalités d'élaboration de taux de change de référence. La Banque de France publie quotidiennement des cours de change indicatifs du franc contre un certain nombre de devises. Ces cours sont utilisés à des fins d'évaluation dans de nombreuses situations (réglementation fiscale, comptable, prudentielle). Le besoin de cours de référence continuant à exister après 1999 pour l'évaluation des prix des devises tierces en euro, il importe donc de se préoccuper de la manière dont cette demande sera satisfaite ;

– l'harmonisation des dates de valeur : la création d'un marché de change unifié au niveau de la zone euro milite en faveur de la mise en place d'un calendrier harmonisé des dates de valeur euro ;

– le traitement des stocks de contrats de change à terme et de *swaps* faisant jouer les devises des pays entrant dans l'Union : dès le 31 décembre 1998, au plus tard, la valeur finale de ces contrats sera connue avec certitude et, par différence entre le cours initialement convenu et le cours de conversion irrévocable retenu, on pourra déterminer une soulte de règlement. Faut-il alors envisager une liquidation par anticipation, ou au contraire une conservation jusqu'à l'échéance initialement convenue ? Tel est le type de questions qui sont actuellement examinées par les groupes de place.

### 1.2.2. Les marchés de taux

Le passage à l'euro dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999 des cotations sur les marchés de taux ne soulèvera aucune difficulté, puisque ces cotations sont exprimées en taux d'intérêt ou en pourcentage du nominal du titre. Les dénouements espèces liés aux opérations de règlement livraison de titres seront effectués exclusivement en euro dans RGV et Relit.

#### *Le marché monétaire*

Sur ces bases, le basculement du marché monétaire devrait être rapide, qu'il s'agisse du compartiment interbancaire, de celui des TCN, ou de celui de la pension livrée.

– Ce basculement sera favorisé sur le marché interbancaire par le fait que, dès le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les opérations de politique monétaire seront conduites en euro, les comptes des banques commerciales ouverts sur les livres de la Banque centrale seront exclusivement tenus en euro et les systèmes de règlement de gros montant fonctionneront en euro. La mise en place du système Target, canal par lequel transiteront toutes les opérations de politique monétaire, et bon nombre de transferts interbancaires, devrait assurer une parfaite circulation des flux de monnaie centrale et contribuer ainsi à l'efficacité du processus.

– Sur le marché des TCN, la conversion en euro du stock des bons du Trésor sera opérée d'entrée. Le traitement des autres TCN sera facilité techniquement par le fait qu'il s'agit, pour l'essentiel, de titres à court terme émis ou détenus par des établissements de crédit.

Il appartient néanmoins aux acteurs de ces marchés de préciser les modalités techniques de conversion en euro des titres de toutes échéances, notamment pour que ceux-ci puissent être utilisés facilement comme support 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 indispensable 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 au sein duquel, à raison de leur expertise et de leur expérience, les opérateurs localisés sur Paris pourront jouer un rôle important.

#### *Le marché obligataire*

Le basculement du marché obligataire pose, en revanche, des problèmes techniques plus délicats.

L'émission de la dette obligataire de l'État en euro dès le 1<sup>er</sup> 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, mais la conversion des autres stocks obligataires pourrait être plus progressive.

En effet, une des difficultés du basculement de cette catégorie de titres réside dans les modalités de conversion des nominaux. En raison de la notion de coupure, la conversion des nominaux pose un problème d'arrondis et de rompus : selon quelles modalités convertir une coupure de 2 000 francs français de nominal (cas des OAT) en titre libellé en euro, et quel nominal retenir, sachant que le cours de conversion entre le franc et l'euro ne sera probablement pas une valeur entière ? Des réflexions sont ainsi menées sur la création de nominaux unitaires en euro (« poussérisation »), dont la faisabilité technique est en cours de vérification.

Enfin, un problème, qui mérite de nouvelles réflexions et qui est commun aux marchés monétaire et obligataire, est celui de l'évolution des indices de référence (TMP, TIOP, TMO...) : ces indices survivront-ils au passage à la monnaie unique, faut-il envisager leur « européenisation », pour certains d'entre eux à tout le moins ? La dynamique d'un marché financier unifié milite à l'évidence en faveur d'une harmonisation de ces 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'Institut monétaire européen (IME), dans le cadre de ses réflexions sur l'harmonisation des standards de marché.

#### *Les marchés dérivés de taux d'intérêt*

Concernant les marchés dérivés de taux d'intérêt, le passage à la monnaie unique va entraîner l'émergence d'une courbe de taux en euro sur laquelle pourront travailler sans délai les opérateurs. Les places comme celle de Paris devront à cette fin être prêtes pour :

- offrir le plus rapidement possible une gamme complète de produits couvrant les points stratégiques de cette nouvelle courbe de taux,
- assurer le transfert de la liquidité des contrats libellés dans leur monnaie vers des contrats en euro. On rappellera que 80 % du volume négocié sur le Matif provient de produits de taux dont la totalité est appelée à basculer vers l'euro dès le début de 1999.

C'est dans cet esprit que Matif SA vient de définir, en liaison avec les acteurs de la place, un plan stratégique qui vise à offrir aux intervenants des outils leur permettant de couvrir tous les points de la courbe des taux d'intérêt en euro à l'horizon 1999, et à assurer un développement de la liquidité sur les produits franc français existants en introduisant par exemple un contrat 5 ans. En outre, Matif SA a pris la décision, pour les échéances des contrats Pibor intervenant après 1999, d'opérer dans un environnement euro et non plus franc, pour ce qui concerne le taux de référence.

### **1.2.3. 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 début de 1999.

À partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, les actions et valeurs assimilées (titres participatifs, obligations convertibles) seront cotées en euro. L'ensemble des chaînes valeurs mobilières des établissements basculeront d'un bloc 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 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.

À côté des opérations clientèle qui continueront le plus souvent de se traiter transitoirement en monnaie nationale, surtout lorsqu'il s'agira d'actions, il est clair que les transactions de gré à gré traitées sur les marchés entre professionnels passeront sans difficulté particulière à l'euro. C'est le propre des marchés de toujours s'adapter rapidement. L'état des travaux en cours témoigne de cette volonté des acteurs d'être prêts à temps, mais, dans la mutation en cours, la définition du cadre juridique pour l'utilisation de l'euro joue également un rôle important. À cet égard, les options retenues par les projets de règlements européens sur le statut de l'euro apportent aux opérateurs de marché un cadre juridique clair qui facilitera la transition.

## **2. Les marchés financiers européens face à l'Union monétaire : la nouvelle donne**

La perspective du basculement des marchés financiers à l'euro au début de 1999 appelle une réponse technique appropriée qui fixera les règles du jeu, mais l'important dans ce cadre bien défini sera la réponse stratégique des acteurs et des institutions concernés. Dans un environnement qui deviendra plus compétitif, la place de Paris devrait pouvoir se mettre en évidence, en s'appuyant sur les atouts importants dont elle dispose.

### ***2.1. Les changements attendus dans l'univers concurrentiel des marchés financiers européens***

#### **2.1.1. Sur la partie courte de la courbe, les taux d'intérêt seront identiques dans la zone monétaire**

Dans la mesure où la participation à l'Union monétaire s'appuiera sur une convergence des situations macro-économiques, une fixation irrévocable des taux de change, une politique monétaire unique et une cohérence des politiques budgétaires dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance, les principaux facteurs macro-économiques qui influent sur la valeur des actifs financiers devraient avoir tendance à s'homogénéiser.

La substituabilité des actifs financiers appartenant à une même catégorie au sein de la zone de l'euro devrait en être renforcée, même si leurs émetteurs ont toujours des nationalités différentes. L'impact le plus important de ce phénomène sera sans doute sur les dépôts interbancaires dont la rémunération par des banques de qualité comparable sera logiquement identique, quelle que soit leur implantation géographique, du fait de l'unicité de la politique monétaire au sein de la zone d'Union monétaire. Dès lors, les autres catégories de titres courts, dont le prix est généralement fixé par référence aux taux interbancaires, devraient également s'inscrire sur des courbes de taux homogènes. En effet, on observe que les prix des BTF, par exemple, pour prendre le cas français, sont fixés par référence aux anticipations sur les taux interbancaires à travers des mécanismes d'arbitrage qui lient ces derniers aux produits dérivés qui leur sont associés — *futures, swaps* de taux d'intérêt.

#### **2.1.2. Sur la partie plus longue de la courbe des taux, on ne peut exclure la rémanence d'une hiérarchie des rendements entre les marchés des titres d'État de la zone euro**

##### ***2.1.2.1. L'entrée dans l'Union monétaire est un facteur puissant favorisant l'homogénéité des taux de rendement des titres obligataires émis par les États des pays participants***

Traditionnellement, on distingue deux facteurs explicatifs essentiels aux différences de taux de rendement qui peuvent s'établir entre les titres émis par les États : une prime de signature et une prime de change. La perspective d'une participation à l'Union monétaire, dans la mesure où elle s'appuie sur

une convergence des situations macro-économiques et une fixation irrévocable des taux de change entre pays entrant dans l'Union, devrait théoriquement contribuer à réduire fortement, sinon annuler, ces primes.

#### *Impact théorique sur la prime de signature*

Les opérateurs établissent une distinction entre la qualité de la signature de deux émetteurs souverains s'ils estiment que le risque de défaut n'est pas le même. Ce dernier étant directement lié à la capacité à faire face au service de la dette, l'appréhension du risque de signature d'un État s'appuie naturellement sur une estimation de la qualité et de la solidité de sa situation financière. À cette fin, les critères généralement utilisés, notamment par les grandes agences de notation, portent sur les principaux aspects de la situation économique du pays (taux de croissance, d'inflation, état de la balance des paiements, du solde budgétaire, importance de l'endettement public...).

Compte tenu de ces éléments d'appréciation, les pays qui participeront à l'Union monétaire devraient théoriquement bénéficier d'une estimation comparable de leur risque de signature. En effet, l'entrée dans l'Union monétaire suppose, d'une part, le strict respect des critères de convergence, et, d'autre part, devrait s'accompagner du respect d'un pacte de stabilité de nature à apporter une garantie sérieuse sur la pérennité de la convergence de la situation macro-économique des pays participant à l'Union monétaire.

On peut, sur ce plan, observer que les pays dont la situation économique est la plus comparable et auxquels les opérateurs financiers attribuent la probabilité la plus forte d'entrée en Union monétaire dès 1999 bénéficient actuellement d'une notation proche de la part des grandes agences internationales.

#### *Impact théorique sur la prime de change*

Lorsqu'un intervenant perçoit un risque de change sur un marché étranger sur lequel il a l'intention d'investir, il demande un supplément de rémunération avant de mettre en œuvre sa stratégie, afin que la perte potentielle de change à laquelle il pourrait faire face soit compensée par ce supplément de rendement.

Au 1<sup>er</sup> janvier 1999, le risque de change entre les différentes monnaies des pays intégrant la phase III disparaîtra. L'écart de rendement entre les titres d'État de chacun de ces pays, consécutif au risque d'une variation des taux de change qui lient leur monnaie devrait donc naturellement s'annuler.

L'euro ayant vocation à être une monnaie aussi solide et crédible que les meilleures monnaies appartenant aujourd'hui au mécanisme de change européen, il exercera une forte attraction de l'épargne provenant de pays extérieurs à la zone euro. On peut en attendre à terme l'émergence d'un très large marché liquide de titres d'État européens aux caractéristiques relativement homogènes et constituant une alternative aux placements en dollars. Il y a là un autre facteur poussant à l'homogénéité des taux de rendement des titres obligataires émis par les États appartenant à la zone euro.

#### ***2.1.2.2. Cette homogénéité pourrait être partiellement contrariée par un ensemble de facteurs économiques et techniques qui pourraient conduire à la rémanence de certains écarts de rendement***

Les considérations théoriques ci-dessus conduisent logiquement à conclure qu'il n'y pas de raison fondamentale pour que les taux de rendement des titres obligataires émis par les États participant à l'Union divergent une fois celle-ci réalisée. Toutefois, on peut observer que cette prévision est loin de faire l'objet d'un consensus parmi les analystes. Un courant important de recherches est en cours chez les grands opérateurs financiers pour estimer les écarts de rendement qui devraient prévaloir entre titres d'État en euro ainsi que leurs déterminants. Trois types principaux de facteurs pourraient, en effet, contribuer à assurer la persistance d'écarts de rendement résiduels.



*Le comportement des investisseurs face à la zone monétaire nouvellement créée*

La fixation irrévocable des parités entre les monnaies des pays participant à l'Union monétaire et les contraintes de convergence qui s'imposeront aux économies vont faire disparaître une source importante de segmentation des marchés avec un double impact sur les flux de capitaux investis sur les marchés de taux :

- une réallocation au sein de la zone monétaire de l'épargne globale placée sur des produits de taux,
- une part plus forte de cette épargne sera probablement investie sur des marchés de taux en dehors de la zone de l'euro.

Ces possibles réallocations de portefeuille sont liées au fait que :

– le « menu d'actifs » qui sera offert par les pays participant à l'Union monétaire sera moins complet et donc moins attractif une fois que l'Union monétaire aura eu lieu, puisqu'une source de valorisation possible des actifs émis par les pays de cette zone — la variation des taux de change entre leurs monnaies — aura disparu ;

– la corrélation entre l'évolution des prix des produits de taux des pays participant à l'euro va s'accroître, ce qui va les rendre moins attractifs pour les gestionnaires de portefeuilles internationaux utilisant les stratégies modernes de gestion fondées sur la recherche de la diversification pour optimiser le couple rendement/risque ;

– la disparition du risque de change, en éliminant une source importante de risque au placement sur les marchés étrangers parties à la zone euro et l'homogénéisation des facteurs susceptibles de faire varier les prix de produits de taux d'intérêt libellés dans deux monnaies participant à l'Union monétaire, vont inciter les gestionnaires qui n'étaient jusqu'à présent investis que sur leur marché national à s'internationaliser en se portant sur d'autres marchés géographiques de la zone euro.

Cette restructuration des portefeuilles de produits de taux pourrait jouer dans le sens d'un maintien d'écarts de rendements entre les différents titres d'État participant à l'Union monétaire. En effet, les marchés obligataires constitutifs de la zone euro apparaissant comme globalement substituables entre eux dès lors que l'Union monétaire apparaît viable, il y a un risque que la réallocation des flux d'investissement transnationaux se fasse au bénéfice du ou des marchés qui présentent les caractéristiques techniques les plus attrayantes. Compte tenu des différences importantes qui existent de ce point de vue entre les marchés de la zone, ceci introduirait, toutes choses égales par ailleurs, des différences de rendements entre les titres d'État.

On ne peut toutefois pas écarter l'hypothèse que de grands investisseurs institutionnels de la zone euro, dont les contraintes de gestion (par exemple le principe de congruence pour les compagnies d'assurances) limitent actuellement la capacité à acheter des titres qui ne sont pas libellés en monnaie nationale, négligent les différences techniques entre segments nationaux de marchés de la zone euro et développent leurs placements sur des titres qui présenteraient une prime, contribuant ainsi à faire converger les rendements au sein de la zone.

*Les conditions de mise en œuvre des politiques budgétaires*

En raison de l'absence de solidarité financière entre les États membres prévue par l'article 104-b du traité de Maastricht, les investisseurs, dans la définition et la mise en œuvre de leur stratégie de portefeuille, seront toujours aussi sensibles aux politiques budgétaires, même si celles-ci ne peuvent s'éloigner substantiellement et longtemps de la discipline définie par le pacte de stabilité.

Dans ces conditions, le moindre infléchissement d'une politique budgétaire dans un sens jugé laxiste par les intervenants serait sanctionné par un élargissement de l'écart de rendement entre les titres de cet État et ceux des autres États participants.

*Des éléments techniques*

Certains éléments d'ordre technique caractérisant les différents marchés obligataires nationaux non encore harmonisés à l'entrée de la phase III contribueront également à maintenir des écarts de rendement entre les différents titres d'État.

Ces derniers découleront en premier lieu de différences de liquidité entre les dettes publiques liées à des politiques d'émission différentes des États, un développement inégal du marché de la pension livrée, ainsi que l'existence ou non d'un large marché d'obligations démembrées, permettant aux investisseurs de prendre des positions très sensibles.

Ils résulteront également de régimes fiscaux et de contraintes réglementaires différentes pesant sur les intermédiaires et les investisseurs.

**2.1.2.3. L'existence d'écarts non négligeables de taux  
entre les différents marchés obligataires  
risque d'avoir des conséquences importantes sur les références de marché  
et sur les techniques de fixation des prix des actifs financiers**

Celles-ci s'appuient systématiquement sur la courbe de taux sans risque. Quelle sera-t-elle dans la zone euro ? Sera-t-elle constituée des taux les plus bas sur les différentes parties de la courbe, ce qui serait peu homogène ? Sera-t-elle constituée de la moyenne des taux des titres d'État obligataires ? L'absence d'une courbe incontestable de *benchmark* pourrait provoquer des usages différents au sein du marché.

Cette observation pourrait inciter les intervenants à considérer dès lors la courbe de *swaps* de taux comme la courbe de référence, d'autant plus que ce marché est très large et que les conditions techniques y sont homogènes. On constate, en effet, que le processus de convergence, qui a affecté les titres d'État, a été encore plus accentué sur le marché des *swaps* de taux. Celui-ci se poursuivant avec l'entrée en phase III, on peut donc considérer qu'au sein de la zone euro, cette courbe de taux tirée des *swaps* pourrait être plus homogène que celle des titres d'État, incitant les opérateurs à la prendre comme référence dans leurs outils de *pricing*. Ceux-ci — qui jusqu'à présent utilisaient la courbe de taux sans risque — devront intégrer une nouvelle référence de nature radicalement différente.

**2.1.2.4. Afin de créer les meilleures conditions  
pour que les écarts de rendements soient aussi faibles que possible  
certaines mesures peuvent être envisagées**

– *Rapprocher les caractéristiques des stratégies d'émission* : les différences de comportement dans ce domaine (étendue de la gamme de titres offerts, ampleur du recours à l'assimilation, degré de standardisation des dates de paiement des coupons, organisation du calendrier d'émission) conduisent à l'apparition de primes de liquidité qui diffèrent d'un pays à l'autre pour un même segment de la courbe des taux. Ainsi, par exemple, les différences de taux de rendement entre les titres à 2 ans français et allemands sont amplifiées par la moindre liquidité du titre allemand par rapport à son équivalent français. On observera, sur ce point, que la Suède a déjà engagé un effort de standardisation en calant la date de tombée de coupon de sa dernière émission de 10 ans sur la date de coupon de la ligne 10 ans OAT la plus liquide (25 octobre 2006).

– *Rapprocher les techniques d'émission et d'animation du marché secondaire* : dans ce domaine, également, des différences dans les techniques utilisées peuvent contribuer à créer des écarts de rendement entre des titres de caractéristiques comparables. Un phénomène de ce type est ainsi très certainement à l'œuvre pour les titres français et allemands. En effet, la technique d'adjudication utilisée par la Banque fédérale d'Allemagne (une combinaison de syndication, d'enchère compétitive et d'émission au robinet) et sa présence sur le marché secondaire s'opposent aux procédures essentiellement concurrentielles des émissions du Trésor français (adjudications à l'américaine) et à l'intervention marginale de celui-ci sur le marché secondaire.

– *Harmoniser les dispositions fiscales* : de ce point de vue, la priorité devrait sans doute être donnée au rapprochement des dispositions fiscales qui s'appliquent aux revenus et aux plus-values sur les titres obligataires. Comme le montre l'exemple des titres municipaux aux États-Unis, où des dispositions fiscales favorables conduisent à des taux de rendement de ces titres inférieurs à ceux des titres émis par l'État fédéral, les considérations fiscales exercent une influence significative sur les rendements offerts sur les marchés. Il conviendrait aussi d'harmoniser les techniques de recouvrement des impôts sur les titres obligataires en privilégiant la retenue à la source.

## **2.2. Les atouts de la place de Paris dans la nouvelle donne liée à l'Union monétaire**

Face à cette nouvelle dynamique concurrentielle des marchés financiers, la place de Paris et ses acteurs disposent d'atouts importants qui doivent leur permettre de saisir les opportunités qu'offre l'Union monétaire en termes de développement des activités.

### **2.2.1. Une gamme de services financiers et de produits très étendue et performante**

La place de Paris offre un ensemble de services financiers et de produits qui la situe en bonne place dans la compétition internationale.

– Des marchés réglementés (SBF, Bourse de Paris, Matif) parmi les tout premiers au monde. Ainsi, le Matif est aujourd'hui le deuxième marché d'Europe pour les produits dérivés. Le marché français des actions connaît un essor important depuis quelques années et bénéficie de l'intérêt des investisseurs étrangers qui détiennent environ un tiers de la capitalisation boursière.

– Des marchés de gré à gré sophistiqués et actifs, notamment dans le domaine des produits dérivés. Ainsi, d'après l'enquête réalisée par la Banque de France en avril 1995 dans le cadre d'un exercice coordonné mené sur vingt-six centres financiers sous l'égide de la Banque des règlements internationaux, les marchés dérivés français se situent au quatrième rang, avec 6,4 % de l'activité mondiale. L'internationalisation des transactions est très forte, 76 % des opérations ayant des contreparties non résidentes pour les produits de change et 47 % pour les dérivés de taux d'intérêt.

– Un marché monétaire ouvert aux sociétés industrielles et commerciales au travers des émissions de titres de créances négociables, attractif et qui s'appuie sur des contrats de pension livrée très performants. Ce compartiment du marché, en particulier, a connu depuis quelques années un essor considérable. Le volume des prêts des principaux opérateurs effectués sous forme de pensions livrées a été multiplié par douze entre les derniers trimestres de 1991 et de 1994, puis a encore doublé entre fin 1994 et fin 1995. Ainsi, alors qu'elles ne représentaient que 3 % des prêts des principaux opérateurs sur le marché interbancaire en 1991, les opérations sous forme de pension livrée en constituaient 37 % en 1995. La Banque de France a beaucoup œuvré pour cet essor. Elle a ainsi contribué à combler le vide juridique qui existait en la matière, en étant à l'initiative d'une convention de place, en septembre 1988, remplacée par une deuxième convention complétée par un contrat-type en juillet 1990. En outre, elle a, à cette même date, adopté la pension livrée contre bons du Trésor pour ses appels d'offres. Cette impulsion a été relayée en 1994 et 1995 par une loi définissant précisément la notion de pension livrée, et levant les incertitudes qui subsistaient sur le traitement juridique et fiscal de cet instrument, ainsi que par la création d'un cercle de teneurs de marché, les spécialistes en pensions sur valeurs du Trésor (SPVT), à l'initiative du Trésor.

– Un marché obligataire important animé tant par les émetteurs publics que privés. L'encours global du marché obligataire français s'établissait à environ 1 011 milliards de dollars à la fin de 1995, soit 16 % du total mondial. Le marché obligataire français est ainsi le quatrième marché du monde, après les marchés américain, japonais et allemand.

– Des systèmes de règlement-livraison rapides et fiables. Au cours de l'année 1997, la place de Paris, dans le cadre du programme de prévention des risques, se dotera d'un système de règlement brut en temps réel (TBF : système transferts Banque de France) qui permettra d'obtenir l'irrévocabilité des règlements de gros montant en cours de journée. Parallèlement, le système de règlement-livraison de titres va s'unifier et fonctionnera en valeur jour dans le cadre du projet Relit grande vitesse (RGV).

### **2.2.2. Un marché de la dette publique très attractif et qui sera une référence au sein de la zone euro**

Le marché français des titres d'État est certainement l'un des premiers atouts dont la place de Paris dispose dans la perspective de l'euro. Structuré autour d'un système de teneurs de marché, les SVT, et disposant d'un gisement très important sur l'ensemble de la courbe des taux, il fait partie des marchés obligataires les plus sophistiqués et efficaces. Il tire parti :

– de la politique d'émission du Trésor, qui offre aujourd'hui trois caractéristiques déterminantes : la simplicité des produits émis, la liquidité (assurée grâce au large recours à la pratique de l'assimilation, à la régularité des émissions, à l'existence d'un groupe d'opérateurs spécialisés dans les transactions sur valeurs du Trésor) et la transparence qui repose sur des procédures organisées et ouvertes à tous les investisseurs ;

– de la qualité de signature de l'État français ;

– du développement d'un marché à terme et optionnel (le Matif) qui se place dans les tout premiers rangs mondiaux.

Dans un marché de la dette publique en euro qui devrait être caractérisé par des écarts de rendement d'ampleur modeste entre les titres des différents émetteurs souverains, ces caractéristiques du marché de la dette française devraient constituer des arguments très forts pour attirer les investisseurs sur les titres d'État français et générer par là même des flux d'affaires importants sur l'ensemble des produits qui leur sont liés, qu'il s'agisse de produits dérivés ou des capitaux de titres obligataires dits « à marge ».

En guise de conclusion, le basculement à l'euro va donc amener un changement significatif de l'univers concurrentiel des marchés financiers. Mais il n'entraînera pas nécessairement un bouleversement, dès lors que les places financières auront su préparer la transition. Le SEBC, au travers d'une organisation multipolaire de ses opérations, assurera une égalité de traitement des différentes places financières.

Un facteur déterminant de différenciation reposera désormais sur les compétences et l'expertise des équipes des salles de marché. À cet égard, la place de Paris dispose de tous les atouts nécessaires pour espérer bénéficier de la nouvelle donne que va entraîner l'Union monétaire.

# LE SYSTÈME TBF

Les règlements interbancaires de montant élevé ont connu depuis le début des années quatre-vingt une croissance particulièrement forte, due notamment au développement des marchés financiers. Ils atteignent ainsi en quelques jours le montant du produit intérieur brut des pays industrialisés : ce ratio est de 3 jours aux États-Unis ou au Japon et de 6 jours en France et au Royaume-Uni. Pour la France, ils représentent environ 1 100 milliards de francs chaque jour. Cette croissance des volumes, ainsi que l'ouverture des systèmes financiers, conséquence du mouvement de dérégulation de ces dernières années, ont augmenté la probabilité qu'un défaut de règlement dans un système de paiement soit à l'origine d'une crise systémique.

Pour limiter ces risques, les banques centrales ont, dans un premier temps, élaboré un ensemble de normes minimales applicables aux systèmes de compensation (*Rapport du Comité Lamfalussy sur les systèmes de compensation* publié en novembre 1990). Par ailleurs, les banques centrales de l'Union européenne ont défini, en novembre 1993, les caractéristiques minimales que doivent respecter les systèmes de paiement. Il a été, en particulier, décidé que chaque pays européen devra disposer d'un système à règlement brut en temps réel pour les opérations de montant élevé. La possibilité d'obtenir en cours de journée le règlement irrévocable des opérations de montant élevé permettra, en effet, de diminuer très fortement les risques liés aux règlements interbancaires.

En France, le système à règlement brut en temps réel TBF sera mis en œuvre en 1997. Il sera le point d'entrée du système *Target*, qui permettra d'effectuer des transferts de fonds de montant élevé en valeur jour dans les pays de l'Union monétaire européenne.

---

JÉRÔME LACHAND

*Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange*

Les réflexions interbancaires menées en France depuis plusieurs années ont abouti à la signature, début 1995, d'un protocole d'accord entre la Banque de France et l'Association française des établissements de crédit (AFEC), concernant l'organisation des règlements de montant élevé. Les paiements de montant élevé en francs pourront être effectués au moyen de deux systèmes d'échange différents, accessibles au travers d'une plate-forme technique commune gérée par la Centrale des règlements interbancaires (CRI) :

– le système à règlement brut en temps réel Transferts Banque de France (TBF), qui est mis en œuvre par la Banque de France, permettra d'obtenir le règlement irrévocable des paiements en cours de journée. Les soldes des systèmes de paiement ou des systèmes de règlement-livraison de titres seront également réglés par son intermédiaire. Ouvert aux établissements de crédit, il repose sur l'utilisation de comptes spécifiques, les comptes courants de règlement. TBF sera, pour la France, le point d'entrée dans le système *Target* qui permettra d'effectuer des transferts de montant élevé en temps réel entre pays participants à la monnaie unique ;

– le système de compensation Système net protégé (SNP), ouvert à un nombre restreint d'établissements de crédit, est géré par la CRI. Au plus tard le 1<sup>er</sup> juillet 1998, il sera protégé contre le risque de non-règlement d'un solde débiteur, grâce à la mise en œuvre de limites entre les participants et d'une règle de partage des pertes colatéralisée. En fin de journée, les soldes multilatéraux des participants sont transmis à TBF pour imputation sur les comptes des participants à la Banque de France.

Dans le cadre du scénario de passage à la monnaie unique, les deux systèmes SNP et TBF assureront l'échange et le règlement de paiements uniquement libellés en euros dès le début de la phase III.

Les participants seront reliés à ces systèmes par l'intermédiaire du réseau *SWIFT*, qui assurera une transmission sécurisée des messages, et l'extraction des informations comptables pour acheminement vers la CRI, puis vers TBF ou SNP (schéma dit en Y). La plate-forme technique gérée par la CRI assurera les fonctions de routage des ordres vers TBF ou vers SNP, en fonction du choix de l'émetteur du virement. Elle acheminera les soldes des différents systèmes exogènes vers TBF, afin de permettre leur règlement.

Le système *Relit grande vitesse* (RGV) a vocation à traiter toutes les opérations sur titres qui transitent aujourd'hui par Relit et Saturne et qui nécessitent un dénouement irrévocable en cours de journée. L'irrévocabilité des dénouements sera obtenue à travers un contrôle permanent des positions espèces des participants, constituées, soit par des transferts de monnaie centrale depuis TBF, soit par mobilisation en garantie de titres acceptés par la Banque de France. Le système RGV permettra aux participants TBF de mettre en place avec la Banque de France des pensions livrées intrajournalières (P4), afin d'obtenir de la liquidité en cours de journée.

## 1. Le système français TBF

TBF est un système à règlement brut en temps réel, ce qui signifie que chaque ordre de paiement est imputé individuellement en continu tout au long de la journée.

### 1.1. Les opérations échangées

Les virements de gros montant (VGM) pourront être émis par les participants pour le règlement de leurs opérations de marché et les transferts urgents de clientèle <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Un plancher indicatif de 5 millions de francs a été fixé pour les seules opérations de clientèle.



Les soldes de tous les systèmes d'échange (Chambre de compensation, SIT, SNP et Sagittaire) et de règlement-livraison de titres (Relit, Saturne, RGV) — ainsi que les règlements des compensations Matif et Monep — seront imputés dans TBF. Les établissements participants directs à ces systèmes devront être participants à TBF pour pouvoir régler leurs soldes.

TBF assurera l'exécution des « opérations de Banque centrale » : les opérations de marché monétaire, ainsi que la partie franc des opérations des marchés de change, conclues avec la Banque de France sont dénouées dans TBF. Ultérieurement, les opérations en numéraire (prélèvements et versements d'espèces) seront également imputées dans TBF. Cette procédure sera d'abord appliquée aux opérations effectuées à Paris, puis généralisée ensuite à l'ensemble des comptoirs de la Banque de France.

TBF étant un système dématérialisé de gros montant, les paiements sur support papier (chèques) n'y seront pas admis, pas plus que les paiements automatisés de petit montant, qui ont vocation à être échangés dans le *Système interbancaire de télécompensation* (SIT).

### **1.2. Les participants et l'organisation des comptes**

La participation à TBF est ouverte à tous les établissements de crédit et assimilés<sup>1</sup>, ainsi qu'aux établissements teneurs de comptes-titres, et aux établissements de crédit européens bénéficiant de la reconnaissance mutuelle des agréments.

Les opérations des participants à TBF s'imputeront systématiquement sur des comptes spécifiques : les comptes courants de règlement (CCR). Ces comptes, gérés de manière automatisée, sont seuls à donner accès aux services particuliers du système TBF. Afin de faciliter aux participants et aux groupes bancaires la gestion de leur liquidité à la Banque de France, il leur sera possible d'utiliser plusieurs comptes courants de règlement bénéficiant d'une consolidation permanente tout au long de la journée. Sous réserve de règles juridiques permettant une telle consolidation entre établissements différents, ces comptes sont regroupés dans des Groupes de comptes (GC) et la liquidité intrajournalière sera appréciée au niveau du GC, lors de l'imputation d'une opération sur un des comptes du groupe.

Les opérations non admises dans TBF sont imputées sur des comptes courants ordinaires (CCO), selon les mêmes modalités que pour les comptes courants ouverts actuellement aux établissements. De même, les établissements qui ne participent pas à TBF pourront utiliser ce type de comptes. Toutefois, à compter du démarrage de TBF, la tenue de ces CCO sera effectuée selon un principe d'irrévocabilité en temps réel, la provision étant contrôlée avant chaque imputation.

### **1.3. Les règles d'imputation**

L'imputation des virements TBF est effectuée en temps réel tout au long de la journée, et toute opération est irrévocable dès son exécution dans TBF. Le débit du compte du participant émetteur ne peut donc en aucun cas être révoqué ultérieurement ; le crédit en temps réel du compte du participant destinataire autorise celui-ci à disposer immédiatement des fonds reçus.

Avant toute imputation au débit du compte du participant, l'existence de la provision est contrôlée. Si le solde est insuffisant, le virement est placé dans une file d'attente jusqu'à l'arrivée d'un crédit permettant son exécution. En cas de non-exécution en fin de journée, le virement est définitivement rejeté.

<sup>1</sup> Établissements des articles 1 et 8 de la loi bancaire de 1984

Tous les virements sont traités dans l'ordre de leur émission par l'établissement émetteur selon la règle « Premier entré-Premier sorti » (*FIFO*). La présence d'opérations en attente d'imputation interdit l'imputation de toute opération postérieure concernant ce groupe de comptes — même si elle est d'un montant inférieur au solde disponible — aussi longtemps que ces opérations antérieures n'ont pas été imputées. En aucun cas, la séquence des virements en attente ne peut être modifiée, ni par le participant émetteur, ni par la Banque de France. Les opérations de Banque centrale, ainsi que les règlements des systèmes d'échange bénéficient d'une priorité plus élevée, ce qui permet d'imputer ces opérations avant toute opération de priorité normale.

Les soldes des systèmes d'échange et de règlement-livraison de titres (systèmes dits « exogènes ») sont présentés pour imputation dans TBF selon une chronologie préétablie. Préalablement, chaque participant a été informé du montant de son solde dans l'un de ces systèmes par un message de la CRI et peut lui notifier son désaccord éventuel (période dite « de contrôle »). Un tel désaccord ne peut résulter que d'un incident ou d'une erreur technique et non d'une impossibilité pour le participant de régler un solde débiteur faute de liquidité. Lors de leur présentation dans TBF pour imputation, les soldes de ces systèmes sont soumis aux mêmes contrôles de provision que les virements, en tenant compte, toutefois, de leur priorité plus élevée. Pour chaque système, TBF procède, pendant une période dite « de règlement » définie pour chaque système (environ 30 minutes), à un traitement global d'imputation incluant, non seulement les soldes du système exogène, mais également toutes les opérations en files d'attente des participants au système exogène.

En cas d'impossibilité d'imputation du système exogène pour au moins un des participants, TBF rejette l'ensemble du système considéré : aucun des soldes (débiteur ou créditeur) du système n'est alors imputé dans TBF. Chacun des systèmes doit ensuite, selon ses propres règles de fonctionnement, procéder aux traitements nécessaires (c'est-à-dire recalcul des soldes après élimination du ou des participants défaillants) et présenter à nouveau l'ensemble des soldes pour imputation dans TBF.

#### ***1.4. Les pensions livrées intrajournalières (PLI) et la fin de journée***

Afin de permettre le règlement de leurs opérations, les participants à TBF pourront se procurer la liquidité nécessaire en cours de journée par un dispositif de PLI auprès de la Banque de France. Cette organisation apporte au système TBF les meilleures garanties de sécurité et d'efficacité. Ces PLI, portant sur les titres admis par la Banque de France en garantie<sup>1</sup>, sont effectuées à un taux nul. En situation normale, aucune limitation d'utilisation n'est imposée aux participants.

La gestion de la mise en place et du remboursement (titres et espèces) sera prise en charge par le nouveau système de gestion de titres RGV. Une PLI est mise en place — sur demande du participant — par l'envoi d'une instruction à RGV. Le remboursement des PLI peut être effectué, soit en cours de journée, soit en fin de journée TBF. Au cours de la période d'ajustement, qui sépare l'arrêté comptable provisoire de TBF (17 h 30) et l'arrêté comptable définitif (18 h 30), les participants doivent obligatoirement rembourser les PLI en cours, en effectuant sur le marché les opérations de couverture nécessaires.

Le non-remboursement des PLI (qui doit rester très exceptionnel) entraîne, soit leur transformation en pensions livrées *overnight* (PLO) à un taux très dissuasif, soit la conservation des titres par la Banque de France.

<sup>1</sup> Il s'agit actuellement de l'ensemble des titres d'État et des titres émis par des entreprises cotées 3 par la Banque de France ; la possibilité d'étendre le dispositif aux autres créances sur des entreprises cotées 3 par la Banque de France est en cours d'étude du point de vue technique et juridique.



## 2. TBF et le système européen *Target*

*Target*<sup>1</sup> a pour objet principal de permettre la mise en application de la politique monétaire unique au sein de l'Union européenne en phase III de l'UEM. Il repose sur les différents systèmes à règlement brut en temps réel (RTGS) nationaux.

*Target* sera utilisé obligatoirement pour les règlements dans l'Union européenne qui sont liés à la politique monétaire unique (règlements pour lesquels une banque centrale nationale ou la Banque centrale européenne est contrepartie), et facultativement, pour tous les règlements entre banques commerciales dont les comptes sont tenus sur les livres de banques centrales différentes au sein de l'Union européenne.

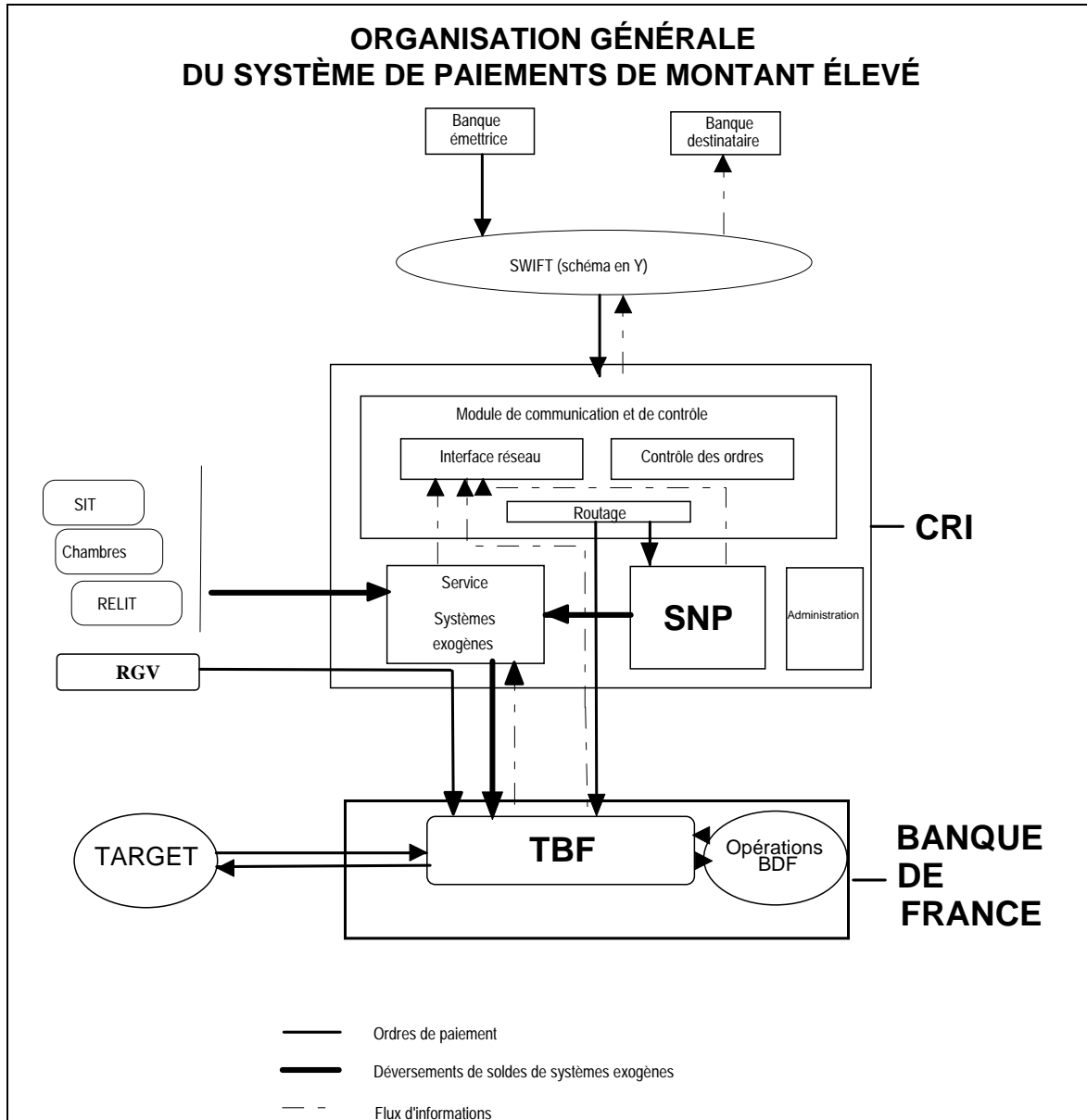
*Target* se compose donc :

- des systèmes à règlement brut en temps réel des pays de l'Union monétaire (TBF en France) ;
- de procédures d'interconnexion entre ces systèmes : réseau de transport et normalisation des messages échangés.

Cependant, compte tenu du principe de décentralisation sur lequel repose l'organisation du système *Target*, les systèmes à règlement brut en temps réel nationaux continueront à fonctionner avec leurs règles propres. Chacun de ces systèmes — et TBF en particulier — disposera donc d'une interface de conversion entre les formats d'enregistrement de *Target* et les formats nationaux et de contrôle de respect des règles de comportement en vigueur dans le système national. Ceci ne nécessitera aucune adaptation particulière de la part des banques participant aux systèmes nationaux.

---

<sup>1</sup> *Trans-European Automated Real time Gross settlement Express Transfer*



# STRATÉGIE ET FORMATION DE LA RENTABILITÉ DES PMI : UNE ÉTUDE EMPIRIQUE

Cette étude identifie et analyse un certain nombre de dimensions stratégiques caractéristiques des petites et moyennes entreprises fortement rentables.

---

JACQUES-BERNARD SAUNER-LEROY

*Direction des Entreprises*

*Service de Méthodologie d'analyse et de Documentation financière*

■ Dans un contexte de mondialisation croissante et de mutations continues de l'économie française, la mise en place de stratégies cohérentes, intégrées de longue date par les grandes entreprises, se diffuse progressivement aux entreprises moyennes.

■ À partir de la base de données de la Banque de France sur les stratégies des entreprises, une démarche empirique permet d'identifier les traits distinctifs les plus marquants des PME performantes. Ces traits se rapportent à l'environnement de l'entreprise, son mode de réflexion stratégique et son positionnement concurrentiel.

■ Si l'environnement, et plus particulièrement la conjoncture, exerce une influence incontestable sur la performance, il ne saurait constituer à lui seul un critère suffisant pour expliquer les écarts de rentabilité constatés sur les entreprises étudiées.

■ L'analyse des facteurs propres à la firme permet de mieux cerner les composantes structurelles de la performance. Les entreprises les plus rentables se distinguent par leur capacité à bien apprécier la nature de leur environnement et par leur aptitude à en influencer la structure concurrentielle.

Dans un contexte de redistribution de la donne concurrentielle, et à l'heure d'une mondialisation génératrice de mutations structurelles, l'analyse des sources de la performance financière des entreprises présente un intérêt renouvelé :

– d'une part, parce que des bons résultats laissent présager une meilleure capacité de résistance aux aléas conjoncturels ;

– d'autre part, parce qu'ils contribuent de manière essentielle au potentiel de développement futur des firmes.

À cet égard, les résultats observés au cours des cinq dernières années retiennent l'attention. En effet, les performances financières des petites et moyennes entreprises de l'industrie manufacturière française ont été affectées par une tendance à l'effritement des résultats d'exploitation (tableau 1).

Tableau 1

<b>RÉSULTAT D'EXPLOITATION DES PME DE L'INDUSTRIE MANUFACTURIÈRE</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
	1991	1992	1993	1994	1995
Taux de marge brute d'exploitation moyen.....	9,0	8,8	8,2	8,5	8,2
Rentabilité brute du capital d'exploitation moyenne.....	17,0	15,6	13,6	14,8	14,5
Source : Banque de France Observatoire des entreprises					
Mise à jour le 20 août 1996					

L'objet de cet article est de mettre en évidence les stratégies adoptées par les PME de l'industrie manufacturière qui sont les plus performantes. L'analyse met ainsi en lumière la variété des ressorts de croissance des petites et moyennes entreprises industrielles, et dégage les axes autour desquels des stratégies cohérentes de développement sont engagées.

La première partie présente l'échantillon et la méthodologie utilisée. Les principaux résultats sont exposés dans un second temps.

## 1. Champ de l'étude

### 1.1. L'échantillon

Les informations qui sont exploitées proviennent de la base de données qualitatives sur les stratégies des petites et moyennes entreprises (effectifs compris entre 40 salariés et 2 000 salariés). L'étude ne porte que sur les firmes dont les effectifs n'excèdent pas 500 salariés (définition INSEE de la PME) et qui ont été interrogées en 1995 et 1996, soit 3 798 entreprises. Celles-ci font partie des secteurs de l'industrie manufacturière (biens d'équipement professionnels, biens intermédiaires, industrie textile, industrie agro-alimentaire, biens d'équipement ménagers, construction automobile, biens de consommation)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Le changement de nomenclature INSEE intervenu en 1995 a pu conduire à « déclasser » un certain nombre de classes d'activité, ce qui permet d'expliquer la présence — très faible — d'entreprises n'appartenant pas à l'industrie manufacturière.

Tableau 2

<b>DONNÉES QUANTITATIVES SUR L'ÉCHANTILLON (moyennes sur les années 1992 à 1995)</b>				
	Moyenne	1 <sup>er</sup> tiers	2 <sup>e</sup> tiers	3 <sup>e</sup> tiers
Chiffre d'affaires (en milliers de francs).....	112 130	32 387	59 444	124 253
Valeur ajoutée (en milliers de francs).....	34 148	12 435	21 174	40 099
Effectifs (en unités).....	120	49	83	153
Rentabilité brute du capital d'exploitation (en pourcentage) .....	14,99	6,94	12,39	20,05
Taux de marge brute d'exploitation (en pourcentage).....	7,30	3,44	6,66	10,49
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48				

Tableau 3

<b>RÉPARTITION SECTORIELLE DES ENTREPRISES DE L'ÉCHANTILLON</b>		
Sous-section	Effectifs	Pourcentage
CB – Extraction de produits non énergétiques.....	8	0,2
DA – Industries agricoles et alimentaires.....	591	15,6
DB – Industrie textile et habillement.....	477	12,5
DC – Industrie du cuir et de la chaussure.....	90	2,4
DD – Travail du bois et fabrication d'articles en bois.....	63	1,7
DE – Industrie du papier et du carton ; édition et imprimerie.....	374	9,8
DF – Cokéfaction, raffinage, industries nucléaires.....	2	0,1
DG – Industrie chimique.....	147	3,9
DH – Industrie du caoutchouc et des plastiques.....	242	6,4
DI – Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques.....	59	1,5
DJ – Métallurgie et travail des métaux.....	393	10,3
DK – Fabrication de machines et équipements.....	557	14,7
DL – Fabrication d'équipements électriques et électroniques.....	404	10,6
DM – Fabrication de matériel de transport.....	146	3,8
DN – Autres industries manufacturières.....	245	6,5
<b>Total.....</b>	<b>3 798</b>	<b>100</b>
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48		

La comparaison des indicateurs de performance (rentabilité brute du capital d'exploitation et taux de marge brute d'exploitation) entre les sous-sections fait apparaître des différences. Ainsi, les secteurs de l'industrie chimique, de l'industrie du caoutchouc et des plastiques, et de la fabrication d'instruments médicaux, de précision, d'optique et d'horlogerie sont ceux au sein desquels, en moyenne, les niveaux

de ces indicateurs sont les plus élevés. À l'inverse, les secteurs de l'industrie automobile, des autres matériels de transport, de la métallurgie, du travail des métaux, de la fabrication de matériels de bureau et de matériel informatique, du textile et du travail du bois et fabrication d'articles en bois présentent des niveaux de rentabilité en retrait.

### 1.2. Méthodologie

Le questionnaire, qui sert de support à la collecte des données stratégiques auprès des PME-PMI de l'industrie manufacturière française, s'articule autour de neuf thèmes<sup>1</sup> permettant de cerner trois dimensions clés de l'analyse stratégique des entreprises : leur environnement concurrentiel ; leurs ressources internes et la définition de leur stratégie ; la mise en œuvre opérationnelle de cette dernière.

Pour chacune de ces trois dimensions, l'analyse s'est attachée à mettre en exergue les caractéristiques les plus marquantes opposant les firmes les plus rentables aux autres. Pour ce faire, trois groupes d'entreprises ont été constitués : les « faiblement rentables », les « fortement rentables » et les « intermédiaires ». Pour constituer ces trois groupes, nous avons construit un indicateur qui combine la rentabilité brute du capital d'exploitation et le taux de marge brute d'exploitation.

Tableau 4

INDICATEUR SYNTHÉTIQUE DE PERFORMANCE UTILISÉ		
Ratios	Construction	Signification
a : Rentabilité brute du capital d'exploitation	$\frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{\text{Équipement productif} + \text{Besoins en fond de roulement d'exploitation}}$	Mesure l'efficacité de l'entreprise dans la mise en œuvre du capital d'exploitation.  Il dépend en partie de facteurs structurels (ex. : montant des investissements en immobilisations nécessaires à l'exploitation)
b : Taux de marge brute d'exploitation	$\frac{\text{Excédent brut d'exploitation}}{\text{Volume d'affaires HT}}$	Première mesure directe de la performance industrielle et commerciale de l'entreprise
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME) Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48		

Cet indicateur synthétique appelé par la suite « performance » a été établi uniquement aux fins de segmentation et ne constitue pas un indicateur de gestion à proprement parler. Il permet de tirer parti de la complémentarité de ces deux ratios.

En effet, à taux de marge brute (ratio b) identique, deux entreprises peuvent dégager une rentabilité brute du capital d'exploitation (ratio a) différente : il suffit que l'une maîtrise mieux que l'autre ses besoins en fonds de roulement, ce qui allège d'autant le dénominateur. Ce serait aussi le cas d'une entreprise qui viendrait d'investir et serait encore en période de retour sur investissement. Toutefois, ce biais nous semble limité car au cours de la période étudiée les entreprises, en règle générale, ont développé une politique d'investissement prudente en s'efforçant de répartir l'effort dans le temps.

<sup>1</sup> Cf. *Bulletin de la Banque de France* – Supplément « Études » – 4<sup>e</sup> trimestre 1996, pour une présentation détaillée

L'indicateur synthétique isole les entreprises dont les ratios a et b sont *chacun* situés :

- soit dans le premier tiers des distributions de l'échantillon, ce qui correspond à une zone de faible performance financière ;
- soit dans le troisième tiers des distributions de l'échantillon, ce qui correspond à une zone de forte performance financière.

Les autres cas de figure <sup>1</sup> correspondent à une zone de performance financière intermédiaire (ni trop forte, ni trop faible) qui regroupe — par construction — le plus grand nombre d'entreprises.

Sont ainsi appelées « faiblement rentables » les entreprises de l'échantillon dont les valeurs moyennes des deux indicateurs <sup>2</sup> se situent à chaque fois dans le premier tiers des distributions (1 052 firmes). *A contrario*, sont appelées « fortement rentables » celles dont les valeurs de ces mêmes indicateurs se trouvent dans le troisième tiers (913 firmes). Les autres entreprises sont classées dans la catégorie « intermédiaires » (1 793 firmes). L'analyse porte sur la comparaison de ces trois groupes de firmes <sup>3</sup>.

Le recours aux tests statistiques (analyse de variance, tests non paramétriques) permet de comparer les groupes d'entreprises (fortement rentables, intermédiaires, faiblement rentables) sur l'ensemble des variables issues de l'enquête et de ne retenir que celles qui apparaissent les plus pertinentes — c'est-à-dire celles pour lesquelles les tests statistiques font ressortir des différences de moyenne ou de rang moyen significatives au seuil minimal de 5 % — dans l'opposition de ces trois groupes <sup>4</sup>.

## 2. Les critères distinctifs de la performance

À partir des résultats de l'enquête, nous dégageons quatre thèmes majeurs qui apparaissent comme autant de traits distinctifs des entreprises les plus performantes <sup>5</sup> :

- un contexte plus ouvert aux dynamiques de profit ;
- une réflexion stratégique qui combine « intelligence économique » et pragmatisme ;
- des stratégies davantage différenciées ;
- une plus grande cohérence dans la mise en œuvre de la stratégie.

### 2.1. Un contexte ouvert aux dynamiques de profit

Cette étude aborde l'analyse du contexte dans lequel les entreprises évoluent au travers de deux séries d'indicateurs :

- ceux permettant de décrire la turbulence de l'environnement général, en termes de stabilité : rythme de renouvellement des technologies, impact des mouvements stratégiques de la concurrence, évolution de facteurs socio-politiques ou économiques et financiers ;
- ceux qui permettent de caractériser le « positionnement structurel » : relations avec les clients et les fournisseurs ; force de la concurrence ; pressions exercées par le risque d'arrivée de nouveaux concurrents ou de produits de substitution.

<sup>1</sup> C'est-à-dire les deux ratios a et b situés dans les deuxièmes tiers des distributions, ou l'un des deux ratios appartenant soit au premier tiers, soit au troisième tiers, ou encore le premier ratio se positionnant dans le premier tiers et le deuxième ratio dans le troisième tiers, ou inversement

<sup>2</sup> Moyennes calculées sur les trois exercices ayant précédé l'année d'enquête

<sup>3</sup> 40 entreprises n'ont pu être classées dans l'une ou l'autre des catégories en raison de données manquantes.

<sup>4</sup> Les variables retenues dans cette étude opposent généralement les trois groupes d'entreprises au seuil statistique de 1 %, voire 1 %.

<sup>5</sup> La taille, mesurée par les effectifs employés, ne constitue pas un critère distinctif significatif des entreprises performantes.

Tableau 5

<b>TURBULENCE ET INTENSITÉ CONCURRENTIELLE</b>			
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Performance faible
<b>1. Turbulence globale</b> .....	<b>2,08 (-)</b>	<b>2,18 (+)</b>	<b>2,18 (+)</b>
Concurrentielle:.....	2,10 (-)	2,23 (+)	2,27 (+)
– Arrivée de concurrents étrangers.....	2,25 (-)	2,36	2,41 (+)
– Sorties d'entreprises.....	1,82 (-)	2,06 (+)	2,09 (+)
Économiques et financières.....	2,80 (-)	3,10 (+)	3,12 (+)
<b>2. Intensité concurrentielle</b> .....	<b>3,10 (-)</b>	<b>3,17 (+)</b>	<b>3,19 (+)</b>
Force clients.....	2,87 (-)	2,97 (+)	2,98 (+)
Force fournisseurs.....	2,84 (-)	2,88 (+)	2,90 (+)
Force rivalité.....	3,28 (-)	3,38 (+)	3,39 (+)
Force nouveaux entrants.....	3,36 (-)	3,39 (-)	3,44 (+)
Échelles de 1 (faible) à 5 (élevé) Le signe (+) indique que la moyenne est significativement supérieure à celle qui est signalée par le signe (-) Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48			

Le tableau 5 présente les valeurs obtenues. Il met en évidence le détail des deux composantes précitées (turbulence, intensité concurrentielle) et permet d'affiner l'analyse. Ainsi, ce sont les turbulences concurrentielles (celles provoquées par les mouvements stratégiques des concurrents, et plus spécifiquement l'arrivée de concurrents étrangers, d'une part et les sorties d'entreprises, d'autre part) ou d'ordre économique et financier qui expliquent les différences de stabilité globale des environnements et ont le plus grand impact sur les groupes d'entreprises les moins performantes. Par ailleurs, le fait que les entreprises les plus rentables soient soumises à une intensité concurrentielle moindre s'explique par une position certes plus favorable vis-à-vis des principaux concurrents, mais également vis-à-vis de leurs clients comme de leurs fournisseurs. Ces entreprises bénéficient aussi d'une moindre exposition à l'apparition de nouveaux entrants sur leur marché.

Les entreprises les plus rentables sont par ailleurs relativement plus présentes sur un marché en phase d'émergence ou de croissance, que sur un marché en phase de maturité ou de déclin.

Tableau 6

<b>CYCLE DE VIE ET TAUX DE CROISSANCE DU MARCHÉ PRINCIPAL</b>			
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Performance faible
Phase du cycle de vie (a).....	Milieu-fin de la phase de croissance	Fin de la phase de croissance	Début de la phase de maturité
Taux de croissance du marché en volume (b).....	+ 1,89 (++)	- 0,34 (+)	- 3,15 (-)
Le signe (+) signifie que la moyenne est significativement supérieure à celle indiquée par le signe (-). Le signe (++) signifie que la moyenne est significativement supérieure à celle des deux autres groupes. (a) Émergence, croissance, maturité, déclin (b) En pourcentage et en moyenne annuelle sur les deux dernières années ayant précédé l'enquête Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48			



L'analyse de l'environnement des PME de l'industrie manufacturière française fait ainsi ressortir, au-delà de la confirmation empirique de liens déjà établis par la théorie micro-économique entre la rentabilité et l'intensité concurrentielle, deux types de facteurs influençant la performance.

– Des facteurs « exogènes » sur lesquels l'entreprise n'a pas prise : un taux de croissance en volume du marché principal plus fort, des sorties d'entreprises et des évolutions économiques et financières au sein du secteur d'activité plus faibles ; ces facteurs exogènes ne permettent pas, toutefois, d'expliquer à eux seuls les différences de rentabilité observées sur la population d'entreprises étudiée. Ceci apparaît nettement à la lecture des tableaux 7 et 8.

Tableau 7

<b>ENVIRONNEMENT (a) ET PERFORMANCE (b)</b>				
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Performance faible	Total
Environnement plutôt stable et peu concurrentiel.....	278 (30,4 %)	425 (23,7 %)	239 (22,7 %)	942 (25,1 %)
Environnement intermédiaire.....	455 (49,8 %)	897 (50,1 %)	530 (50,4 %)	1 882 (50,1 %)
Environnement plutôt turbulent et concurrentiel.....	180 (19,7 %)	470 (26,2 %)	283 (26,9 %)	933 (24,8 %)
Total.....	913	1 792	1 052	3 757

(a) Indicateur synthétique du degré de turbulence et d'intensité concurrentielle de l'environnement [échelle de 1 (faible) à 5 (fort)]  
 (b) Test du Khi-2 de Pearson : 27 – significativité : 1 %

Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME  
 Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48

Tableau 8

<b>DYNAMISME DU MARCHÉ PRINCIPAL ET PERFORMANCE (a)</b>				
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Rentabilité faible	Total
Marché principal en récession (b).....	203 (24,4 %)	600 (36,3 %)	462 (47,8 %)	1 265 (36,6 %)
Marché principal stable (c).....	253 (30,4%)	457 (27,6%)	238 (24,6%)	948 (27,5%)
Marché principal en croissance (d).....	377 (45,3 %)	597 (36,1 %)	266 (27,5 %)	1 240 (35,9 %)
Total.....	833	1 654	966	3 453 (e)

(a) Test du Khi-2 de Pearson : 111,83 – significativité : 1 %  
 (b) Taux de décroissance du marché principal — en volume et en moyenne annuelle — inférieur à - %  
 (c) Taux de croissance du marché principal — en volume et en moyenne annuelle — compris entre - % et + 2 %  
 (d) Taux de croissance du marché principal — en volume et en moyenne annuelle — supérieur à + %  
 (e) Les entreprises n'ont pu toutes être classées dans l'une des trois catégories en raison de l'existence de valeurs manquantes

Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME  
 Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48

– Des facteurs « endogènes » — ou internes —, liés aux caractéristiques propres ou aux choix de développement de la firme, et qui peuvent influencer directement la nature de l'environnement. Ce dernier point est illustré par le tableau 9. Il montre que les entreprises qui possèdent et mettent en œuvre des ressources difficilement accessibles, imitables ou transférables disposent d'un avantage en termes de performance.

Tableau 9

<b>BARRIÈRES À L'ENTRÉE UTILISATION DE TECHNOLOGIES SPÉCIFIQUES</b>			
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Performance faible
Utilisation de technologies de production différenciées de la concurrence (a).....	2,82 (++)	2,66 (+)	2,50 (-)
Influence de l'utilisation de technologies spécifique dans les coûts de revient(b).....	0,35 (++)	0,29 (+)	0,24 (-)
Le signe (+) signifie que la moyenne est significativement supérieure à celle indiquée par le signe (-). Le signe (++) signifie que la moyenne est significativement supérieure aux deux autres. (a) Échelle de 1 (faible) à 5 (élevée) (b) Échelle de 0 à 1			
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48			

Les facteurs endogènes peuvent donc jouer un rôle primordial dans la détermination de la performance. Parmi ceux-ci, deux aspects paraissent essentiels : la réflexion stratégique, d'une part ; le positionnement concurrentiel, d'autre part.

## **2.2. Une réflexion stratégique qui combine « intelligence économique » et pragmatisme**

La réflexion stratégique peut être définie comme le processus d'élaboration des décisions qui engagent de façon difficilement réversible les ressources de l'entreprise. S'agissant d'un préalable à la prise de décision stratégique, cette phase de réflexion apparaît comme un point névralgique à partir duquel s'élabore et se construit le positionnement concurrentiel de l'entreprise : l'analyse de l'environnement (opportunités et menaces) et des ressources internes (forces et faiblesses) se situe au cœur même de ce processus. Il en va également ainsi de la fixation des objectifs et des échéances retenues pour les atteindre (« l'horizon temporel »).

Les modes de réflexion stratégique qui prévalent au sein des entreprises performantes et non performantes ont été comparés. L'étude de ce thème s'organise autour de deux concepts clés : la formalisation de la prise de décision et son caractère plus ou moins anticipateur. Les résultats obtenus à partir des données de l'enquête font ressortir que la formalisation (définie comme le fait de rassembler le maximum d'informations disponibles, de chiffrer précisément les objectifs à atteindre et de privilégier la concertation ou la collégialité dans l'élaboration des principales décisions) n'apparaît pas comme un critère spécifique aux entreprises les plus rentables.

Il en va de même de l'aspect « anticipation » : certes la capacité de se projeter sur un horizon de moyen ou de long terme semble bien être l'apanage des firmes les plus performantes. Cependant, cette caractéristique ne peut constituer en elle-même un critère « structurel » satisfaisant pour justifier de meilleurs niveaux de rentabilité. Deux aspects en atténuent en effet la portée :

– d'une part, et dans la mesure où les tests statistiques ne font ressortir que des différences relatives entre les groupes d'entreprises, il est difficile d'évaluer si un horizon temporel de moyen-long terme favorise des performances supérieures ou si ce sont celles-ci qui facilitent, dès lors que la survie à court terme est assurée, une vision stratégique de moyen-long terme ;

– d'autre part, l'environnement des entreprises les plus performantes étant globalement plus stable que celui des firmes moins rentables, et donc se prêtant mieux à l'élaboration de prévisions, il paraît somme toute logique que la stratégie se focalise davantage sur le moyen-long terme.

En revanche, le croisement du degré d'anticipation dans la prise de décision stratégique et du niveau de turbulence de l'environnement se révèle riche d'enseignements.

Les variables élaborées à partir des données de l'enquête pour tester ce type de relation (tableau 10) indiquent que les entreprises les plus performantes se distinguent des autres par le fait qu'elles cernent mieux la nature de leur environnement (son degré de stabilité et d'intensité concurrentielle). En outre, l'horizon temporel de leur stratégie est davantage en adéquation avec le niveau de turbulence de l'environnement : fixation d'un horizon de moyen-long terme dans un environnement stable, fixation d'un horizon de court terme dans un environnement turbulent. Ces deux caractéristiques témoignent de la plus grande pertinence du mode de réflexion stratégique adopté par les firmes les plus performantes. Cernant mieux la réalité de leur environnement, elles s'y adaptent mieux. Elles sont également plus à même d'en appréhender les perspectives d'évolution et donc, en les anticipant, de réduire les risques « décisionnels ».

Tableau 10

LA RÉFLEXION STRATÉGIQUE : PERTINENCE ET ANTICIPATION			
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Performance faible
Anticipation (a).....	7,02 (++)	6,72 (+)	6,35 (-)
Pertinence			
– Perception de l'environnement (b).....	1,42 (-)	1,50 (+)	1,65 (++)
– Adéquation de l'horizon stratégique à la nature de l'environnement (c).....	1,49 (-)	1,48 (-)	1,60 (+)
(a) Échelle de 1 (faible anticipation) à 10 (très forte anticipation)			
(b) Échelle de 0 (perception pertinente de l'environnement) à 4 (inadéquation entre la perception de l'environnement et sa réalité). La « perception » de l'environnement est celle décrite directement par l'entreprise. La « réalité » est établie à partir d'une synthèse des résultats de l'enquête.			
(c) Échelle de 0 (bonne adéquation entre l'horizon temporel de la stratégie et le degré de turbulence de l'environnement) à 4 (inadéquation de l'horizon temporel de la stratégie au degré de turbulence de l'environnement)			
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48			

### 2.3. Des stratégies davantage axées sur la différenciation

Le terme de « stratégie de différenciation » est largement répandu. Cette stratégie consiste à fonder les avantages concurrentiels (ou avantages comparatifs) sur des caractéristiques de l'offre autres que le prix. Il s'agit des éléments suivants : qualité, performance technique et innovation, image de marque, délais-souplesse, services associés, proximité géographique<sup>1</sup>. La stratégie de différenciation repose de ce fait sur la compétitivité hors-prix, par opposition à une stratégie de volume, qui cherche plutôt la création d'avantages concurrentiels par la baisse des coûts.

<sup>1</sup> Éléments qui sont intégrés dans le questionnaire d'enquête

L'observation des données fait ressortir une opposition marquée entre les entreprises rentables, qui d'une manière générale ont davantage tendance à suivre une politique de différenciation, et les entreprises non rentables, lesquelles sont plus axées sur la recherche des volumes (avec sa relation inverse sur les coûts).

Or, à plusieurs égards, le positionnement différencié (à condition qu'il soit véritablement reconnu et valorisé comme tel par le marché) apparaît plus à même de favoriser la performance des PME que la stratégie de volume.

En effet, dans la mesure où, comparativement aux grandes entreprises, les PME ne peuvent que difficilement jouer sur les économies d'échelle, pour accroître la compétitivité de leur offre, les stratégies fondées sur la différenciation leur semblent *a priori* plus adaptées.

En outre, et à condition qu'elle soit reconnue par le marché, la spécificité de l'offre présente un double intérêt :

– d'une part, une telle offre est davantage susceptible de revêtir pour les clients une valeur supérieure à celle de la concurrence, dans la mesure où elle est la seule à répondre véritablement — en raison de sa caractéristique propre (savoir-faire, qualité, service associé...) — à une attente elle-même spécifique qui peut d'ailleurs justifier l'existence d'un « surprix » particulièrement rémunérateur ;

– d'autre part, une offre différenciée peut également constituer un atout beaucoup plus « défendable » que le niveau des prix ou des coûts, car elle est moins imitable que ces derniers : si un concurrent direct a toujours la possibilité d'engager une guerre des prix pour conquérir des parts de marché (stratégies de rattrapage ou d'achat de parts de marché), il lui sera en revanche nettement plus difficile d'acquérir un savoir-faire technologique, une qualification humaine, ou toute compétence spécifique et reconnue comme telle par le marché. Dès lors, la stratégie de différenciation apparaît plus en mesure de favoriser la création et le maintien de « rentes de situation » propices à la réduction de l'intensité concurrentielle et donc à l'accroissement du potentiel de profit.

Tableau 11

STRATÉGIE GÉNÉRIQUE ET PERFORMANCE (a)				
	Performance élevée	Performance intermédiaire	Performance faible	Total
Stratégie de volume.....	178 (22,2 %)	526 (32,4 %)	332 (34,5 %)	1 036 (30,6 %)
Stratégie intermédiaire.....	312 (38,9 %)	605 (37,3 %)	378 (39,3 %)	1 295 (38,2 %)
Stratégie de différenciation.....	312 (38,9 %)	492 (30,3 %)	251 (26,1 %)	1 055 (31,2 %)
Total .....	802 (100,0 %)	1 623 (100,0 %)	961 (100,0 %)	3 386 (b) (100,0 %)

(a) Test du Khi-2 de Pearsor : 36,39 – significativité : 1 %  
 (b) Les entreprises de l'échantillon n'ont pu toutes être classées dans l'une des trois catégories, en raison de l'existence de valeurs manquantes

Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME)  
 Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48

Un positionnement concurrentiel plus orienté vers la différenciation doit toutefois être considéré comme une condition nécessaire mais non suffisante de la performance. En effet, les entreprises les plus performantes sont surtout celles qui savent décliner leur stratégie de manière cohérente dans toutes les décisions de la vie de l'entreprise.

#### ***2.4. Une plus grande cohérence d'ensemble dans la mise en œuvre de la stratégie***

Ce constat apparaît quelle que soit la nature de la stratégie suivie. Ainsi, *parmi les firmes développant des stratégies fondées sur les volumes*, les plus performantes possèdent un outil de production fortement standardisé, mieux adapté à la mise en œuvre de ce type de stratégie. En outre, leur taux d'utilisation des capacités de production est sensiblement plus élevé, ce qui permet d'amortir les charges fixes et de réduire les coûts moyens plus rapidement.

Tableau 12

<b>CARACTÉRISATION DU MODE DE PRODUCTION STRATÉGIE DE VOLUME</b>				
	Rentabilité élevée	Rentabilité intermédiaire	Rentabilité faible	Moyenne de l'échantillon interrogé
Standardisation des modes de production (a.....)	3,70 (+)	3,54 (+)	3,15 (-)	3,19
Taux d'utilisation des capacités de production (e) (pourcentage).....	81,36 (++)	78,64 (+)	74,45 (-)	78,00
Le signe (+) signifie que la moyenne est significativement supérieure à celle indiquée par le signe (-). Le signe (++) signifie que la moyenne est significativement supérieure aux deux autres. (a) Échelle de 0 (faible standardisation) à 8 (très forte standardisation)				
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48				

En outre, *parmi les entreprises poursuivant des stratégies de différenciation*, les plus rentables se distinguent, pour leur part, par l'utilisation de technologies de production très spécifiques. Elles occupent également un positionnement nettement plus solide que les moins performantes. Ceci montre que la spécificité de leur offre est davantage reconnue — et donc valorisée — par le marché.

Tableau 13

<b>SOLIDITÉ DU POSITIONNEMENT CONCURRENTIEL STRATÉGIE DE DIFFÉRENCIATION</b>				
	Rentabilité élevée	Rentabilité intermédiaire	Rentabilité faible	Moyenne de l'échantillon interrogé
Position concurrentielle (a).....	0,79 (+)	0,76 (-)	0,75 (-)	0,74
Force clients (b).....	2,68 (-)	2,76 (+)	2,75 (+)	2,95
Force rivalité (b).....	3,20 (-)	3,30 (+)	3,40 (+)	3,36
Degré de différenciation des technologies de production (b).....	3,09 (+)	2,86 (-)	2,75 (-)	2,65
Le signe (+) signifie que la moyenne est significativement supérieure à celle indiquée par le signe (-). (a) Indicateur d'adéquation des avantages concurrentiels aux facteurs clés de succès. Échelle de 0 à 1 (b) Échelle de 1 (faible) à 5 (forte)				
Source et réalisation : Banque de France (enquêtes 1995 et 1996 sur les stratégies des PME Direction des Entreprises – SMADF – Tél : 01 42 92 36 48				

L'environnement des PME, et plus spécifiquement le dynamisme de leur marché principal, exerce une influence incontestable sur le niveau de leur rentabilité. Toutefois, cette dimension n'est pas suffisante pour expliquer à elle seule les écarts de performances constatés sur la population d'entreprises étudiée.

L'analyse des facteurs endogènes — ou internes à la firme — permet de mieux cerner les composantes « structurelles » de la performance : intelligence économique et pragmatisme, différenciation et cohérence dans la mise en œuvre de la stratégie en constituent les principaux vecteurs.

De fait, loin de subir les contraintes d'un environnement plus ou moins hostile, les firmes performantes se distinguent par leur aptitude à en appréhender les caractéristiques et les perspectives d'évolution, ainsi que par leur capacité à en influencer la structure concurrentielle.

Les résultats de cette étude témoignent également de la multiplicité des paramètres qui commandent la performance. En ce domaine toutefois, les profils d'entreprise, à performance égale, peuvent être tout à fait différents. Aussi, l'indicateur de performance que nous avons retenu pour segmenter notre échantillon et isoler les entreprises les plus performantes est une combinaison de ratios synthétisant différentes dimensions de l'entreprise : intensité capitalistique, vitesse de rotation des actifs (stocks...), politique des prix (influençant le taux de marge), etc. La construction de typologies, à partir des résultats présentés, constitue le prolongement de cette recherche, dans la mesure où elle permet de caractériser plus précisément des profils de PME performantes.

# ÉVALUATION DES PERFORMANCES DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES

Pour un prêteur, l'appréciation de la qualité des actifs d'une entreprise est une étape cruciale dans la prise de décision de lui accorder un financement. Ce problème se pose avec acuité quand l'investissement s'oriente vers des activités à fort contenu d'innovation, dont les actifs correspondants sont de nature spécifique et les rendements escomptés entachés d'incertitude. L'objet de cet article est de montrer que la difficulté de l'évaluation, source de rationnement des capitaux, vient de la diversité croissante des produits, des marchés et, par voie de conséquence, des actifs requis <sup>1</sup>.

---

BERNARD PARANQUE

*Direction des Entreprises – Observatoire des entreprises*

DOROTHÉE RIVAUD-DANSET

*Paris XIII – CREI – IEPE-ENS Cachan*

ROBERT SALAIS

*IEPE-ENS Cachan*

---

<sup>1</sup> Étude réalisée en 1996 dans le cadre de la convention signée entre la Banque de France et le Groupement d'étude et de recherche IEPE-ENS Cachan, présentée au XLV<sup>e</sup> Congrès de l'Association française de sciences économiques et dont la version complète est publiée sous le titre « Marchés, organisations de la production et rentabilités », Banque de France B96/03

- Tout d'abord, il est mis en évidence que les entreprises s'opposent les unes aux autres par le marché auquel s'adresse(nt) leur(s) produit(s) et par leur organisation.
- Ensuite, on montre qu'il existe plusieurs manières d'être rentable qu'il n'est pas possible, *a priori*, de hiérarchiser.
- Enfin, on observe que la structure du capital est similaire d'une classe d'entreprises à l'autre. Cette homogénéité traduirait alors la difficulté des prêteurs à distinguer les entreprises selon les différents modes de gestion de la rentabilité.
- L'article conclut sur la nécessité d'une lecture de la performance qui reconnaît cette diversité et valorise la cohérence obtenue par l'entreprise. Cette approche permettrait d'améliorer les capacités de prévision et donc de gestion du risque de crédit.

L'appréciation de la qualité des entreprises est un problème essentiel du financement de l'économie. La difficulté d'évaluer et, en conséquence, d'apporter des capitaux à une entreprise vient, selon nous, de ce que la diversité croissante des biens et services produits et des actifs nécessaires à leur production bute sur l'unicité des méthodes, sur leur caractère trop statique et immédiatement financier. Nous voulons montrer *a contrario* l'importance qu'il y aurait à développer le caractère pluriel, dynamique et « réel » de l'évaluation financière. Cette voie de recherche s'inspire des analyses récentes de la diversité des produits en termes de pluralité des *mondes de production* (Salais, Storper, 1993), où les produits se caractérisent par la nature du marché visé et par l'organisation de la production. Le marché visé peut être prévisible ou incertain, diversifié ou générique, tandis que les technologies requises et la main-d'œuvre employée, qualifiant l'organisation de la production, peuvent être standard ou spécifiques. De la pluralité de ces mondes se déduit l'existence de plusieurs *modèles de formation de la rentabilité* qui décomposent le taux de rentabilité en différents ratios usuels. Ces modèles traduisent les contraintes « réelles », inscrites dans le produit, que doivent gérer les acteurs (attentes des clients, nature prévisible ou incertaine du marché, technologie standard ou spécialisée, importance des savoir-faire...). Pour désigner l'existence de différentes manières d'être rentable, nous parlerons de *système d'action*. Un système d'action représente une des cohérences praticables et, donc, rentables pour une entreprise. Il prend en compte la spécificité des contraintes qui pèsent sur l'entreprise. Il existe différents systèmes d'action mais il n'existe aucun critère autorisant à hiérarchiser leurs performances.

Pour les tiers, apporteurs externes de capitaux, ce qui importe c'est la *qualité* des entreprises, la qualité étant entendue non pas au sens commun des caractéristiques économiques et financières, mais au sens de leur capacité à mettre en œuvre un système d'action, donc, à respecter une des cohérences rentables. L'intérêt de disposer d'une pluralité de grilles d'évaluation de la qualité des entreprises se déduit de cette recherche.



Le travail empirique présenté identifie la pluralité des systèmes d'action et des qualités des entreprises illustrés par la diversité de positionnement des entreprises. Ce constat est interprété en référence à la pluralité des mondes de production. L'étude des ratios contribuant à la formation de la rentabilité économique montre ensuite la diversité des modèles de gestion de la rentabilité. Elle est suivie par le repérage statistique de plusieurs classes d'entreprises<sup>1</sup>. Enfin, la théorie économique permet d'éclairer le constat d'une relative homogénéité de la structure du capital et de la rentabilité d'une classe à l'autre. La conclusion s'intéresse au problème de l'évaluation de la qualité de l'entreprise par les tiers. Elle souligne l'importance, pour la banque notamment, de l'intégration d'informations qualitatives pertinentes pour évaluer la qualité des entreprises<sup>2</sup>.

La recherche a été conduite sur un échantillon de 1 354 entreprises françaises des industries des biens intermédiaires et des biens d'équipement professionnel employant moins de 2 000 salariés et ayant participé à l'enquête qualitative Sesame<sup>3</sup> en 1993, adhérant à la Centrale de bilans de la Banque de France de 1991 à 1993 et pour lesquelles on dispose, outre les indicateurs financiers, d'informations qualitatives sur les marchés et les produits pour l'année 1993.

## 1. Une forte variété des entreprises

Trente-cinq questions de l'enquête 1993 permettent d'identifier les principales caractéristiques concernant le positionnement des entreprises sur leur marché ; douze autres et huit ratios financiers viennent compléter l'analyse.

L'identification des différences de positionnement reflétant divers types de cohérences « organisation/marché » entre les entreprises s'effectue à partir de cinq axes<sup>4</sup> :

– axe 1 : les sociétés du côté positif de l'axe, travaillant sur des petites séries, soucieuses des attentes de leurs clients, positionnées sur le haut de gamme, s'opposent à celles dont l'activité est fortement standardisée et qui produisent en grande série ;

– axe 2 : les sociétés ayant une compétitivité fondée sur les prix se distinguent de celles se différenciant par leur offre, positionnées du côté positif de l'axe ;

– axe 3 : les entreprises travaillant en grande série et/ou dont le chiffre d'affaires est réalisé avec peu de clients se distinguent de celles produisant à l'unité ;

– axe 4 et axe 5 : ces axes complètent et précisent les précédentes différenciations avec la distinction chiffre d'affaires haut de gamme/moyen de gamme et bas de gamme et une explicitation des modes de distribution.

Les graphiques portant sur les axes 1 et 2 de l'analyse factorielle permettent une première visualisation de ces positionnements<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Analyse en composantes principales (ACP) puis classification ascendante hiérarchique sur les axes factoriels obtenus, cf. renvois suivants

<sup>2</sup> Le lecteur intéressé trouvera les résultats détaillés de cette recherche dans Paraque, Rivaud-Danset et Salais (1996).

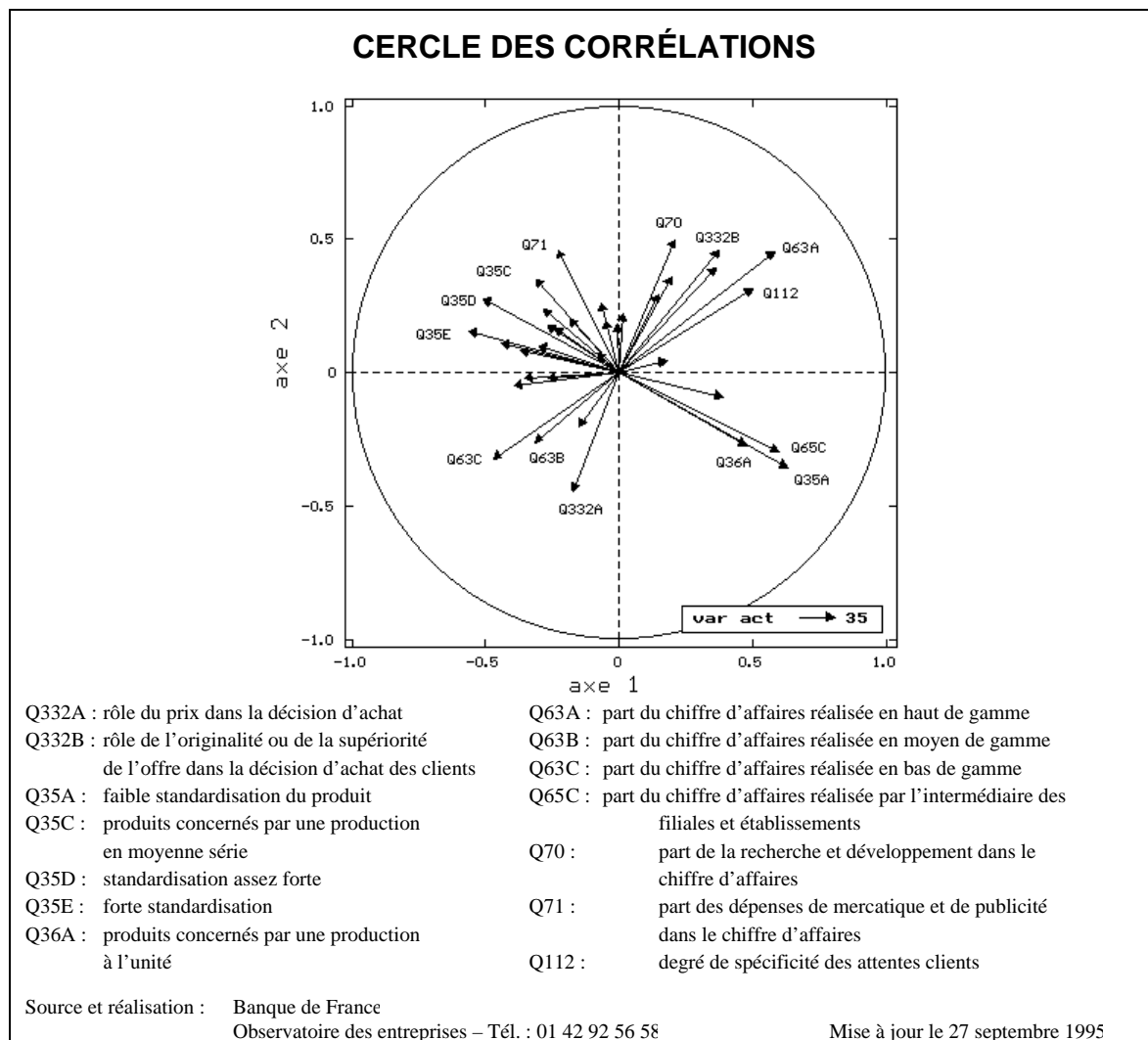
<sup>3</sup> Cf. sa présentation en annexe

<sup>4</sup> Le premier axe en facteur est obtenu par un algorithme qui calcule la droite des moindres carrés, puis un deuxième axe est calculé orthogonalement au premier et ainsi de suite... Une proximité plus ou moins grande entre deux ratios traduit leur plus ou moins grande corrélation. En revanche, une proximité entre un ratio et une entreprise signifie, en moyenne, que ce ratio a une valeur élevée pour cette entreprise. En moyenne, car la position de l'entreprise (qui est un espace à deux dimensions) ne dépend pas d'un ratio mais de l'ensemble des ratios. Cf. Lebart, Morineau et Fenelon « Traitement des données statistiques », Dunod 2<sup>e</sup> édition, 1982.

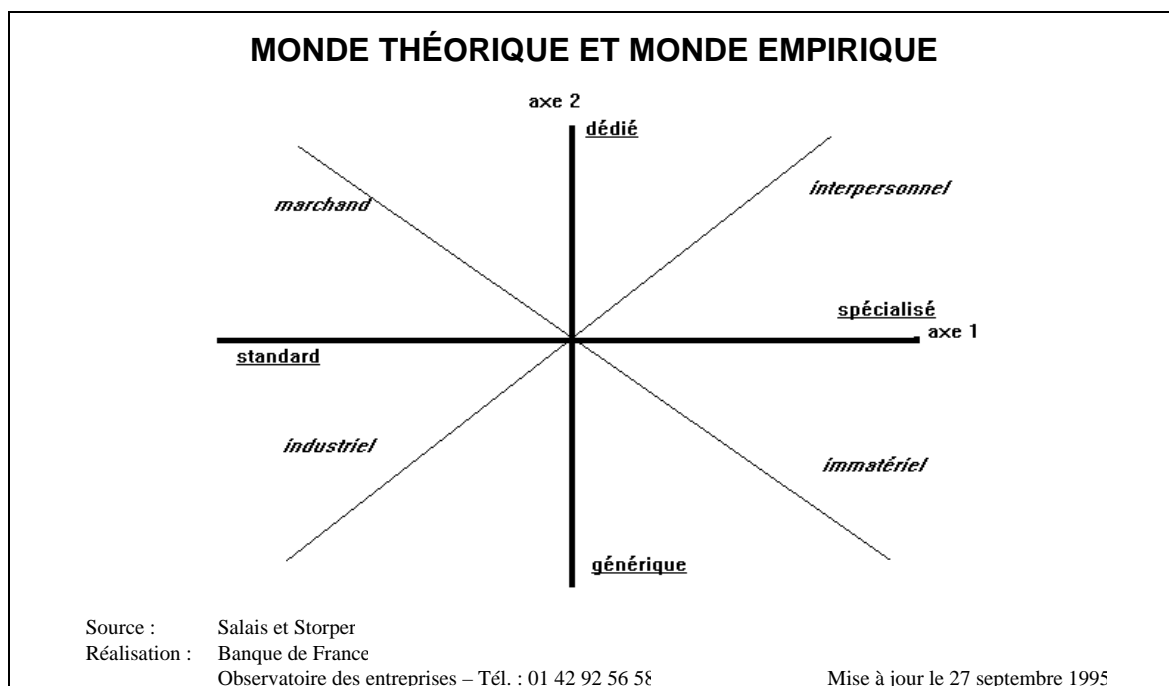
<sup>5</sup> Chaque axe a un pouvoir explicatif spécifique. En particulier, les valeurs propres des deux premiers axes sont bien distinctes. Cependant, le fait que les cinq premiers axes de l'ACP n'expriment que 35 % de l'inertie totale mérite d'être commenté. L'éventail des positionnements des entreprises est plus grand que ne le présume l'opinion courante, selon laquelle les entreprises disposent d'une capacité de choix dans un ensemble prédéfini, composé de quelques stratégies clairement identifiables. Une seconde explication non contradictoire peut être avancée. La perception du positionnement de l'entreprise est sans doute loin d'être évidente pour tous les chefs d'entreprise interrogés, ce qui les inciterait à fournir des réponses non discriminantes à certaines questions (le questionnaire prévoit souvent un large éventail de réponses et donc la possibilité de se situer dans une zone moyenne).

L'opposition entre l'organisation et le marché qui apparaît sur les axes rend ces derniers assez proches des axes théoriques dont la conjonction définit les mondes possibles de production (Salais et Storper, 1993). Ces différences de positionnement en matière, simultanément, d'organisation de la production et de relation avec le marché, se trouvent en effet structurées le long du premier axe selon l'opposition entre un principe de *standardisation* du produit — des technologies connues et diffusées permettent une production en grande série — et un principe de *spécialisation* du producteur — des savoir-faire et des technologies spécifiques à l'entreprise permettent de produire en petite série. Mais elles se trouvent également structurées selon une seconde opposition, celle des relations de l'entreprise avec son marché. Celle-ci sépare le produit *générique*, c'est-à-dire le produit dont la définition est sous la seule responsabilité de l'offreur et qui est conçu pour une demande indifférenciée, et le produit *dédié* à des segments de demande ou à des demandes particulières intégrant, dans ce cas, les besoins particuliers du demandeur dans l'optique d'un meilleur service. La conjonction des deux oppositions définit quatre modèles de production ayant une cohérence propre, multidimensionnelle, tentant d'intégrer les contraintes dérivées des modes d'organisation de la production praticables et des attentes des demandeurs et des marchés.

Graphique 1



Graphique 2



Dans la partie ouest du graphique, on retrouve des entreprises réalisant des produits à dominante standard, dont l'offre se différencierait en fonction des spécifications de la demande à mesure que l'on « monte » vers le quadrant nord-ouest (autrement dit vers des produits « marchands ») ou, au contraire, deviendrait de plus en plus générique<sup>1</sup> (vers des produits qu'il serait naturel d'appeler « industriels ») à mesure que l'on « descend » vers le quadrant sud-ouest. La partie est du graphique se caractériserait, en revanche, par des entreprises réalisant des produits à dominante spécialisée, dédiés à des demandes individuelles spécifiques de manière croissante à mesure que l'on monte vers le quadrant nord-est (vers des produits qu'il est suggéré pour ces raisons d'appeler « interpersonnel » selon Salais et Storper) et décroissante à mesure que l'on redescend vers le quadrant sud-est (produits à composante immatérielle grandissante).

## 2. La rentabilité : une norme accessible selon plusieurs modèles

Le recours à une typologie permettra d'illustrer la thèse selon laquelle il y a plusieurs façons d'être rentable. Avant d'y procéder, il importe de distinguer les ratios que nous qualifierons de synthétiques et les ratios que nous dénommerons interprétatifs.

Les ratios *synthétiques* peuvent s'analyser comme des normes ou des forces de rappel dont on ne peut s'écarter durablement. On attend des ratios synthétiques qu'ils admettent une valeur qui différencie peu les classes d'entreprises (cf. *infra*). Cette valeur moyenne exprime la cohérence du positionnement des entreprises et non un simple résultat statistique. Il s'agit des ratios de taux de marge et de rentabilité économique.

<sup>1</sup> Produits dont la définition est sous la responsabilité de l'offreur

Il existe deux modes de calcul du taux de marge. L'un rapporte l'excédent brut d'exploitation à la valeur ajoutée, l'autre au chiffre d'affaires. Dans le premier cas, le taux de marge (EBE/VA) exprime les possibilités de valorisation des produits de l'entreprise. Il peut s'analyser aussi dans une perspective de partage de la valeur ajoutée, comme le complément à l'unité de la part des salaires dans la valeur ajoutée (WN/VA ; avec W : rémunération des salariés, N : effectif), il dépend alors du taux de rémunération et de la productivité apparente du travail, analysée comme un rendement. Dans le second cas (EBE/CA), l'optique est plutôt commerciale et entend rendre compte des relations avec le marché. On peut exprimer de manière classique EBE/CA sous la forme  $[(VA/CA) \times (EBE/VA)]$ . Cette décomposition, qui fait apparaître le taux de valeur ajoutée, montre que le taux de marge dépend, en outre, d'une série de déterminants : le taux d'intégration (qui renvoie aux techniques de production), l'organisation de la production, l'efficacité dans l'usage des consommations intermédiaires et, enfin, les prix relatifs qui résultent des relations avec les clients et les fournisseurs. Ce dernier déterminant dépend lui-même de la capacité à intégrer dans le prix la qualité du produit telle que nous l'étudions ici, c'est-à-dire en référence au couple organisation de la production/marché. Deux entreprises peuvent dégager ainsi un taux de marge identique, selon deux principes distincts : une valorisation élevée du produit peut neutraliser le poids de la masse salariale dans la valeur ajoutée, de même qu'une productivité apparente du travail élevée, accompagnée d'un taux de rémunération moyen, peut compenser une moindre possibilité de valoriser le produit.

Les ratios *interprétatifs* rendent compte du principe d'optimisation ou de recherche d'un compromis satisfaisant adopté par l'entreprise pour être rentable. Lorsque l'on décompose les déterminants de la rentabilité en une batterie de ratios, ce n'est pas l'optimisation de chacun de ces ratios qui est ou devrait être recherchée, mais l'optimisation du « système réel » exprimant la cohérence de l'entreprise dans son organisation interne et dans ses relations avec son environnement. L'interprétation de ces ratios n'a de sens qu'en s'inscrivant dans une des décompositions possibles. Étudiés isolément, ces ratios sont souvent ambigus. Ainsi, l'importance des délais accordés aux clients ou par les fournisseurs peut, en dehors des usages de la profession, exprimer le souci de pérenniser la relation de l'entreprise avec ses clients/fournisseurs ou traduire des difficultés. De même, le coût unitaire de la main-d'œuvre ne peut suffire à exprimer la spécificité des compétences déployées par les salariés de l'entreprise, la relation rémunération-spécialisation supposant que les qualifications soient reconnues sur le marché du travail.

La rentabilité est alors étudiée à partir de décompositions qui mettent l'accent soit sur le marché (taux de rotation des capacités productives...), soit sur le procès de production (productivité des facteurs, intensité capitalistique).

La première décomposition insiste sur une recherche de la rentabilité guidée par le *marché*, c'est-à-dire sur l'ajustement dans le court terme des actifs à la demande. Soit, en reprenant les notations usuelles :

EBE : excédent brut d'exploitation  
 K : capital (actif immobilisé brut)  
 AC – PC : actif circulant – passif circulant (besoins en fonds de roulement)  
 N : effectif  
 CA : chiffre d'affaires  
 W : coût unitaire de la main-d'œuvre

$$[1] \text{ EBE} / [\text{K} + (\text{AC} - \text{PC})] = \frac{\text{EBE} / \text{CA}}{(\text{K} / \text{CA}) + [(\text{AC} - \text{PC}) / \text{CA}]}$$

L'objectif de rentabilité est atteint en minimisant le dénominateur, ce qui est obtenu par la rotation rapide des actifs fixes et circulants. En donnant la priorité aux flux, l'entreprise limite ses actifs, d'où une intensité capitalistique moindre.

La seconde décomposition met l'accent sur l'*organisation de la production* dont l'efficacité s'exprimerait par le critère de la productivité du travail :

$$[2] \text{ EBE} / [\text{K} + (\text{AC} - \text{PC})] = \left[ 1 - \frac{\text{WN}}{\text{VA}} \right] \times \frac{\text{VA} / \text{N}}{(\text{K} / \text{N}) + [(\text{AC} - \text{PC}) / \text{N}]}$$

Les entreprises donnent la priorité à la maximisation de la productivité du travail, ce qui suppose d'accepter d'immobiliser davantage les actifs fixes, d'avoir une intensité capitalistique supérieure et une moindre efficacité du capital. Le fait de mettre l'accent sur une organisation de la production, qui donne la priorité à l'efficacité des ressources immobilisées (ici la main-d'œuvre), suppose d'accepter un taux de rotation des actifs circulants moins élevé. Deux interprétations du poids des actifs circulants sont alors possibles :

– le marché est prévisible, la firme traite les fluctuations de la demande comme si elles se compensaient autour d'une tendance centrale et connue ; dans cette situation, la gestion des stocks lisse les fluctuations ;

– la firme entend construire des relations de clientèle durables et accepte des délais clients relativement longs.

### 3. La formation de la rentabilité économique selon les classes d'entreprises

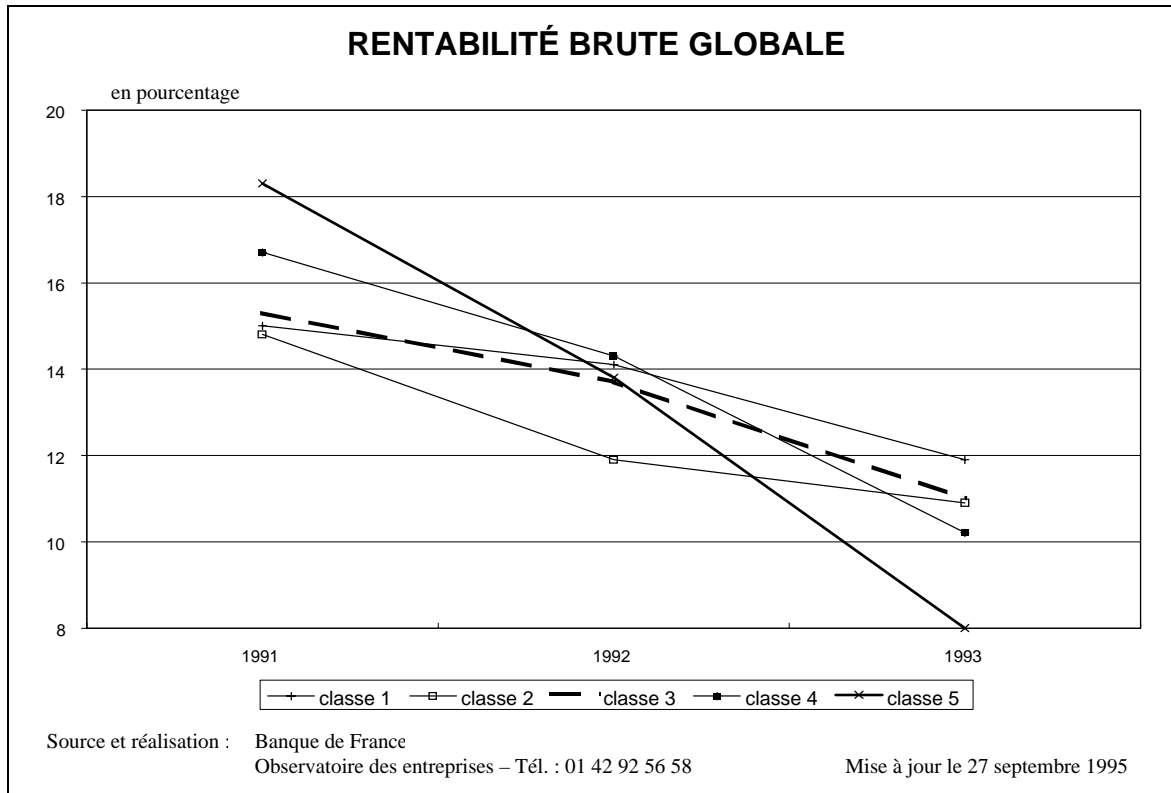
Les différences de positionnement des entreprises, mises en évidence précédemment, permettent d'identifier *cinq classes*. Ces classes témoignent d'une diversité concrète des *modèles d'organisation* plus grande que ne le suppose le point de vue normatif usuel. Cette diversité conforte celle observée sur les comportements économiques des entreprises (Bardos et Paraque, 1992 ; Paraque, 1995). Elles expriment qu'il existe des systèmes d'action différents pour les entreprises et que ces derniers sont adaptés à des ensembles de contraintes spécifiques (attentes des clients, nature prévisible ou incertaine du marché, technologie standard ou spécialisée, importance des savoir-faire...). La spécificité de leur produit en résulte, ainsi que celle des problèmes que les firmes rencontrent pour demeurer rentables.

On constate, par exemple, que les entreprises qui font du haut de gamme et des produits standardisés se distinguent de celles qui fabriquent également en haut de gamme mais des produits sur mesure, ce qui souligne que haut de gamme n'est pas synonyme de sur mesure et réciproquement. De plus, la taille est, certes, parfois discriminante mais moins nettement que ce que l'on suppose habituellement, ce qui conduit à s'interroger sur la pertinence des critères retenus pour distinguer grandes entreprises et PME. En effet, on retrouve une opposition, d'une part sur l'axe 1 entre sociétés employant entre 100 salariés et 500 salariés du côté négatif et les petites entreprises de moins de 100 salariés, d'autre part, sur l'axe 2, entre ces dernières (côté négatif) et les entreprises de plus de 500 personnes.

Les ratios de rentabilité économique<sup>1</sup> et de taux de marge admettent des valeurs moyennes assez proches, du moins pour les quatre premières classes. Ce résultat est robuste de 1991 à 1993, hormis pour la classe 5 qui, plus rentable en 1991 et 1992, « décroche » brutalement en 1993. Il n'y a donc pas de hiérarchie dans les performances entre ces systèmes d'action. Il y aurait, en revanche, plusieurs manières d'être rentables. Ce résultat renforce l'idée selon laquelle il peut exister plusieurs modèles de production profitables, à condition qu'ils soient mis en œuvre de façon cohérente. Cette hiérarchie se retrouve à propos de la rentabilité financière nette, ce qui indique une neutralité de la fiscalité et des prélèvements financiers sur les « qualités » des entreprises.

<sup>1</sup> Excédent brut global/capital engagé :  
excédent brut global = EBE + produits financiers + charges exceptionnelles nettes  
capital engagé = financement propre + endettement financier = actif immobilisé brut + besoins en fonds de roulement  
financement propre = capitaux propres + réserves d'autofinancement (amortissements et provisions)

Graphique 3



**ÉCART PAR RAPPORT À LA MOYENNE DE L'ÉCHANTILLON**

Classe définie en 1993	1	2	3	4	5
Rentabilité économique (a).....	++	++	++	+	--
VAG/capital engagé (b).....	-	-	-	-	++
VAG/frais de personnel.....	+	+	+	-	--
Capital engagé/effectif.....	-	+	++	+	--
VAG/effectif.....	-	++	++	-	-
Excédent brut global/production.....	+	+	+	+	--
Besoins en fonds de roulement/production.....	+	++	+	+	--
Production/équipement productif.....	++	+	-	--	++
Frais de personnel/effectif.....	--	++	-	-	+

- (a) Le signe + indique un écart positif,  
le signe - un écart négatif; le doublement du signe exprime l'ampleur
- (b) VAG : valeur ajoutée Centrale de bilans + produits financiers + charges exceptionnelles nettes

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 27 septembre 1995

Les deux modèles proposés de formation de la rentabilité ne prétendent pas rendre compte de l'ensemble des combinaisons de ratios possibles et des principes qui les guident. Ainsi, l'on pourrait concevoir un modèle où soit maximisée l'efficacité du capital (Salais et Storper, 1993 ; Paraque, 1994). Néanmoins, pour certaines classes, les combinaisons de ratios retenues peuvent offrir une description approchée des modèles théoriques.

***Classe 1 (9,8 % des entreprises) :  
produits standard pour le marché final***

La classe 1 réunit des entreprises dont les débouchés sont essentiellement constitués par le marché final des particuliers. Le produit est fabriqué plutôt en grande série et assez fortement standardisé. Les dépenses de mercatique sont relativement importantes. Ces firmes sont plutôt dans le quadrant nord-ouest du graphique 2. Elles peuvent être considérées comme étant proches du modèle de rentabilité dit « marchand ». Les effets d'une productivité du travail peu élevée, *a priori* peu favorables sur la rentabilité, sont plus que compensés par une rémunération du travail et une intensité capitalistique inférieures à la moyenne générale. La bonne rentabilité globale est obtenue par un taux de rotation des équipements et de l'actif circulant élevé, en raison, pour ce dernier, des faibles délais de règlement fournisseurs et clients. Le positionnement de ces entreprises implique une flexibilité et donc une limitation des engagements en capital fixe et circulant, afin de les ajuster dans le court terme à la demande.

***Classe 2 (18,5 % des entreprises) :  
produits dédiés à des usages spécifiques***

La classe 2 groupe des sociétés qui produisent en petites séries et dont la compétitivité repose principalement sur une différenciation par l'offre. Bien que leurs produits puissent être standardisés, ils se positionnent en haut de gamme et se distinguent par la technologie. La part du chiffre d'affaires consacrée à la recherche-développement, aux dépenses de mercatique et de publicité est plus élevée que pour l'ensemble de l'échantillon. Les entreprises employant entre 500 salariés et 2 000 salariés y sont sur-représentées. Le client aurait, s'il se séparait de l'entreprise, un coût jugé relativement élevé de recherche d'un autre fournisseur. Mais cette dépendance tend à être réciproque. Les firmes de cette classe sont plutôt au nord du graphique 2, relevant du monde marchand, alors que la formation de la rentabilité est guidée par l'organisation de la production et la technologie, ce qui correspond au modèle industriel. L'optimisation met l'accent sur le moyen-long terme. L'intensité du capital (avec celle de la classe 3) et la productivité du travail y sont les plus fortes mais la productivité du capital est dans la moyenne de l'échantillon et le coût moyen de la main-d'œuvre est le plus élevé. Les besoins en fonds de roulement sont également plus lourds. Ce dernier phénomène, imputable à la longueur des créances clients, correspond à la spécialisation dans des équipements destinés à des secteurs aval particuliers. Il traduit les contraintes liées à la dédicace du produit, à des segments de demande et à des usages spécifiques. Cette classe 2 est également dépendante des actifs spécifiques (au sens de Williamson<sup>1</sup>) qu'elle a dû accumuler.

***Classe 3 (25,7 % des entreprises) :  
produits de base génériques***

La classe 3 regroupe des firmes « tayloriennes » : tâches répétitives, fabrication en grande série de produits considérés comme de basse et moyenne gammes et génériques. Assez logiquement, les dirigeants interrogés considèrent que la compétitivité de leur entreprise repose sur leur avantage en matière de prix. Les ventes aux grossistes constituent un débouché significatif. Cette classe se situe dans le quadrant sud-ouest du graphique 2. Elle apparaît comme l'archétype de la mise en œuvre du modèle de formation de la rentabilité dit « industriel », caractérisé par une productivité du travail élevée, résultant d'une forte intensité capitalistique similaire à celle de la classe 2. En revanche, l'efficacité du capital est réduite. La formation de la rentabilité repose donc sur une organisation de la production favorisant les gains de productivité du travail.

<sup>1</sup> Actifs dédiés à des demandes particulières et donc « spécifiques ». Selon Williamson (1986), les investissements dédiés à des acheteurs particuliers, dans un contexte où l'opportunisme des acteurs économiques est présumé, font encourir un risque spécifique à l'entreprise qui les a réalisés.



**Classe 4 (25,4 % des entreprises) :**  
**produits sur mesure, destinés à quelques clients du groupe**

La classe 4 rassemble des entreprises dont le chiffre d'affaires est réalisé majoritairement avec d'autres entreprises ou établissements qui leur sont liés. Les produits sont principalement de haut de gamme et faiblement standardisés. Plus de la moitié du chiffre d'affaires est réalisée avec les quatre premiers clients et la production est plutôt en moyenne série. Si ces entreprises dépendent de quelques clients, la réciproque s'observe également, la spécificité des attentes des clients étant élevée. La compétitivité repose sur l'originalité et/ou la supériorité de l'offre. La rentabilité vient du produit, à condition que sa qualité soit reconnue par l'acheteur et que cette reconnaissance se traduise par un prix suffisant pour permettre la valorisation des actifs de l'entreprise. La qualité des produits, qui sont plutôt de haut de gamme, est, en effet, obtenue dans des conditions qui ne permettent d'optimiser ni la productivité du travail, ni le taux d'utilisation des équipements ou leur efficacité. Mais tant que cette qualité est reconnue par le marché, c'est-à-dire répond aux attentes des clients, l'entreprise peut gérer sa contrainte de rentabilité en maîtrisant ses besoins en fonds de roulement, notamment par des délais de rotation des stocks faibles. Les entreprises de cette classe semblent fortement spécialisées, comme l'indique leur positionnement à l'est du graphique 2.

**Classe 5 (20,6 % des entreprises) :**  
**produits sur mesure, fabriqués à l'unité**

La classe 5 rassemble des sociétés qui présentent des caractéristiques communes à celles de la classe 4. Elles s'en différencient, cependant, par l'importance des biens produits à l'unité, une moindre dépendance vis-à-vis de quelques clients et par une organisation du travail qui fait appel à une certaine polyvalence des employés. Le poids des petites PME (moins de 100 salariés) est élevé. On peut faire l'hypothèse qu'il s'agit en grande partie de sous-traitants offrant des produits spécialisés dont les savoir-faire spécifiques correspondraient à la nécessité de s'adapter à l'incertitude particulièrement forte du marché. La classe 5 se situe au quadrant « sud-est » du graphique 2.

Au total, les entreprises de la classe 1, et, dans une certaine mesure, celles de la classe 5, gèrent, semble-t-il, leur rentabilité selon un système d'action qui serait guidé par le marché, alors que celles des classes 2 et surtout 3 auraient une gestion guidée par l'organisation de la production. Les entreprises de la classe 4 peuvent plus difficilement être analysées en référence à ces modèles, même si, comme celles de la classe 5, elles semblent positionnées sur la recherche d'une spécialisation rentable.

En définitive, c'est avec les firmes à actifs spécialisés des classes 2, 4 et 5 que les banques devraient entrer dans un processus de compréhension de leur système d'action fondé sur le produit. La formation de leur rentabilité n'est pas réductible à une seule échelle de mesure et ne peut se contenter de jugements *ex post* sur leurs ratios de rentabilité et/ou sur leur situation financière. L'analyse typologique montre la pluralité des « qualités » des entreprises selon la nature de leurs produits. Les ratios dits interprétatifs ne font sens que s'ils sont mis en cohérence. Associés à la connaissance des caractéristiques qualitatives des produits, ces ratios indiquent le mode de gestion de la rentabilité privilégié. Ces indicateurs nous renseignent sur la nature de la cohérence à gérer et, par conséquent, sur le type de risques à anticiper.



#### 4. Une structure du capital plutôt homogène

L'analyse financière, traditionnellement, accorde une grande importance à la structure du capital des entreprises. Or, celle-ci est plutôt homogène selon les classes.

Il va de soi que la structure des actifs dépend du positionnement de l'entreprise, c'est-à-dire de la nature du produit et des relations avec le marché. Les actifs immatériels spécialisés, par exemple, sont nécessaires à l'activité des entreprises dont les méthodes de production ne sont pas standard et qui répondent à une demande particulière, non répétitive. À cette diversité de la structure de l'actif correspondent diverses modalités de construction de la rentabilité mais une relative homogénéité en matière d'autonomie financière. Le taux d'endettement est en effet similaire d'une classe à l'autre. La pluralité des systèmes d'action des entreprises, dont rend compte l'analyse en classes, ne se retrouve donc pas lorsqu'on étudie leur structure financière. Les variables interprétatives « de la sphère réelle » différencient beaucoup plus les classes que les variables « de la sphère financière ».

La référence à une structure optimale du capital est au cœur de la théorie financière<sup>1</sup>. Sans vouloir reprendre toute la littérature sur ce sujet, rappelons le théorème de Modigliani et Miller (1958), qui fonde la rationalité de la décision d'investissement en la dissociant de son mode de financement. Par la suite, de nombreux travaux ont cherché à construire une théorie de la structure optimale du capital, en introduisant la notion de conflit d'intérêts entre « l'agent » et le « principal » et celle d'asymétrie d'informations entre les agents. Suivant l'approche initiée par Jensen et Meckling (1976), la structure du capital répond au souci de minimiser les coûts d'agence (ou coût des arrangements institutionnels mis en œuvre par les actionnaires et les créanciers qui conduit l'agent à maximiser la valeur de la firme). Suivant d'autres courants (Leland et Pyle, 1977), la structure du capital permet aux dirigeants d'adresser un signal de la qualité de la firme au marché financier. Dans cette perspective d'optimisation, la structure du capital constitue, bien entendu, un objectif.

Parmi l'abondante littérature sur ce sujet, les travaux de Myers et Majluf (1984) méritent une attention particulière, en raison de leur souci d'explicitier l'importance de l'autofinancement. La structure du capital s'interprète en termes de hiérarchie des préférences ; les décisions de financement qui influencent les décisions d'investissement sont rationnelles, dès lors que l'on admet que les dirigeants cherchent à maximiser la richesse des anciens actionnaires (*corporate wealth*). Selon cette construction, les dirigeants privilégient l'autofinancement et font appel au financement externe (l'endettement ayant la priorité), essentiellement pour financer des opportunités d'investissement non anticipées. La structure du capital observée est contingente puisqu'elle résulte des possibilités, incertaines, de financer des projets non anticipés en faisant appel à des ressources externes (endettement, émission de capital). Les régularités observées concernant la structure du capital sont des résultats statistiques qui reflètent l'historique des besoins de financement externe et non l'expression d'un objectif de maximisation de la valeur de la firme.

Suivant Myers (1977, 1984), la rentabilité passée et présente qui définit la capacité d'autofinancement joue un rôle crucial dans la détermination de la structure du capital. Le taux de financement externe (y compris les émissions de capital) est d'autant plus faible que les entreprises ont été rentables et que les opportunités d'investissement sont limitées. Cette interprétation permet de rendre compte de la tendance à l'homogénéité des structures du capital observées, pour une période et un secteur donnés et du constat selon lequel les entreprises rentables s'autofinancent.

<sup>1</sup> Peu de travaux théoriques ou empiriques relient la structure du capital à la nature de l'activité économique de la firme. Pour une revue de la littérature, on peut lire Harris et Raviv (1991). On peut cependant citer l'approche de Williamson qui considère que les actifs standard ou redéployables doivent être financés par un contrat (standard) d'endettement, tandis que les actifs spécifiques doivent être financés sur des ressources propres.

Cependant, il est possible d'analyser autrement la structure du capital, la perspective proposée ici n'étant pas construite en opposition mais en complément de celle de Myers<sup>1</sup>. La préférence des dirigeants pour l'autofinancement, puis pour l'endettement, peut être interprétée en référence aux conventions de financement (Rivaud-Danset et Salais, 1992). Les conventions permettent aux acteurs de se coordonner. Cette problématique met en avant deux dimensions de la coordination. La première concerne la nature de l'incertitude que doivent traiter concrètement les acteurs concernés : les conventions de financement, c'est-à-dire les régimes de confiance qui peuvent s'établir entre l'entreprise et son environnement financier, diffèrent selon que l'incertitude peut être traitée (ou non) comme un risque dont la probabilité peut être calculée. La seconde est liée à la compatibilité des visées des dirigeants, des actionnaires et des banquiers : les conventions délimitent les choix organisationnels, les registres d'actions possibles. La structure du capital devient une norme acceptée par les parties, sur laquelle s'accordent les acteurs concernés<sup>2</sup>. Ces derniers s'entendent aussi sur un niveau de solvabilité en fin de période (lors du remboursement du prêt) qui correspond à une rentabilité économique *ex ante* (Fayolle et Fleurbaey, 1990) : c'est la rentabilité anticipée qui guide les choix de financement.

Bien que le besoin de financement externe d'une entreprise ait toutes raisons de varier, dans sa nature, ses échéances et son intensité, selon le modèle d'organisation et le produit, des forces tendent à une homogénéisation de la structure du capital<sup>3</sup>. Parmi les facteurs d'homogénéisation, l'un est relié à l'activité « réelle », la rentabilité, l'autre à l'activité « financière », les normes de financement. Le taux d'endettement peut, suivant l'économie des conventions, s'analyser comme une norme associée au taux de rentabilité *ex ante* (capacité d'endettement), ou, suivant Myers, comme une variable dépendante du taux de rentabilité *ex post* (capacité effective d'autofinancement). Or, le taux de rentabilité n'est pas un indicateur de la hiérarchie entre les modèles de produits ; ces derniers sont rentables s'ils sont mis en œuvre de façon cohérente et les tests statistiques ont montré que quatre des cinq classes d'entreprises présentent une rentabilité équivalente. Si l'on admet que les financements ne sont pas substituables, en particulier pour les PME, et que les possibilités d'endettement d'une entreprise s'apprécient par référence à des seuils, il n'est pas étonnant que la dispersion de la structure du capital soit limitée. Ainsi, l'homogénéité relative de la structure du capital observée empiriquement illustre, dans notre perspective, les difficultés des banques à différencier les entreprises selon la nature de leur produit, bien que les besoins de financement varient en fonction de celle-ci, telle qu'elle a été définie ici. La variété plus ou moins grande des structures de financement dépendra de la façon dont les apporteurs de capitaux construisent et traitent l'information, de leur capacité à disposer d'outils d'analyse du risque différents non seulement selon la taille des entreprises, mais aussi selon leur « qualité » fondée sur ce que nous avons appelé un système d'action.

La limitation des choix et des conventions de financement réduit les possibilités de déplacement des firmes vers d'autres systèmes d'action. Si, en cas de chute de la rentabilité, une entreprise modifie son système d'action en réaction à ses difficultés, les changements de la structure de son passif et des conditions de formation de sa rentabilité peuvent être interprétés par les offreurs de capitaux, en particulier les banques, non pas comme un déplacement susceptible de lui permettre de restaurer sa rentabilité mais comme le signe d'une aggravation de ses difficultés. La norme induite par la convention de financement peut se transformer en une contrainte qui apparaît alors imposée de l'extérieur et limite

<sup>1</sup> L'hypothèse, commune, d'asymétrie d'information nous conduit à considérer que les acteurs ne peuvent pas, dans toutes les situations, décider selon le principe de la rationalité substantive. Dans de nombreuses situations, qui intéressent particulièrement l'économie des conventions, l'incertitude n'est pas probabilisable, au sens où il n'existe pas de probabilité fréquentiste et où les acteurs ne peuvent envisager toutes les occurrences futures, de sorte que son traitement dépend d'un exercice de jugement (Knight, 1921).

<sup>2</sup> Ces normes d'endettement, qui évoluent dans le temps et dans l'espace, sont sensibles au rationnement du crédit par les quantités et au niveau des taux d'intérêt.

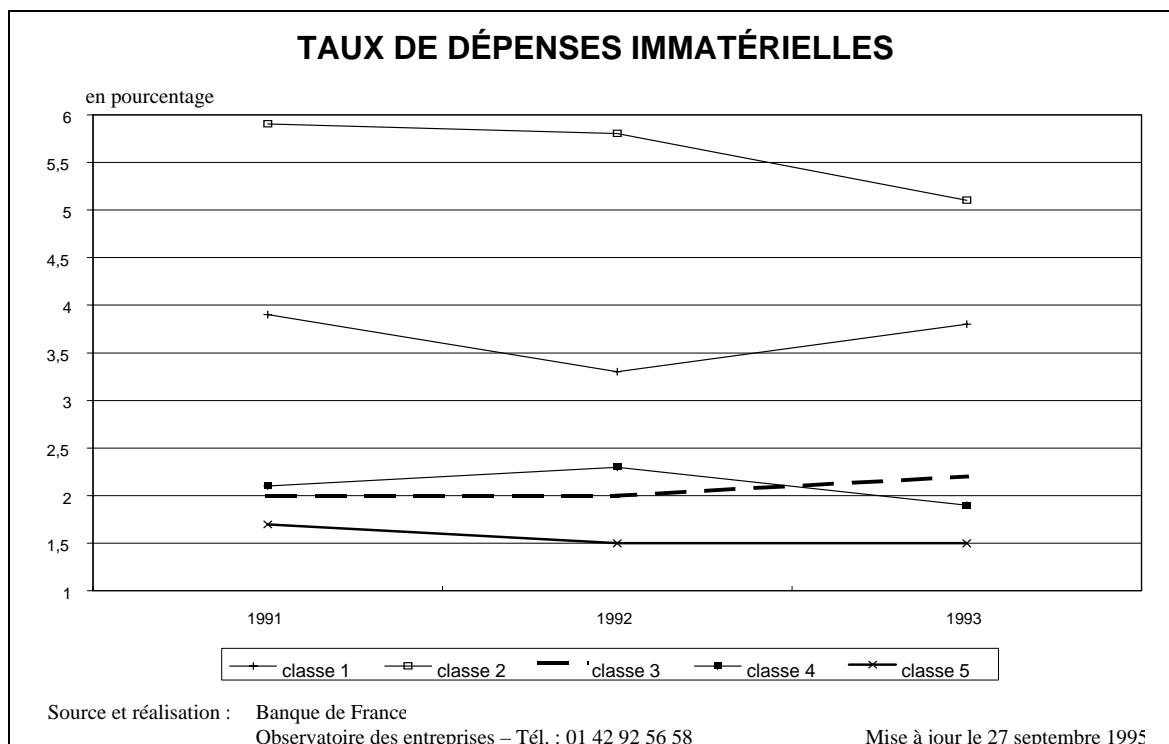
<sup>3</sup> La référence au système national de financement prédit une faible dispersion des données individuelles concernant la structure du capital d'entreprises résidant dans un pays et à une période donnés.

les possibilités de déplacement. Dans ce cas, la gestion du risque, tant par les banques que par les autres partenaires, peut provoquer des perturbations supplémentaires, voire précipiter l'échec. Un déplacement vers un autre système d'action suppose, pour réussir, que l'entreprise puisse s'appuyer sur une diversité d'outils d'analyse de la part des tiers.

## 5. Des firmes différenciées et des rentabilités comparables : un éclairage théorique

Les modèles de formation de la rentabilité et les résultats de l'analyse de données ont confirmé qu'il existe plusieurs façons d'être rentable. Cette dernière partie se propose de commenter un autre résultat. Les entreprises des classes 1 et 2, malgré un taux de dépenses immatérielles (mercatique, recherche et développement) élevé, ne réalisent pas une rentabilité économique plus importante que celle des firmes des autres classes.

Graphique 4



On se propose donc ici de rechercher dans la littérature théorique l'effet que peuvent exercer sur la formation de la rentabilité les ressources spécialisées d'une entreprise<sup>1</sup>. Dans cette perspective, nous nous orientons, dans un premier temps, vers Marshall puisqu'il a introduit la notion de quasi-rente, puis vers la théorie évolutionniste qui est particulièrement soucieuse de rendre compte de la diversité des firmes.

<sup>1</sup> En utilisant l'expression de « ressources spécialisées », nous avons volontairement cherché à distinguer ces ressources des actifs dédiés à des demandes particulières et donc « spécifiques » au sens de Williamson.

Marshall, dans les « *Principles of Economics* » a introduit la notion de quasi-rente et, en outre, a évoqué celle de capital immatériel qu'il désigne comme les relations d'une entreprise (*business connection*)<sup>1</sup>. La quasi-rente qui découle d'un avantage différentiel se définit comme un revenu déterminé par l'état du marché qui permet au prix de ne pas être déterminé directement par les coûts normaux de production et le profit normal. Mais, précise Marshall dans une note destinée à expliciter la quasi-rente (V, IX, 5), ce profit n'est « non nécessaire » qu'à court terme. Dans le long terme, ce profit devient nécessaire pour compenser les coûts qui s'ajouteront aux coûts initiaux et devront être supportés par l'entreprise. Anticiper, avec confiance, de futures quasi-rentes est indispensable pour inciter à investir des capitaux dans des équipements qui impliqueront des coûts supplémentaires, parfois très élevés au regard de la dépense initiale, comme l'illustre le cas du télégraphe sous-marin cité en exemple par Marshall. La quasi-rente peut donc être considérée comme un gain d'opportunité de court terme offrant la perspective d'un taux normal de profit dans le long terme. La quasi-rente cumulée s'analyse alors comme la contrepartie des dépenses nécessaires à long terme au maintien et/ou à l'amélioration de l'activité. La théorie marshallienne de la firme ne permet donc pas de dégager les fondements d'une rentabilité supérieure en longue période à celle de l'entreprise représentative et qui serait distincte d'une rente de situation ou de rareté.

Les théories contemporaines tendent à abandonner la firme représentative marshallienne. Un premier pôle de ces théories est représenté par les économistes évolutionnistes. Préoccupés d'introduire la diversité, ils ont mis l'accent sur l'importance des routines et des savoir-faire organisationnels et/ou technologiques acquis par la firme par apprentissage interne (*learning by doing and by using*). Ces ressources spécialisées, dont l'entreprise s'est dotée progressivement, sont souvent tacites, idiosyncrasiques, donc non transférables (non redéployables) hors de l'entreprise, et non quantifiables directement puisqu'elles ne trouvent pas leur origine dans des dépenses clairement identifiables. Les évolutionnistes, préoccupés par la sélection, considèrent que la force compétitive et la viabilité d'une entreprise dépendent de « sa compétence foncière » et de ses relations avec ses clients et ses fournisseurs. Une « compétence foncière » se définit comme « un ensemble de compétences technologiques différenciées, d'actifs complémentaires et de routines qui constituent la base des capacités concurrentielles d'une entreprise dans une activité particulière » (Dosi, Teece et Winter, 1990)<sup>2</sup>. Par rapport à notre problématique, nous remarquons que la compétence foncière, qui caractérise une firme et lui donne un avantage spécifique en matière de compétitivité est, certes, source de différenciation entre les firmes, mais elle ne conduit pas à fonder théoriquement l'existence d'une hiérarchie des performances.

L'approche financière de l'entreprise constitue un autre pôle des recherches contemporaines. Les compétences tacites sont traitées comme des actifs ; les ressources spécialisées peuvent être source de sur-valeur. La sur-valeur (*business goodwill*), qui se déduit d'un écart positif observé sur plusieurs années entre la valeur de la firme par rapport à la rentabilité moyenne du capital, rend compte des actifs incorporels non directement quantifiables mais générateurs de bénéfices. Fondamentalement, la méthode utilisée pour évaluer les actifs incorporels présuppose qu'il n'existe pas une hiérarchie de rentabilité entre firmes, puisque le constat d'un taux de profit plus élevé conduit à réévaluer le dénominateur en y intégrant des actifs incorporels, en particulier l'efficacité organisationnelle de la firme et la qualification de la main-d'œuvre. « Ce que la firme sait faire » s'ajoute à ses équipements.

<sup>1</sup> Pour Marshall, c'est l'ensemble des perspectives de gain qui concourent à former le profit à long terme qui incite à entreprendre. Les investissements en capitaux et en énergie personnelle pour mettre en place les dispositifs pour la production future et construire le capital « immatériel » d'une entreprise doivent apparaître comme étant susceptibles d'être rentables, avant d'être entrepris (Marshall, page 618).

<sup>2</sup> L'ouvrage de Coriat et Weinstein présente de façon synthétique la théorie de la firme produite par les auteurs évolutionnistes (Coriat et Weinstein, 1995).

En raison de la pluralité des « qualités » des entreprises, un même ratio synthétique de rentabilité peut exprimer des réalités très différentes<sup>1</sup>. Aussi, pour évaluer correctement les performances des firmes, il est nécessaire d'associer à la connaissance des caractéristiques qualitatives des produits l'examen de ratios dits interprétatifs qui indiquent les modes de gestion dans la formation de la rentabilité. Suivant la problématique, très répandue, de conseils en stratégie qui privilégient le diagnostic des points forts et des points faibles, il est souvent recommandé de se débarrasser de ses points faibles. Or les « points faibles » de ces entreprises sont justement ce qui peut permettre à leurs « points forts » de s'exprimer.

L'évaluation d'une firme et l'interprétation de ses ratios par des tiers supposent donc une lisibilité accrue, en particulier grâce à des informations qualitatives. Parmi ces données, l'accent doit être mis sur les relations avec son environnement, en particulier financier, afin :

- d'identifier les modalités de financement, entre autres dans le cadre des relations de groupe, et la façon dont est assurée la pérennité ;
- de comprendre si un faible ratio d'endettement indique un rationnement du crédit subi ou choisi ;
- de comprendre si les délais de règlement avec les fournisseurs et les clients sont coutumiers ou traduisent des difficultés conjoncturelles.

La diversité modérée de situations mises en évidence par la typologie renforce le besoin d'une lecture de la performance qui puisse en rendre compte, donc qui prenne appui sur la compréhension de la manière dont cette performance est concrètement obtenue par le système d'action de l'entreprise : l'approche devient procédurale. En d'autres termes, un ratio ne doit pas être analysé à partir d'une norme fixée *a priori*, mais plutôt selon les conditions de sa réalisation. Plus il est synthétique, plus la procédure sous-jacente doit être identifiée. Partant de là, l'appréciation du ratio ne peut plus se faire de manière binaire, mais du point de vue de la cohérence du processus économique correspondant (Salais et Storper, 1993 ; Paraque, 1994, 1995), de sorte que le jugement normatif formulé par les tiers, offreurs de capitaux, est fixé à l'issue d'une délibération procédurale où la cohérence du système d'action est privilégiée et non une norme *a priori* et indifférenciée. L'entreprise doit pouvoir donner à lire à son partenaire financier la cohérence multidimensionnelle de son action, et ainsi permettre au prêteur d'améliorer la qualité de son propre actif. Dans certains cas, cela conduira à « déqualifier » l'entreprise par rapport à ce que donnerait la lecture automatique de ses ratios, dans d'autres cas à la « requalifier » et ainsi à donner une qualité plus élevée et plus fiable aux actifs correspondants de son partenaire financier.

La difficulté d'évaluation par les tiers de savoir-faire spécifiques qui ne laissent aucune trace au bilan et le caractère non redéployable à d'autres produits des actifs spécifiques au sens de Williamson (1986) ou de biens dédiés à des demandes particulières, même s'ils sont matériels, incitent les apporteurs de capitaux externes, notamment les banques, à rationner ce type d'entreprises qui manquent de garanties. La disponibilité de données élaborées d'ordre qualitatif ou subjectif (de ce fait difficilement transmissibles et accessibles à des tiers) améliorerait sensiblement la lisibilité des PME. Ces données, dès lors qu'elles seraient jugées pertinentes par toutes les instances décisionnelles, sécuriseraient les banques ainsi que l'ensemble des partenaires, réduiraient la déperdition de connaissances qui se produit dans la circulation administrative des dossiers. Une évaluation faisant référence à la « pluralité » des qualités d'entreprises permettrait de mieux repérer les tensions, les sources de fragilité spécifiques à un système d'action et d'en étudier les remèdes. Elle pourrait ainsi permettre à des entreprises hors norme d'accéder plus aisément au marché du crédit.

<sup>1</sup> Ainsi, un processus peu formalisé d'essai et d'erreur est source d'économies en cas de succès mais aussi de surcoûts et donc de pertes en cas d'échec. Les compétences acquises par la répétition sont porteuses de contraintes particulières en matière de rentabilité. Leur maintien suppose une certaine stabilité dans le temps de la relation de travail, ce qui limite les ajustements de l'emploi aux variations du niveau de l'activité, et se traduit par une sensibilité élevée de la productivité apparente du travail à la conjoncture.

## BIBLIOGRAPHIE

Bardos M. et Paraque B. (1992) : « Des trajectoires dans la transformation du tissu industriel », Centrale de bilans, Banque de France.

Coriat B. et Weinstein O. (1995) : « Les nouvelles théories de l'entreprise », Paris, Le livre de poche.

Dosi G., Teece D. J. et Winter S. G. (1990) : « Les frontières des entreprises : vers une théorie de la cohérence de la grande entreprise », *Revue d'économie industrielle*, 1<sup>er</sup> trimestre, n° 51, p. 238-257.

Fayolle J. et Fleurbaey M. (1990) : « Accumulation, profitabilité et endettement des entreprises », Document de travail, INSEE.

Harris M. et Raviv A. (1991) : « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, Vol. XLVI, n° 1, mars.

Jensen M. C. et Meckling W. (1976) : « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, octobre.

Knight F. H. (1921) : « Risk, Uncertainty and Profit », Boston, Houghton Mifflin Company.

Leland H. et Pyle D. (1977) : « Information Asymetrics, Financial Structure and Financial Intermediation », *Journal of Finance*, 32.

Marshall A. (1920) : « Principles of Economics », 8<sup>e</sup> édition, réimprimé en 1994, London, Macmillan.

Modigliani F. et Miller M. H. (1958) : « The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, mai.

Myers S. C. (1977) : « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, juillet.

Myers S. C. (1984) : « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Finance*, Vol. 39, juillet.

Myers S. C. et Majluf N. S. (1984) : « Corporate Financing and Investment, Decision when Firms have Information that Investors do not have », *Journal of Financial Economics*, juillet.

Paraque B. (1994) : « Emploi, accumulation, rentabilité financière », Banque de France, Collection Entreprises, B 94/02.

Paraque B. (1995) : « Compétitivité et rentabilité des entreprises industrielles », Banque de France, Collection Entreprises, B 95/06.

Paraque B., Rivaud-Danset D. et Salais R. (1996) : « Marchés, organisation de la production et rentabilité : une exploitation de la base de données stratégiques de la Banque de France », Banque de France, Études de l'Observatoire des entreprises, T 96/03.

Rivaud-Danset D. et Salais R. (1992) : « Les conventions de financement des entreprises », *Revue Française d'Économie*, Vol. II, 4.

Salais R. et Storper M. (1993) : « Les mondes de production – Enquête sur l'identité économique de la France » Édition de l'École des hautes études en sciences sociales, Paris.

Williamson O. E. (1986) : « Economic, Organization, Firms, Market and Policy Control », *Wheatshafbooks*.



## PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON ET DE LA BASE DE DONNÉES SESAME

Depuis 1993, une base de données qualitatives est constituée à partir d'enquêtes directes auprès de chefs d'entreprise volontaires, à l'aide d'un questionnaire spécifique assisté par ordinateur<sup>1</sup>. Deux cents questions permettent de cerner, d'une part les caractéristiques de l'environnement au sens large (clients, fournisseurs, nouveaux entrants, produits de substitution, rivalité interne) et, d'autre part, les orientations stratégiques par activité (positionnement, objectifs, avantages concurrentiels recherchés et fonctions privilégiées dans la poursuite de ces objectifs).

En 1993, pour la première fois, 2 000 chefs d'entreprise des secteurs des biens d'équipement professionnels et des biens intermédiaires ont répondu à un questionnaire, au cours d'entretiens approfondis d'une durée moyenne de 2 h 30. L'échantillon 1993 réunit 1 354 entreprises des industries des biens intermédiaires et des biens d'équipement professionnels employant moins de 2 000 salariés, ayant adhéré à la Centrale de bilans de la Banque de France de manière continue de 1991 à 1993.

Le questionnaire Sesame donne, comme indicateurs utilisables pour caractériser les entreprises en fonction de leurs produits, les éléments suivants :

- la nature du processus de production (tâches répétitives ou non) ;
- la qualité du produit (haut/bas de gamme) ;
- le degré de standardisation du produit (élevé/faible) ;
- le mode de compétitivité dans lequel l'entreprise est inscrite (fondée sur la différenciation de l'offre/sur le prix) ;
- la relation avec la demande selon sa nature supposée (fabrication en grande série destinée à une demande indifférenciée, fabrication à l'unité pour une demande individualisée) ;
- le mode de commercialisation (sept modes possibles) ;
- la dépendance du client envers l'entreprise (coût élevé/négligeable de recherche d'un autre fournisseur si l'entreprise fait défaut) ;
- l'importance des dépenses immatérielles (recherche-développement, mercatique).

L'analyse de données à partir du questionnaire Sesame permet d'identifier des différences de positionnement entre entreprises se traduisant par des cohérences spécifiques d'organisation et de présence sur le marché. Celles-ci sont mises en rapport avec l'analyse de ratios financiers caractéristiques de la formation de la rentabilité.

<sup>1</sup> Enquête dite Sesame pour Système élargi de support multicritère des entreprises

## ANNEXE 2

## QUELQUES STATISTIQUES SUR LES CLASSES D'ENTREPRISES

Classe	Valeur ajoutée globale/effectif (en milliers de francs par personne)			Taux de marge brute globale (en pourcentage)		
	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure
1	238,0	251,8	269,7	7,8	9,3	10,7
2	287,7	300,9	314,2	8,2	9,2	10,3
3	278,3	289,6	300,8	8,8	9,7	10,6
4	247,4	258,8	270,2	8,3	9,2	10,1
5	240,1	252,7	265,3	4,9	5,9	7,0

Classe	Délai de rotation des besoins en fonds de roulement (en jours)			Taux de rotation des équipements productifs (en pourcentage)		
	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure
1	85,4	94,8	104,2	317,9	371,4	424,9
2	101,5	108,4	115,4	296,7	336,4	376,0
3	79,2	85,1	91,0	241,6	275,2	308,9
4	76,7	82,7	88,7	204,8	238,9	273,1
5	59,6	66,2	72,8	363,4	401,0	438,6

Classe	Frais de personnel/effectif (en milliers de francs par personne)			Taux de dépenses immatérielles (en pourcentage)		
	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure
1	179,2	186,6	194,1	2,8	3,8	4,8
2	216,8	222,3	227,9	4,4	5,1	5,9
3	198,8	203,5	208,2	1,2	1,9	2,5
4	190,9	195,7	200,4	1,6	2,2	2,9
5	206,0	211,2	216,5	0,8	1,5	2,2

Classe	Taux d'endettement (en pourcentage)			Délais de paiement clients (en jours)		
	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure
1	46,2	54,8	63,4	80,0	84,7	89,4
2	38,7	45,1	51,5	92,6	96,0	99,5
3	38,9	44,3	49,8	80,6	83,6	86,5
4	42,8	48,3	53,9	85,3	88,3	91,2
5	43,6	49,6	55,7	91,3	94,6	97,9

Classe	Délais de règlement fournisseurs (en jours)			Délais de rotation des stocks (en jours)		
	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure	Borne inférieure	Moyenne	Borne supérieure
1	71,3	75,7	80,2	61,1	68,5	75,8
2	76,1	79,4	82,7	69,4	74,8	80,3
3	73,4	76,2	79,0	50,7	55,3	59,9
4	77,6	80,5	83,3	51,0	55,7	60,4
5	88,4	88,6	91,7	57,8	63,0	68,1

Source et réalisation : Banque de France  
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 56 58

Mise à jour le 27 septembre 1995



# A N A L Y S E S

# STOCK DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1995

L'investissement direct international constitue l'un des aspects centraux de la mondialisation. Outre les flux entrant et sortant enregistrés chaque mois en balance des paiements, la Banque de France publie, dans le cadre de la position extérieure de la France, des stocks d'investissements directs avec l'étranger, depuis 1987 pour les investissements directs à l'étranger et 1989 pour les investissements directs étrangers en France. La présente étude permet d'évaluer dans une optique patrimoniale le montant du stock d'investissements directs détenus en France par des non-résidents. Seul cet état statistique permet de situer la France sur un plan mondial. À fin 1995, avec un stock de 704 milliards de francs d'investissements directs, la France arrivait au troisième rang des pays d'accueil des investissements directs étrangers dans le monde, derrière les États-Unis et le Royaume-Uni. Le stock était constitué d'investissements directs effectués par 10 427 entreprises non résidentes dans 8 892 entités résidentes.

---

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

**RAPPEL MÉTHODOLOGIQUE**

Conformément au 5<sup>e</sup> Manuel du FMI, les statistiques d'investissements directs recouvrent toutes les entreprises résidentes dont le capital est détenu par un investisseur non résident à hauteur d'au moins 10 %. Entrent, dans le calcul de l'encours, les capitaux propres de l'entreprise résidente « investie », y compris les bénéfices réinvestis<sup>1</sup> sur place par l'investisseur non résident, augmentés des prêts à long terme<sup>2</sup> consentis par les maisons mères non résidentes à leurs affiliés résidents. Le pays directement détenteur des participations, auquel est limité le recensement des investissements directs, ne correspond pas forcément au lieu d'implantation de la firme étrangère qui assure le contrôle économique et financier des filiales localisées en France.

Le recensement s'inscrit dans le cadre des travaux conduisant à l'élaboration de la position extérieure de la France. À la différence de la balance des paiements, qui enregistre des transactions économiques et financières (flux) entre les résidents d'un pays et les non-résidents, la position extérieure recense les stocks de créances et d'engagements financiers d'une économie à l'égard du reste du monde. Les investissements de portefeuille, les autres investissements et les avoirs de réserve en constituent, avec les investissements directs, les quatre grands postes.

Les stocks d'investissements directs sont évalués en valeur de marché et en valeur comptable. Les stocks en valeur de marché sont publiés globalement chaque année dans le Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure publié en juillet sous le double timbre du ministère de l'Économie et des Finances et de la Banque de France. En revanche, le stock commenté, ci-après, est en valeur comptable, dans la mesure où l'analyse géographique et sectorielle détaillée sur laquelle il repose n'est pas disponible en valeur de marché.

La correspondance entre les flux de balance des paiements et la variation des stocks calculés en valeur comptable s'avère parfois difficile à établir. En effet, les stocks sont calculés sur la base de la valeur comptable de certains éléments du passif de la société investie, alors que les flux le sont sur la base de leur valeur à la date de l'opération, c'est-à-dire de la valeur de marché. Entre l'une et l'autre méthodes d'évaluation, les écarts peuvent être importants. Ils sont notamment liés à l'évaluation du « goodwill » (actifs incorporels, perspectives de développement économique de l'entreprise) inclus dans la valeur de marché et non en valeur comptable.

D'autres organismes publics publient également des données d'investissements directs internationaux, mais ils le font dans une autre optique que l'évaluation quantifiée des flux et des stocks d'investissements directs.

Parmi eux, la Délégation à l'aménagement du territoire et à l'action régionale (Datar), dont les travaux ressortissent d'un objectif d'aménagement du territoire, met l'accent sur les nouvelles implantations et sur les emplois bruts créés ou maintenus par l'investissement étranger. En fait, les investissements étrangers productifs recensés par la Datar ne concernent que les capitaux étrangers qui contribuent à l'accroissement de la production. Ainsi, les investissements recensés par la Datar ne représentent qu'une partie de ceux que la Banque de France comptabilise.

La Délégation aux investissements internationaux, avec la collaboration du cabinet-conseil Arthur Andersen, a mis en place une enquête intitulée « l'investissement international à l'horizon 2001 ». Cette enquête prospective, réalisée auprès de 320 dirigeants de firmes multinationales et experts internationaux, a pour objectif d'appréhender la stratégie des décideurs en termes d'investissement international au cours des cinq prochaines années.

Le Service des statistiques industrielles du ministère de l'Industrie (Sessi) mène, quant à lui, une enquête sur les entreprises industrielles investies par l'étranger. Par ailleurs, en 1994, il a lancé la première enquête « mondialisation » auprès de 6 800 entreprises industrielles et commerciales, françaises ou sous contrôle étranger, ayant au moins une implantation en France, afin de mesurer les échanges internes aux groupes industriels.

La Commission des Nations unies pour le commerce et le développement (Crucead) publie chaque année, en septembre, un rapport sur l'investissement mondial. Le rapport analyse, entre autres, les liens entre le commerce et l'investissement direct étranger. Les données de stocks 1995 présentées dans ce rapport sont, pour la plupart, estimées à partir d'un cumul de flux, notamment pour actualiser la dernière année.

La France, comme la plupart des pays industrialisés, publie ses stocks d'investissements directs un peu plus d'un an après leur date d'arrêté, du fait du délai de disponibilité des données comptables entrant dans le calcul des stocks définitifs.

<sup>1</sup> Les bénéfices réinvestis seront intégrés dans les flux de balance des paiements à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1997.

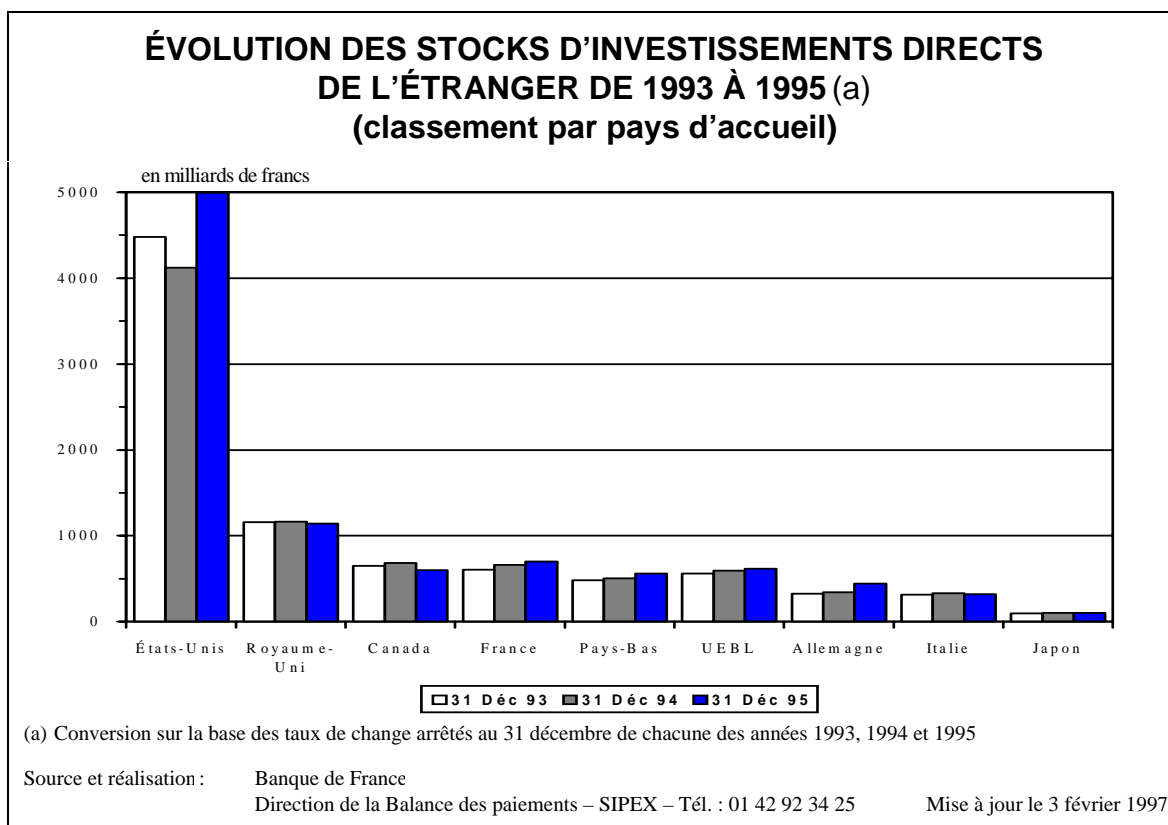
<sup>2</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1996, les statistiques d'investissements directs prennent en compte les flux financiers à court terme entre affiliés conformément à la méthodologie retenue au plan international, ce qui n'est pas encore le cas de l'encours 1995. Les prêts à court terme entre affiliés seront recensés dans le calcul de l'encours arrêté à la date du 31 décembre 1996.

## 1. Comparaisons internationales

Malgré certaines différences méthodologiques dans le recensement et l'évaluation des encours d'investissements directs, les comparaisons internationales présentées ci-après permettent de mesurer la pénétration des capitaux étrangers dans une économie.

Selon les informations disponibles, la France, qui a, en 1995, dépassé la barre des 700 milliards de francs d'encours, se situe dorénavant au troisième rang des pays d'accueil des capitaux d'investissements directs dans le monde, toujours très loin derrière les États-Unis (4 994,1 milliards de francs) et après le Royaume-Uni (1 142,1 milliards). En 1994, le Canada devançait la France, mais avec une position estimée calculée à partir d'un cumul de flux.

Avec 704 milliards de francs en 1995, la France représenterait 5,4 % des stocks mondiaux d'investissements directs en provenance de l'étranger<sup>1</sup>.



À la fin 1996, et selon des estimations qui tiennent compte de l'évolution des flux d'investissements directs en provenance de l'étranger, la France conserverait cette troisième position, en l'améliorant même sensiblement.

Parmi les raisons les plus souvent indiquées par les investisseurs pour expliquer le choix de la France en matière d'implantations de filiales, on trouve la position géographique centrale du territoire au sein de l'Union européenne, l'assouplissement de son système fiscal au cours de ces dernières années et, enfin, la qualité de ses infrastructures et de sa main-d'œuvre.

Ces facteurs expliqueraient une large part de l'attractivité de la France en matière d'investissements étrangers.

<sup>1</sup> Selon le *World Investment Report* publié par la Cnuced en 1996

## Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1995

La comparaison des stocks d'investissements par rapport au PIB place cette fois la France au sixième rang des pays industrialisés. À cet égard, la France, avec un ratio de 9,1 % en 1995, occupe une position médiane entre des pays structurellement très « investis » par l'étranger, à l'image de l'UEBL (43,4 %), des Pays-Bas (28,3 %) et, dans une moindre mesure, du Royaume-Uni et du Canada, et des pays très faiblement pénétrés par les capitaux étrangers, tels le Japon, l'Allemagne ou l'Italie.

Là encore, la situation de l'UEBL et des Pays-Bas s'explique par la présence sur leur sol de nombreux quartiers généraux de *holdings* chargés d'exécuter les opérations financières et de gérer les ressources de trésorerie de la firme multinationale qu'ils représentent.

**STOCKS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS EN PROVENANCE  
DE L'ÉTRANGER (a) ET PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (b)  
(sources nationales et FMI) (c)**

	Au 31 décembre 1994 (d)		Au 31 décembre 1995			
	Encours  (en milliards de francs)	Encours/PIB  (en pour- centage)	Encours  (en milliards de francs)	Encours/PIB  (en pour- centage)	Pour mémoire	
					Flux commerciaux de marchandises (e) avec l'extérieur /PIB (en pourcentage)	Flux de biens et services (f) avec l'extérieur /PIB (en pourcentage)
États-Unis .....	4 122,3	11,2	4 994,1	14,3	9,7	12,1
Royaume-Uni.....	1 167,1	20,6	1 142,1	20,8	23,1	28,6
<b>France</b> .....	<b>662,3</b>	<b>9,0</b>	<b>704,0</b>	<b>9,1</b>	<b>18,1</b>	<b>23,6</b>
Canada.....	582,3	19,3	603,3	21,4	31,9	36,4
UEBL.....	566,0	42,2	619,1	43,4	56,4	68,6
Pays-Bas .....	508,4	27,4	559,9	28,3	46,8	58,2
Allemagne.....	417,4	3,7	441,8	3,7	19,7	23,5
Italie .....	330,6	5,9	323,3	5,9	19,9	26,3
Japon .....	103,0	0,4	104,7	0,4	7,9	9,7

(a) Pour l'UEBL, qui n'a pas encore publié sa position au 31 décembre 1995, le montant indiqué dans la colonne 31 décembre 1995 correspond à sa position de 1994 augmentée des flux d'investissements directs enregistrés par ce pays en 1995.

(b) Les encours en contrevalet franc sont calculés sur la base des cours de change aux dates d'arrêté. Les produits intérieurs bruts sont convertis sur la base des cours de change moyens annuels.

(c) Pour les encours : sources nationales, sauf pour le Canada, l'Italie, les Pays-Bas et l'UEBL (1994) où la source est le FMI.

Pour les PIB : source OCDE

(d) Chiffres révisés

(e) Exportations + importations de marchandises/2

(f) Exportations + importations de biens et services/2

Source et réalisation : Banque de France

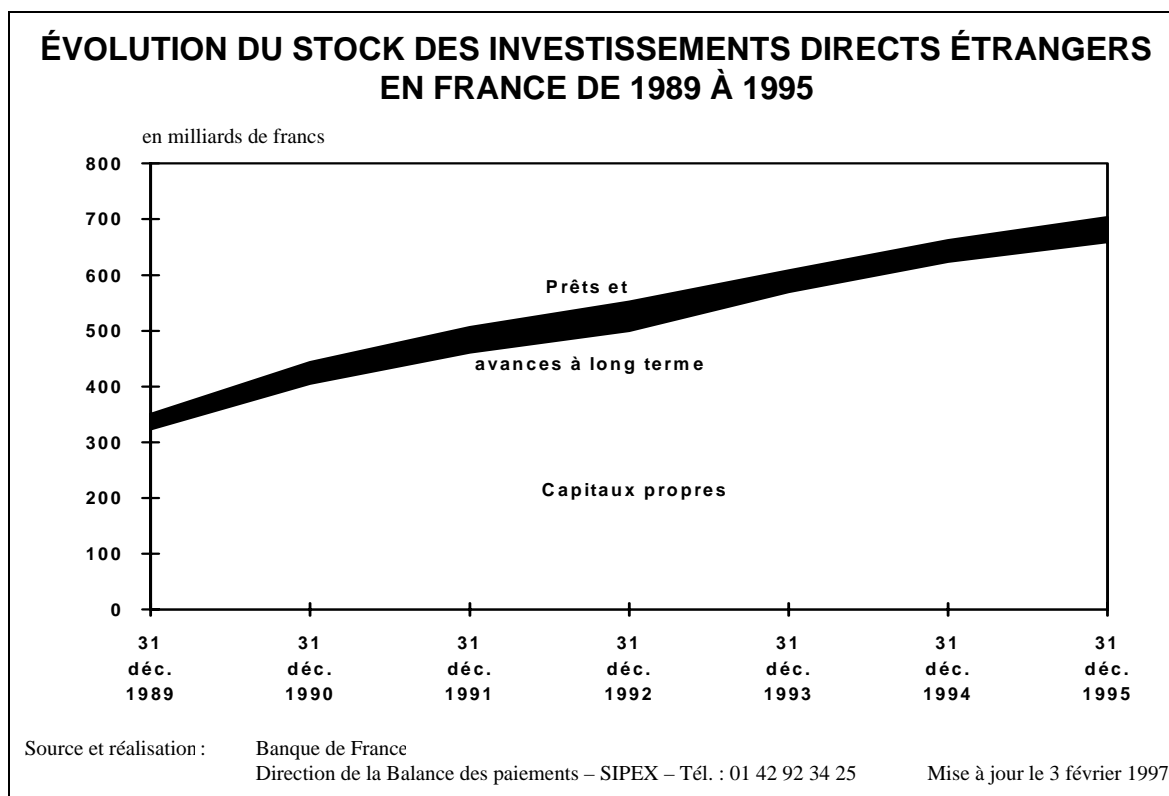
Direction de la Balance des paiements- SIPEX - Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 3 février 1997

## 2. Résultats de la France

### 2.1. Résultats globaux

Au 31 décembre 1995, le stock en valeur comptable<sup>1</sup> des investissements étrangers en France s'élevé à 704 milliards de francs, contre 662,3 milliards à fin 1994 et 608,4 milliards à fin 1993.



En 1995, le montant des *capitaux propres* (bénéfices réinvestis inclus) investis par l'étranger progresse de 5,6 % par rapport à 1994. Le secteur industriel et commercial, qui représente 56 % de l'encours total de capitaux propres (370,3 milliards de francs, après 342,2 milliards à fin 1994) et celui du crédit (110,4 milliards, après 98,1 milliards à fin 1994) sont principalement à l'origine de cette augmentation.

La pénétration étrangère dans le secteur des assurances se renforce également (+ 9,6 %).

En revanche, les capitaux propres détenus par des non-résidents dans le secteur des *holdings* se contractent légèrement, pour s'établir à 161 milliards de francs, contre 167,7 milliards en 1994.

Les *prêts à long terme* des maisons mères non résidentes à leurs affiliés résidents s'inscrivent en hausse de 16,8 % entre 1994 et 1995. Les entreprises du secteur des *holdings* et celles appartenant au secteur industriel et commercial sont les principales bénéficiaires de l'augmentation des concours étrangers.

À l'inverse, les prêts aux entreprises du secteur du crédit sont en baisse sensible (- 27,8 % par rapport à 1994), ainsi que ceux accordés aux assurances.

<sup>1</sup> Ainsi qu'il a été rappelé en introduction, une estimation des encours d'investissements directs étrangers en France en valeur de marché a d'ores et déjà été publiée dans le *Rapport annuel de la balance des paiements et de la position extérieure en 1995*. Elle portait sur un total de 1 591,9 milliards de francs, soit plus de deux fois la valeur comptable (704 milliards).

<b>STOCK DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE</b>				
<i>(montant en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1993	31 décembre 1994	31 décembre 1995	Variation 1995/1994
<b>Capitaux propres (a)</b> .....	<b>569,5</b>	<b>623,7</b>	<b>658,9</b>	<b>5,6</b>
dont : – Secteur industriel et commercial.....	314,5	342,2	370,3	8,2
– Secteur du crédit.....	104,9	98,1	110,4	12,5
<i>dont : Secteur bancaire</i> .....	62,8	68,6	65,0	- 5,2
<i>Secteur des assurances</i> .....	12,9	15,7	17,2	9,6
<i>Secteur des holdings</i> .....	137,2	167,7	161,0	- 4,0
<b>Prêts à long terme des maisons mères non résidentes aux résidents affiliés</b> .....	<b>38,9</b>	<b>38,6</b>	<b>45,1</b>	<b>16,8</b>
dont : – Secteur industriel et commercial.....	18,6	21,8	26,3	20,6
– Secteur du crédit.....	8,0	9,0	6,5	- 27,8
– Secteur des assurances.....	2,1	1,0	(0,1)	ns
– Secteur des <i>holdings</i> .....	10,2	6,8	12,4	82,4
<b>Total</b> .....	<b>608,4</b>	<b>662,3</b>	<b>704,0</b>	<b>6,3</b>

(a) Les capitaux propres intègrent les bénéfices réinvestis par les sociétés non résidentes en France.  
ns : non significatif

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

## 2.2. Structure par zone géographique

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

Les investissements directs étrangers en France ont pour origine essentielle des pays industrialisés, comme le montre l'évolution de la part de l'OCDE dans le total de l'encours, qui ne cesse de se renforcer d'année en année (96,3 % en 1995, contre 95,9 % en 1994).

À l'intérieur de cette zone, la seule Union européenne représente près des deux tiers des investissements directs étrangers en France. Cette situation s'explique essentiellement par la mise en place du marché unique européen, qui a provoqué un redéploiement des groupes à l'échelle de l'Union européenne et un développement des implantations transfrontalières.

Toutefois, le poids relatif de l'Union européenne fléchit légèrement, en 1995, au profit des autres pays industrialisés européens, dont la part est passée à 9,3 %, après 8,4 % en 1994, et des pays industrialisés non européens, qui enregistrent une progression de 2,4 points due, pour l'essentiel, aux investissements américains.

Les investissements directs en provenance des pays d'Asie à développement rapide demeurent faibles (1,9 milliard de francs en 1995, après 2 milliards en 1994) et ont principalement pour origine la Corée du Sud et Hong-Kong.

Les pays d'Amérique latine accentuent leur présence en France (3,6 milliards de francs, contre 2,2 milliards en 1994), mais cette évolution est largement imputable aux centres financiers « *Offshore* » de la Barbade et des Bermudes qui représentent à eux seuls près de 80 % des investissements provenant de cette zone géographique.

<b>RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES DE PROVENANCE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE</b>				
<i>(encours en milliards de francs – part en pourcentage)</i>				
	Au 31 décembre 1994		Au 31 décembre 1995	
	Encours total	Part	Encours total	Part
Union européenne.....	438,4	66,2	446,2	63,4
Autres pays industrialisés européens.....	56,0	8,4	65,7	9,3
Pays industrialisés non européens.....	142,1	21,4	167,1	23,8
Économies en transition.....	4,5	0,7	3,8	0,5
Pays de la Zone franc.....	1,0	0,2	1,6	0,2
Pays d'Asie à développement rapide.....	2,0	0,3	1,9	0,3
Pays d'Amérique latine (a).....	2,2	0,3	3,6	0,5
Reste du monde.....	12,4	1,9	12,2	1,7
Indéterminés.....	3,7	0,6	1,9	0,3
<b>Total.....</b>	<b>662,3</b>	<b>100,0</b>	<b>704,0</b>	<b>100,0</b>
Pour mémoire :				
Pays zone OCDE.....	635,2	95,9	678,3	96,3
Pays hors zone OCDE.....	23,4	3,5	23,8	3,4

(a) Hors Mexique, compris dans les pays industrialisés non européens

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

### 2.3. Structure par secteur d'activité

L'implantation étrangère en France s'organise autour de trois grands pôles d'activité qui reçoivent plus de 50 % des investissements directs étrangers. Il s'agit :

- du secteur des *holdings* (24,6 % de l'encours). La prédominance de ce secteur s'explique par le fait qu'il recouvre des entreprises dont l'objectif est, notamment, de contrôler d'autres entreprises résidentes ou non résidentes, sans intervenir dans leur activité courante de production. Ce type d'entreprises s'est largement développé avec la globalisation au plan mondial des activités des firmes multinationales. Les *holdings* peuvent regrouper les fonctions transversales des groupes (gestion financière, logistique) et être chargés de canaliser les flux de capitaux initiés par les différentes filiales du groupe, afin de procéder à leur compensation pour le compte de la maison mère non résidente. Le secteur des *holdings* résidents est détenu plus particulièrement par les investisseurs américains (23 %) et britanniques (22 %) ;

- du secteur du crédit (16,6 % de l'encours), qui attire principalement les investisseurs belges (19 %) et britanniques (18 %) ;

- du secteur des produits chimiques, chimie de base et parachimie (10,9 % de l'encours). Les entreprises américaines (31 %) et allemandes (21 %) arrivent en tête des implantations dans ce secteur. Toutefois, la situation prédominante des États-Unis dans les produits chimiques doit être relativisée dans la mesure où elle s'explique, entre autres, par la présence aux États-Unis de Rhône-Poulenc Rorer international, qui, par le jeu des participations croisées, est à la fois *holding* de Rhône-Poulenc Rorer SA, et filiale du groupe français Rhône-Poulenc.

Parmi les secteurs les moins investis par l'étranger, figurent les transports, qu'ils soient intérieurs, maritimes ou aériens, et l'agriculture.



### PRINCIPAUX SECTEURS AYANT FAIT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

	31 décembre 1994		31 décembre 1995	
	Montant	Part	Montant	Part
<i>Holdings</i> .....	174,5	26,3	173,4	24,6
Crédit.....	107,1	16,2	116,9	16,6
– dont : Secteur bancaire.....	(70,1)	(10,6)	(65,0)	(9,2)
Produits chimiques.....	64,5	9,7	77,0	10,9
Récupération, réparation, commerce.....	69,2	10,4	67,8	9,6
Alimentation, boisson, tabac.....	36,8	5,6	44,5	6,3
Énergie (a).....	27,9	4,2	29,2	4,2
Autres services marchands.....	21,0	3,2	27,4	3,9
Matériel de transport.....	28,8	4,4	24,3	3,5
Matériel électrique et électronique.....	21,6	3,3	22,7	3,2
Papier, presse, imprimerie, édition.....	18,7	2,8	17,0	2,4
Assurances.....	16,7	2,5	17,1	2,4
Autres.....	75,5	11,4	86,7	12,4
<b>Total</b> .....	<b>662,3</b>	<b>100,0</b>	<b>704,0</b>	<b>100,0</b>

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

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

#### 2.4. Degré de contrôle de l'investissement direct

L'encours porte sur les investissements effectués par 10 427 entreprises non résidentes dans 8 892 entités résidentes.

Comme en 1994, le contrôle, lorsqu'il est supérieur à 50 % du capital, des investisseurs étrangers sur les sociétés résidentes « investies » concerne en moyenne 82 % des entreprises recensées (contre 80 % en 1993). Les montants correspondants à ces prises de participations majoritaires représentent 90 % du stock (contre 87 % en 1994 et 86 % en 1993).

### RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FONCTION DU POURCENTAGE DÉTENU À FIN 1995

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Part	Montant de l'investissement	Part
<b>Filiales :</b>				
50 % à 90 % .....	1 616	18,2	96,9	13,8
Plus de 90 % .....	5 674	63,8	534,8	76,0
Sous-total.....	7 290	82,0	631,7	89,8
<b>Participations :</b>				
10 % à 20 % .....	428	4,8	21,3	3,0
20 % à 50 % .....	1 174	13,2	51,0	7,2
Sous-total.....	1 602	18,0	72,3	10,2
<b>Total</b> .....	<b>8 892</b>	<b>100,0</b>	<b>704,0</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél.: 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

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

Il s'agit du pays immédiat d'origine des capitaux. Celui-ci ne correspond pas forcément au pays d'implantation de la firme multinationale qui assure le contrôle économique et financier des filiales localisées en France.

PRINCIPAUX PAYS D'ORIGINE DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE						
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
Pays investisseurs	Au 31 décembre 1993		Au 31 décembre 1994		Au 31 décembre 1995	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
États-Unis.....	111,6	18,3	122,1	18,4	150,4	21,4
Pays-Bas.....	115,7	19,0	108,6	16,4	121,2	17,2
Royaume-Uni.....	77,7	12,8	95,5	14,4	99,5	14,1
Allemagne.....	59,7	9,8	73,5	11,1	75,0	10,7
Suisse.....	57,8	9,5	53,6	8,1	62,1	8,8
UEBL.....	52,6	8,6	64,5	9,7	60,9	8,6
dont : – Belgique.....	(47,1)	(7,7)	(56,9)	(8,6)	(55,2)	(7,8)
– Luxembourg.....	(5,5)	(0,9)	(7,6)	(1,1)	(5,7)	(0,8)
Italie.....	46,5	7,6	54,8	8,3	54,5	7,7
Suède.....	20,2	3,3	23,6	3,6	17,4	2,5
Japon.....	17,4	2,9	15,3	2,3	12,3	1,8
Espagne.....	6,6	1,1	7,5	1,1	6,7	1,0
Autres pays.....	42,6	7,1	43,3	6,6	44,0	6,2
<b>Total.....</b>	<b>608,4</b>	<b>100,0</b>	<b>662,3</b>	<b>100,0</b>	<b>704,0</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

En 1995, le territoire français a particulièrement attiré les investisseurs américains, qui se renforcent à la première place des pays investisseurs, avec 21,4 % du total de l'encours (150,4 milliards de francs, après 122,1 milliards en 1994), ce qui représente une augmentation de 23,2 % d'une année à l'autre. Les capitaux américains restent traditionnellement implantés dans le secteur de l'énergie (Esso SAF), des produits chimiques (Rhône-Poulenc Rorer SA) et des machines de bureau et matériel de précision (IBM France).

Cependant en 1995, les Américains se sont plus particulièrement portés vers le secteur du crédit avec l'acquisition de Sovac par General Electric et vers le secteur des *holdings* avec le rachat de Carnaud Metalbox par Crown Cork & Seal.

Viennent ensuite les Pays-Bas, qui enregistrent également une progression de leur encours de 11,6 %, le portant à 121,2 milliards de francs. La position extrêmement favorable de ce pays doit, toutefois, être relativisée dans la mesure où ce pays abrite de nombreuses sociétés *holdings* contrôlées par des multinationales qui ne sont pas toutes d'origine néerlandaise et dont l'objet consiste, comme on l'a vu, à prendre ou à détenir des participations dans des entreprises liées au groupe auquel elles appartiennent.

Ce sont les secteurs du matériel électrique et électronique (SGS Thomson Microelectronics SA, GEC Alsthom SA), de l'énergie (Shell) et des *holdings* (Unilever) qui sont les principaux bénéficiaires des investissements en provenance des Pays-Bas.

## Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1995

Après deux années de hausse sensible des investissements britanniques en France (13,9 % entre 1992 et 1993 et 22,9 % entre 1993 et 1994), le Royaume-Uni semble être entré, en 1995, dans une phase de consolidation de ses actifs (+ 4,2 % en 1995). Cependant il ne pourrait s'agir que d'une pause, dans la mesure où les flux nets d'investissements directs britanniques en France enregistrés en balance des paiements sur les onze premiers mois de l'année 1996 s'élèvent déjà à 14,6 milliards de francs. Le secteur des *holdings* (Commercial Union France) et le secteur du crédit (Abbey National France, Barclays Bank) demeurent les cibles privilégiées des investisseurs venus d'outre-Manche.

Parmi les autres pays européens, il convient de noter la bonne tenue de la Suisse, qui s'est montrée très active dans son implantation en France, puisqu'elle améliore sa position de 15,9 % entre les deux recensements. À l'inverse, le stock de la Suède se contracte, pour s'établir à 17,4 milliards de francs, contre 23,6 milliards en 1994, du fait de la réduction de la participation de Volvo au capital de Renault (de 20,0 % à 11,38 %).

### CLASSEMENT DES PRINCIPALES ENTREPRISES RÉSIDENTES « INVESTIES »

Entreprises résidentes «investies»	Investisseurs non résidents	
Société des Pétroles Shell.....	Shell Petroleum	(Pays-Bas)
Commercial Union France.....	Commercial Union Assurance Cy	(Royaume-Uni)
Carnaud Metalbox.....	Crown Cork Seal and Cy	(États-Unis)
Eridania Beghin Say.....	Montedison SPA	(Italie)
Nestlé Entreprise .....	Nestlé SA	(Suisse)
BP France.....	BP Europe Ltd	(Royaume-Uni)
European Sugars France.....	Montedison SPA	(Italie)
Société internationale Italcementi France.....	Italcementi (Groupe)	(Italie)
Abbey National France.....	Abbey National Building PLC	(Royaume-Uni)
Rhône-Poulenc Rorer SA.....	Rhône Poulenc Rorer INC	(États-Unis)
Someal.....	IFIL Investment Holding	(Luxembourg)
Compagnie IBM France.....	IBM	(États-Unis)

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

### STOCK DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE de 1989 à 1995

*(en milliards de francs)*

	Capital	Autres capitaux propres	Total capitaux propres	Prêts et avances à long terme	Encours total
31 décembre 1989.....	137,4	185,4	322,8	27,5	350,3
31 décembre 1990.....	169,5	234,9	404,4	39,3	443,7
31 décembre 1991 (a).....	213,3	247,5	460,8	45,8	506,6
31 décembre 1992.....	238,4	261,0	499,4	52,4	551,8
31 décembre 1993.....	277,2	292,3	569,5	38,9	608,4
31 décembre 1994.....	303,6	320,1	623,7	38,6	662,3
31 décembre 1995.....	331,2	327,7	658,9	45,1	704,0

(a) Chiffres révisés

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél.: 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

### POPULATION RECENSÉE

	Entreprises résidentes « investies »	Investisseurs non résidents
Au 31 décembre 1989.....	5 497	8 351
Au 31 décembre 1990.....	6 748	9 287
Au 31 décembre 1991.....	7 628	9 075
Au 31 décembre 1992.....	7 097	9 290
Au 31 décembre 1993.....	7 177	8 594
Au 31 décembre 1994.....	8 630	10 179
Au 31 décembre 1995.....	8 892	10 427

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25      Mise à jour le 3 février 1997

**VENTILATION PAR PAYS DE PROVENANCE  
DES INVESTISSEMENTS DIRECTS ÉTRANGERS EN FRANCE  
au 31 décembre 1995**

*(montant en milliards de francs – part en pourcentage)*

	Capitaux propres	Prêts	Total	Pourcentage
États-Unis .....	144,9	5,5	150,4	21,4
Pays-Bas .....	109,8	11,4	121,2	17,2
Royaume-Uni.....	87,8	11,7	99,5	14,1
Allemagne.....	73,0	2,0	75,0	10,7
Suisse .....	61,8	0,3	62,1	8,8
UEBL.....	51,7	9,2	60,9	8,6
dont : – Belgique.....	46,9	8,3	55,2	7,8
– Luxembourg.....	4,8	0,9	5,7	0,8
Italie .....	54,0	0,5	54,5	7,7
Suède.....	17,1	0,3	17,4	2,5
Japon.....	10,8	1,5	12,3	1,8
Espagne.....	7,4	(0,7)	6,7	1,0
Finlande.....	4,5	0,2	4,7	0,7
Canada .....	3,7	0,7	4,4	0,6
Norvège.....	4,2	(0,8)	3,4	0,5
Russie.....	2,9	–	2,9	0,4
Danemark.....	2,8	–	2,8	0,4
Irlande.....	2,4	–	2,4	0,3
La Barbade.....	0,1	2,0	2,1	0,3
Arabie saoudite.....	1,1	0,8	1,9	0,3
Maroc.....	1,7	–	1,7	0,2
Côte d'Ivoire.....	1,3	–	1,3	0,2
Liban.....	1,1	–	1,1	0,2
Portugal.....	1,0	–	1,0	0,1
Koweït.....	1,0	–	1,0	0,1
Autriche.....	0,9	0,1	1,0	0,1
Australie.....	0,9	–	0,9	0,1
Autres pays.....	9,1	0,4	9,5	1,4
Indéterminés.....	1,9	–	1,9	0,3
<b>Total .....</b>	<b>658,9</b>	<b>45,1</b>	<b>704,0</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 3 février 1997

**RÉPARTITION PAR SECTEUR D'INVESTISSEMENT DIRECT  
DES INVESTISSEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE  
au 31 décembre 1995**

(montant en milliards de francs – part en pourcentage)

Secteurs investisseurs	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition par secteur
<b>1. Agriculture.....</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>
<b>2. Énergie.....</b>	<b>10,4</b>	<b>19,0</b>	<b>(0,2)</b>	<b>29,2</b>	<b>4,2</b>
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés.....	7,1	18,4	(0,2)	25,3	3,6
Autres sources d'énergie.....	3,3	0,6	-	3,9	0,6
<b>3. Produits manufacturés.....</b>	<b>117,9</b>	<b>119,4</b>	<b>15,1</b>	<b>252,4</b>	<b>35,8</b>
Métaux ferreux et non ferreux.....	-	-	-	-	-
Minéraux non métalliques.....	4,0	6,6	(0,1)	10,5	1,5
Produits chimiques.....	27,8	39,2	10,0	77,0	10,9
Fonderie et travail des métaux.....	7,8	4,8	(0,3)	12,3	1,7
Machines agricoles et industrielles.....	8,3	4,4	1,4	14,1	2,0
Machines de bureau, matériel de précision.....	7,7	5,4	0,1	13,2	1,9
Matériel électrique et électronique.....	11,0	11,0	0,7	22,7	3,2
Matériel de transport.....	10,3	13,5	0,5	24,3	3,5
Alimentation, boisson, tabac.....	20,8	22,6	1,1	44,5	6,3
Textile et habillement.....	2,7	1,8	0,2	4,7	0,7
Papier, presse, imprimerie, édition.....	11,0	4,8	1,2	17,0	2,4
Caoutchouc et matières plastiques.....	4,6	4,4	0,2	9,2	1,3
Autres produits manufacturés.....	1,9	0,9	0,1	2,9	0,4
<b>4. Bâtiment et génie civil.....</b>	<b>1,2</b>	<b>0,4</b>	<b>-</b>	<b>1,6</b>	<b>0,2</b>
<b>5. Services marchands.....</b>	<b>114,6</b>	<b>105,6</b>	<b>16,2</b>	<b>236,4</b>	<b>33,6</b>
Récupération, réparation, commerce.....	30,8	33,6	3,4	67,8	9,6
Restauration et hébergement.....	3,0	(1,4)	1,1	2,7	0,4
Transports intérieurs.....	0,4	(1,1)	1,3	0,6	0,1
Transports maritimes et aériens.....	0,4	(0,9)	0,2	(0,3)	(-)
- Transports maritimes et navigation côtière	0,3	-	-	0,3	(-)
- Transports aériens.....	0,1	(0,9)	0,2	(0,6)	(0,1)
Services auxiliaires des transports.....	1,7	1,0	-	2,7	0,4
Communications.....	2,6	(1,5)	0,4	1,5	0,2
Crédit.....	59,7	50,7	6,5	116,9	16,6
- dont : Secteur bancaire.....	35,3	29,7	-	65,0	9,2
Assurances.....	6,8	10,4	(0,1)	17,1	2,4
Autres services marchands.....	9,2	14,8	3,4	27,4	3,9
- Médicaux, culturels, sociaux.....	2,5	1,5	0,5	4,5	0,6
- Autres.....	6,7	13,3	2,9	22,9	3,3
<b>6. Services non marchands.....</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>0,4</b>
<b>7. Opérations immobilières.....</b>	<b>6,0</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>7,4</b>	<b>1,1</b>
<b>8. Holdings.....</b>	<b>80,3</b>	<b>80,7</b>	<b>12,4</b>	<b>173,4</b>	<b>24,6</b>
<b>Total.....</b>	<b>331,2</b>	<b>327,7</b>	<b>45,1</b>	<b>704,0</b>	<b>100,0</b>

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 34 25

Mise à jour le 3 février 1997

## NOTE MÉTHODOLOGIQUE <sup>1</sup>

L'objet du recensement est d'estimer le stock des investissements directs détenu en France par les non-résidents.

### *1. Définition d'un investissement direct en France*

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

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

### *2. Calcul du stock des investissements directs*

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

### *3. Sources d'information*

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

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

– la Banque de France (direction des Entreprises, direction des Établissements de crédit et des entreprises d'investissement, direction de la Balance des paiements) ;

– le ministère de l'Économie (direction du Trésor) ;

– l'INSEE (département des Répertoires et Statistiques d'entreprises).

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

– secteur industriel et commercial : Banque de France (direction des Entreprises) ;

– secteur bancaire et financier : secrétariat général de la Commission bancaire ;

– secteur des assurances : ministère de l'Économie (direction du Trésor).

<sup>1</sup> Pour plus de détail, cf. annexe 4 intitulée « Note méthodologique » à l'étude : « Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1992 » parue dans le *Supplément « Études »* du *Bulletin de la Banque de France* du 1<sup>er</sup> trimestre 1995

**RAPPEL DES DERNIÈRES PUBLICATIONS  
SUR LES INVESTISSEMENTS DIRECTS****Études sur les encours d'investissements directs**

Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1993  
*Bulletin de la Banque de France – Supplément « Études » – 2<sup>e</sup> trimestre 1995*

Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1993  
*Bulletin de la Banque de France – n° 26 (février 1996)*

Encours des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1994  
*Bulletin de la Banque de France – Supplément « Études » – 2<sup>e</sup> trimestre 1996*

Encours des investissements directs français à l'étranger au 31 décembre 1994  
*Bulletin de la Banque de France – Supplément « Études » – 3<sup>e</sup> trimestre 1996*

**Études sur les flux d'investissements directs**

Flux d'investissements directs entre la France et l'étranger en 1995 (chiffres provisoires)  
*Bulletin de la Banque de France – n° 29 (mai 1996)*

**Données mensuelles sur les flux d'investissements directs**

Résultats de la balance des paiements du mois de ....  
*Bulletin de la Banque de France* du 3<sup>e</sup> mois suivant le mois commenté

**Données annuelles sur les flux et les encours d'investissements directs**

*Rapport annuel sur la balance des paiements et la position extérieure de la France en 1995*  
(Publication de la version définitive fin août 1996)



# LA POSITION-TITRES DE LA FRANCE AU 31 DÉCEMBRE 1995

Élément-clé de la position extérieure de la France, avec les investissements directs (cf., par ailleurs, l'étude intitulée « Stock des investissements directs étrangers en France au 31 décembre 1995 »), les autres investissements et les avoirs de réserve, la position-titres constitue un bon indicateur de l'intérêt des investisseurs internationaux pour les valeurs françaises.

Il n'est que d'observer le rythme rapide de croissance du portefeuille des non-résidents en titres français de 1989 à 1993 (+ 25 % en moyenne annuelle). Cet intérêt s'est confirmé en 1995, dans la mesure où les non-résidents détiennent toujours plus de titres français (engagements de la France envers l'extérieur) que les résidents ne possèdent de titres étrangers (créances de la France sur l'extérieur).

Il en résulte que la position-titres est demeurée débitrice à fin 1995, atteignant 1 096,2 milliards de francs, contre 1 082,5 milliards un an auparavant.

Après une diminution de 308 milliards de francs en 1994, due à la conjonction d'une augmentation des créances (renforcement du portefeuille des résidents en titres étrangers) et d'une substantielle réduction des engagements (allègement du portefeuille des non-résidents en titres français), la position-titres a connu en 1995 une relative stabilité.

Le portefeuille des résidents en titres étrangers s'élevait, au 31 décembre, à 903,1 milliards de francs (dont 64 % d'obligations et 27 % d'actions), en progression de 10 % sur l'année antérieure. Les non-résidents détenaient, pour leur part, 1 999,3 milliards de francs de titres français — soit 5 % de plus qu'en 1994 — libellés pour les deux tiers en francs et répartis principalement entre obligations (58 % de leur portefeuille), actions (27 %) et bons du Trésor (13 %).

Le ratio de détention de valeurs du Trésor par les non-résidents s'inscrivait à cette même date à 18,7 %. En diminution pratiquement continue depuis la fin de 1993, il se situait, selon les dernières estimations annuelles, autour de 12 % à la fin de 1996.

---

DOMINIQUE ROUGÈS

*Direction de la Balance des paiements*

*Service des Investissements et des Placements extérieurs (SIPEX)*

## 1. Vue d'ensemble

En 1995, le solde débiteur de la position-titres de la France (hors titres représentatifs d'investissements directs, billets de trésorerie et certificats de dépôt, instruments conditionnels ou titres inclus dans les réserves de change) est passé de 1 082,5 milliards de francs à 1 096,2 milliards<sup>1</sup>.

Après la réduction de 308,4 milliards de francs constatée en 1994, la position-titres se caractérise par une certaine stabilité du solde débiteur<sup>2</sup>. L'accroissement des créances (85,2 milliards de francs), représentées par les titres étrangers détenus par les résidents, et la progression des engagements (99 milliards de francs) ont été, en effet, d'égale ampleur.

<b>POSITION-TITRES DE LA FRANCE VIS-À-VIS DE L'EXTÉRIEUR</b>							
<b>1. Résultats globaux</b>							
	Titres étrangers détenus par les résidents (créances)		Titres français détenus par les non-résidents (engagements)		Position nette		
	31 décembre 1994 (a)	31 décembre 1995	31 décembre 1994 (a)	31 décembre 1995	31 décembre 1994 (a)	31 décembre 1995	
Actions .....	243,5	245,9	506,7	549,0	- 263,2	- 303,1	
Bons du Trésor.....	50,1	43,2	200,0	250,6	- 149,9	- 207,3	
Obligations.....	480,4	576,0	1 153,6	1 155,9	- 673,2	- 579,9	
Titres d'OPCVM.....	43,9	38,0	40,1	43,8	3,8	- 5,8	
<b>Total.....</b>	<b>817,9</b>	<b>903,1</b>	<b>1 900,4</b>	<b>1 999,3</b>	<b>- 1 082,5</b>	<b>- 1 096,2</b>	
<b>Pour mémoire :</b>							
<b>Titres en francs .....</b>	<b>185,5</b>	<b>212,5</b>	<b>1 285,1</b>	<b>1 347,6</b>	<b>- 1 099,6</b>	<b>- 1 135,1</b>	
<b>Titres en devises.....</b>	<b>632,4</b>	<b>690,6</b>	<b>615,3</b>	<b>651,7</b>	<b>17,1</b>	<b>38,9</b>	
<b>2. Évolution</b>							
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Créances.....	426,3	415,7	475,7	534,3	767,6	817,9	903,1
Engagements.....	888,1	1 104,1	1 372,1	1 632,2	2 158,5	1 900,4	1 999,3
Position nette.....	- 461,8	- 688,4	- 896,4	- 1 097,9	- 1 390,9	- 1 082,5	- 1 096,2
(a) Chiffres révisés							
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10							
						Mise à jour le 14 février 1997	

<sup>1</sup> Les règles de valorisation de la position-titres sont exposées à l'annexe 3 et consistent, pour l'essentiel, en :  
– une évaluation au cours de marché, pour le portefeuille de la clientèle et pour le portefeuille de titres de transactions des banques résidentes ;

– une évaluation au cours d'acquisition, pour les portefeuilles de titres de placement et de titres d'investissement des banques résidentes.

<sup>2</sup> Qui, de 1989 à 1993, avait connu en moyenne une croissance de 32 % par an

## La position-titres de la France au 31 décembre 1995

L'augmentation de 13,7 milliards de francs du solde débiteur résulte de deux effets de sens contraire.

Alors que les transactions sur titres entre résidents et non-résidents ont eu pour conséquence de réduire de 24,7 milliards de francs la position débitrice, les effets-prix (incidence des variations des cours de change et de bourse) et divers ajustements (notamment, coupons courus inclus dans la position-titres mais non comptabilisés dans les opérations sur titres) ont au contraire contribué à la renforcer de 38,4 milliards de francs.

L'accroissement du solde débiteur est intervenu dans un contexte caractérisé par la détente des taux à long terme — de 100 points de base à 200 points de base selon les places — et à court terme, la progression des indices boursiers, notamment à New York, Londres et Francfort — Paris et Tokyo affichant une quasi-stabilité — et l'alternance de phases de tension et d'accalmie pour les devises du mécanisme de change européen alors que, par ailleurs, le franc s'est apprécié contre le yen, le dollar des États-Unis, la livre sterling et la lire.

PRINCIPAUX INDICATEURS AU 31 DÉCEMBRE 1995					
Variations des indices boursiers du 31 décembre 1994 au 31 décembre 1995 (en pourcentage)		Variation des taux d'intérêt à long terme de 1994 à 1995 (en points de base)		Variations des cours de change contre franc du 31 décembre 1994 au 31 décembre 1995 (en pourcentage)	
New York (Dow Jones).....	33,5	États-Unis.....	- 218	Dollar des États-Unis.....	- 8,3
Londres (FT 100).....	20,4	Royaume-Uni.....	- 107	Livre sterling.....	- 9,0
Francfort (DAX).....	7,0	Allemagne.....	- 137	Deutschemark.....	- 1,0
Amsterdam (CBS TRG).....	19,8	Pays-Bas.....	- 127	Florin.....	- 0,9
Milan (MIB général).....	- 6,9	Italie.....	- 121	Lire.....	- 6,1
Tokyo (Nikkei 225).....	0,7	Japon.....	- 191	Yen.....	- 11,4
Madrid (Madrid SE).....	12,3	Espagne.....	- 145	Peseta.....	- 0,5
Paris (CAC 40).....	- 0,5	France.....	- 126		
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 11      Mise à jour le 14 février 1997					

L'analyse de la position-titres montre une évolution contrastée selon les instruments :

– la position débitrice obligataire s'est sensiblement contractée (de 93 milliards de francs, soit – 14 %), en raison d'un accroissement des avoirs traduisant l'attraction exercée auprès des résidents par les obligations étrangères, le niveau des engagements demeurant quasi inchangé ;

– la position débitrice en actions s'est accrue de 40 milliards (+ 15 %), les actions françaises ayant été davantage recherchées par les non-résidents ;

– la position débitrice en bons du Trésor a fortement progressé (de 57 milliards de francs, soit + 38 %), sous les effets conjugués d'une forte augmentation des engagements et d'une légère diminution des avoirs.

## 2. Portefeuille des résidents en titres étrangers

(cf. annexe 1)

### 2.1. Nouvelle progression en 1995

Le portefeuille des résidents en titres étrangers, qui a augmenté de 10 % — en hausse pour la cinquième année consécutive —, a atteint 903,1 milliards de francs (un peu plus du double qu'en 1989). Il se composait principalement d'obligations (à hauteur de 64 %) et d'actions (27 % des encours) et, dans une moindre mesure, de bons du Trésor (5 %) et de titres d'OPCVM (5 % également).

La progression (85,2 milliards de francs) résulte de la combinaison :

- des flux d'achats de titres étrangers par les résidents, à hauteur de 79,4 milliards de francs <sup>1</sup> ;
- et, pour le complément, d'une augmentation globale de la valeur des portefeuilles liée à la bonne tenue des marchés étrangers de long terme et actions, en partie compensée par la dépréciation de trois des principales devises de libellé des titres étrangers (le dollar, la livre sterling et le yen <sup>2</sup>).

<b>TITRES ÉTRANGERS DÉTENUS PAR LES RÉSIDENTS</b>		
	1994	1995
Encours des titres étrangers détenus au début de la période.....	767,6	817,9
Achats nets des résidents au cours de la période.....	136,7	79,4
Incidence des variations des cours de change et de bourse et des divers ajustements.....	- 86,4	5,8
Encours des titres étrangers détenus à la fin de la période.....	817,9	903,1
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10		
Mise à jour le 14 février 1997		

### ***2.2. Des titres essentiellement détenus par les agents financiers et principalement libellés en devises***

Les détenteurs français des titres étrangers pris dans leur ensemble sont essentiellement des agents financiers. Toutefois, on observe des taux de détention très contrastés selon les différentes catégories d'instruments :

- le secteur bancaire détient pour compte propre 51,7 % du portefeuille de titres étrangers (91 % des bons du Trésor étrangers, 65 % des obligations étrangères, mais seulement 32 % des titres d'OPCVM étrangers et 19 % des actions étrangères) ;

- les investisseurs institutionnels (entreprises d'assurances, caisses de retraite) et les OPCVM détiennent près de 30 % du total (38 % des actions étrangères, 29 % des obligations étrangères, 23 % des titres d'OPCVM étrangers et 7 % des bons du Trésor étrangers) ;

- les agents non financiers (ménages, entreprises, administrations) ont en compte-titres 18 % du portefeuille (45 % des titres d'OPCVM étrangers, 43 % des actions étrangères, mais seulement 6 % des obligations étrangères et 2 % des bons du Trésor étrangers).

Comme les années précédentes, la part des agents non financiers enregistre un léger recul (– 1,6 point) au profit des agents financiers.

Les titres étrangers détenus par les résidents sont majoritairement libellés en devises (à hauteur de 77 % du portefeuille, pourcentage inchangé par rapport à 1994).

### ***2.3. Les secteurs émetteurs***

La part des titres émis par les autorités monétaires et les administrations publiques étrangères dans le portefeuille des résidents (42,8 %) recule de 3,6 points au profit de celle des titres du secteur bancaire (10,6 %), la part des titres des autres secteurs (46,6 %) étant pratiquement inchangée.

<sup>1</sup> Chiffres révisés des flux de balance des paiements

<sup>2</sup> Représentant environ 17 % du portefeuille des résidents en titres étrangers ; pour mémoire, les titres libellés en francs (essentiellement des euro-obligations) en représentent 23 %.

#### 2.4. La concentration géographique

Le portefeuille des résidents en titres étrangers demeure orienté sur la zone OCDE (86 % du total). Il se concentre sur quelques pays, en particulier sur les États-Unis (12,6 %) et l'Allemagne (14,4 %) ; l'addition de ces deux pays et de six autres (le Royaume-Uni, l'Italie, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Espagne et le Japon) représente près des deux tiers des encours.

La part des titres étrangers originaires d'un pays membre de l'Union européenne ressort à 60,9 %.

### 3. Portefeuille des non-résidents en titres français

(cf. annexe 2)

#### 3.1. Augmentation de la valeur du portefeuille

Le portefeuille des non-résidents en titres français, qui s'était contracté de 12 % (soit de 258 milliards de francs) en 1994, a enregistré une augmentation de 5,2 %, pour atteindre 1 999,3 milliards de francs (+ 98,9 milliards). Il convient de rappeler que, de 1989 à 1993, le portefeuille de titres français des non-résidents s'est accru, en moyenne, de 25 % par an.

Il est demeuré stable dans sa composante obligataire, la revalorisation des stocks induite par la baisse des taux longs étant compensée par des ventes qui se sont élevées en 1995 à 27 milliards de francs. En revanche, il s'est renforcé en actions (+ 8,4 %) et surtout en bons du Trésor (+ 25 %), essentiellement en raison d'achats nets de la part des non-résidents et, dans une moindre mesure, sous l'effet de la baisse des taux à court terme (les bons du Trésor à 3 mois ayant gagné entre 3 % et 4 %).

TITRES FRANÇAIS DÉTENUS PAR LES NON-RÉSIDENTS		
	1994	1995
Encours des titres français détenus au début de la période.....	2158,5	1 900,4
Achats nets des non-résidents au cours de la période.....	- 171,3	54,7
Incidence des variations des cours de change et de bourse et des divers ajustements.....	- 86,8	44,2
Encours des titres français détenus à la fin de la période.....	1900,4	1 999,3
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 11 Mise à jour le 14 février 1997		

#### 3.2. Stabilité dans la composition du portefeuille

La composition du portefeuille demeure globalement inchangée d'une année à l'autre :

– les valeurs libellées en francs représentent 67 % du portefeuille des non-résidents en titres français (contre 68 % un an auparavant) ;

– les obligations constituent de loin le principal poste du portefeuille (58 %, contre 61 % en 1994), devant les actions (27 %, inchangé) et les bons du Trésor (12,5 %, contre 10,5 % il y a un an) ;

– au sein du portefeuille obligataire, la part des obligations émises sur le marché domestique a diminué (24,9 %, contre 26,5 % en 1994), l'encours d'OAT détenues par les non-résidents s'inscrivant en léger retrait, alors que celle des obligations en eurofranc est stable (à 21,8 %). La part des obligations libellées en dollar fléchit un peu (13,9 %, contre 14,8 % en 1994), celle des obligations en écu se maintient à 12,7 % ; quoique, encore assez faible, la part des obligations libellées en deutschemark progresse sensiblement (5,2 %, contre 3,3 % en 1994) ;

– la répartition selon le secteur émetteur entre autorités monétaires et administrations publiques (29 %), secteur bancaire (32 %) et autres secteurs <sup>1</sup> (39 %) n'a quasiment pas été modifiée.

Les non-résidents ont globalement conforté leur position sur l'ensemble des titres de la dette publique française (+ 9 %), tout en poursuivant certaines réorientations engagées l'année précédente ; ils ont ainsi procédé à de nouvelles ventes nettes d'OAT qui ont été plus que compensées par des achats nets de bons du Trésor, les investisseurs développant des arbitrages sur la courbe des taux caractérisés par des anticipations de baisse plus fortes sur le court terme que sur le long terme.

Toutefois, compte tenu d'un accroissement de 22 % de l'encours de la dette publique, la part détenue par les non-résidents a fléchi, pour atteindre 18,7 % (contre 20,5 % à fin 1994), le taux de détention des obligations d'État atteignant 16,0 % (contre 19,8 % en 1994), alors que le taux de détention des bons du Trésor (BTF et BTAN) remontait à 23,6 % (contre 21,8 % un an auparavant).

#### 4. Nouvelle inflexion de la tendance en 1996

Selon de premières estimations, l'année 1996 a été caractérisée par un accroissement très substantiel des avoirs des résidents en titres étrangers : les flux d'achats nets de titres de toute nature se sont élevés à plus de 200 milliards de francs <sup>2</sup> ; en outre, la forte progression de la plupart des indices boursiers — excepté à la Bourse de Tokyo —, l'appréciation, dans l'ensemble, des principales monnaies d'expression des titres étrangers libellés en devises — en particulier du dollar et de la livre sterling, la baisse du yen et celle du franc suisse ayant une incidence moindre — et la baisse des taux d'intérêt à long terme (sauf pour les titres en dollar) ont concouru à une revalorisation sensible des portefeuilles.

À l'inverse, malgré une appréciation de la valeur des encours détenus, due à la progression des marchés obligataires et des actions, les engagements envers l'extérieur se sont réduits : les flux de ventes nettes de titres français par les non-résidents ont atteint, de janvier à novembre 1996, environ 70 milliards de francs <sup>6</sup>, les ventes nettes d'obligations françaises (de l'ordre de 100 milliards de francs) et de bons du Trésor (pour environ 30 milliards de francs) n'étant que partiellement compensées par des achats nets d'actions françaises (d'un montant légèrement supérieur à 50 milliards).

Au total, le solde débiteur de la position-titres de la France se serait sensiblement réduit en 1996 pour revenir à un niveau probablement inférieur à 1 000 milliards de francs.

<sup>1</sup> Essentiellement des entreprises industrielles et commerciales

<sup>2</sup> Coupons courus exclus

## ANNEXE 1

## PORTEFEUILLE DES RÉSIDENTS EN TITRES ÉTRANGERS

Tableau 1

<b>RÉPARTITION PAR SECTEUR ÉMETTEUR NON RÉSIDENT DES TITRES ÉTRANGERS DÉTENUS PAR DES RÉSIDENTS</b>						
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
Secteurs émetteurs non résidents	31 décembre 1993		31 décembre 1994		31 décembre 1995	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
Autorités monétaires et administrations publiques.....	345,9	45,1	379,2	46,4	392,0	42,8
Secteur bancaire.....	53,7	7,0	60,5	7,4	94,8	10,6
Autres secteurs (entreprises, compagnies d'assurance.....)	368,0	47,9	378,2	46,2	416,3	46,6
<b>Total.....</b>	<b>767,6</b>	<b>100,0</b>	<b>817,9</b>	<b>100,0</b>	<b>903,1</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10 Mise à jour le 14 février 1997						

Tableau 2

<b>RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES ÉTRANGERS PAR CATÉGORIE DE DÉTENTEURS RÉSIDENTS</b>						
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
	31 décembre 1993		31 décembre 1994		31 décembre 1995	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
<b>Agents non financiers.....</b>	<b>234,9</b>	<b>30,6</b>	<b>235,1</b>	<b>28,7</b>	<b>259,9</b>	<b>28,8</b>
Ménages.....	96,0	12,5	89,5	10,9	94,7	10,5
Sociétés.....	48,2	6,3	42,8	5,2	37,0	4,1
Assurances et caisses de retraite.....	60,7	7,9	74,3	9,1	97,3	10,8
Autres détenteurs (administrations, collectivités locales).....	30,0	3,9	28,5	3,5	30,9	3,4
<b>Agents financiers.....</b>	<b>532,7</b>	<b>69,4</b>	<b>582,8</b>	<b>71,3</b>	<b>642,2</b>	<b>71,2</b>
Secteur bancaire (portefeuille propre).....	386,4	50,3	421,3	51,5	466,7	51,7
OPCVM.....	146,3	19,1	161,5	19,8	175,5	19,5
<b>Total.....</b>	<b>767,6</b>	<b>100,0</b>	<b>817,9</b>	<b>100,0</b>	<b>903,1</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10 Mise à jour le 14 février 1997						



## ANNEXE 1 (suite)

Tableau 3

<b>RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DE TITRES ÉTRANGERS PAR CATÉGORIE D'INSTRUMENTS ET DE DÉTENTEURS RÉSIDENTS</b>						
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
	31 décembre 1993		31 décembre 1994		31 décembre 1995	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
<b>ACTIONS</b>						
<b>Agents non financiers.....</b>	<b>144,4</b>	<b>55,5</b>	<b>123,5</b>	<b>50,0</b>	<b>121,0</b>	<b>49,2</b>
Ménages.....	71,9	27,6	67,1	27,2	66,5	27,0
Sociétés.....	36,6	14,1	28,2	11,4	26,8	10,9
Assurances et caisses de retraite.....	18,0	6,9	12,9	5,2	13,9	5,7
Autres détenteurs.....	17,9	6,9	15,3	6,2	13,8	5,6
<b>Agents financiers.....</b>	<b>115,8</b>	<b>44,5</b>	<b>123,6</b>	<b>50,0</b>	<b>124,9</b>	<b>50,8</b>
Banques (portefeuille propre).....	34,7	13,3	33,5	13,5	36,4	14,8
Autres intermédiaires financiers.....	11,7	4,5	11,0	4,5	9,6	3,9
OPCVM.....	69,4	26,7	79,1	32,0	78,9	32,1
<b>Total des actions.....</b>	<b>260,2</b>	<b>100,0</b>	<b>247,1</b>	<b>100,0</b>	<b>245,9</b>	<b>100,0</b>
<b>TITRES D'OPCVM</b>						
<b>Agents non financiers.....</b>	<b>24,6</b>	<b>54,1</b>	<b>24,8</b>	<b>56,6</b>	<b>20,5</b>	<b>53,9</b>
Ménages.....	14,1	31,0	16,0	36,5	12,8	33,7
Sociétés.....	5,3	11,7	4,1	9,4	3,0	7,9
Assurances et caisses de retraite.....	3,1	6,8	2,8	6,4	3,4	8,9
Autres détenteurs.....	2,1	4,6	1,9	4,3	1,3	3,4
<b>Agents financiers.....</b>	<b>20,9</b>	<b>45,9</b>	<b>19,0</b>	<b>43,4</b>	<b>17,5</b>	<b>46,1</b>
Banques (portefeuille propre).....	13,3	29,2	10,3	23,5	10,1	26,6
Autres intermédiaires financiers.....	4,4	9,7	2,8	6,4	2,2	5,8
OPCVM.....	3,2	7,0	5,9	13,5	5,2	13,7
<b>Total des titres d'OPCVM.....</b>	<b>45,5</b>	<b>100,0</b>	<b>43,8</b>	<b>100,0</b>	<b>38,0</b>	<b>100,0</b>
<b>OBLIGATIONS</b>						
<b>Agents non financiers.....</b>	<b>63,6</b>	<b>15,3</b>	<b>93,8</b>	<b>19,2</b>	<b>117,0</b>	<b>20,3</b>
Ménages.....	9,9	2,4	6,4	1,3	14,8	2,5
Sociétés.....	5,7	1,4	11,2	2,3	7,2	1,3
Assurances et caisses de retraite.....	38,4	9,2	65,3	13,4	79,6	13,8
Autres détenteurs.....	9,6	2,3	10,9	2,2	15,4	2,7
<b>Agents financiers.....</b>	<b>351,8</b>	<b>84,7</b>	<b>394,0</b>	<b>80,8</b>	<b>459,0</b>	<b>79,7</b>
Banques (portefeuille propre).....	268,4	64,6	302,3	62,0	355,1	61,7
Autres intermédiaires financiers.....	16,6	4,0	16,2	3,3	18,9	3,3
OPCVM.....	66,8	16,1	75,5	15,5	85,0	14,8
<b>Total des obligations.....</b>	<b>415,4</b>	<b>100,0</b>	<b>487,8</b>	<b>100,0</b>	<b>576,0</b>	<b>100,0</b>
<b>BONS DU TRÉSOR</b>						
<b>Agents non financiers.....</b>	<b>2,2</b>	<b>4,7</b>	<b>1,5</b>	<b>3,0</b>	<b>1,3</b>	<b>3,0</b>
Ménages.....	0,2	0,5	–	–	0,5	1,2
Sociétés.....	0,5	0,9	0,4	0,8	0,1	0,2
Assurances et caisses de retraite.....	1,2	2,6	0,7	1,4	0,4	0,9
Autres détenteurs.....	0,3	0,7	0,4	0,8	0,3	0,7
<b>Agents financiers.....</b>	<b>44,3</b>	<b>95,3</b>	<b>48,6</b>	<b>97,0</b>	<b>41,9</b>	<b>96,8</b>
Banques (portefeuille propre).....	37,1	79,9	45,0	89,8	39,4	91,0
Autres intermédiaires financiers.....	0,3	0,6	0,2	0,4	0,1	0,2
OPCVM.....	6,9	14,8	3,4	6,8	2,4	5,5
<b>Total des bons du Trésor.....</b>	<b>46,5</b>	<b>100,0</b>	<b>50,1</b>	<b>100,0</b>	<b>43,2</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France						
Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 11						
Mise à jour le 14 février 1997						

Tableau 4

RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DU PORTEFEUILLE DES TITRES ÉTRANGERS AU 31 DÉCEMBRE 1995										
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>										
	Actions		Titres d'OPCVM		Obligations		Bons du Trésor		Total du portefeuille	
	Montant	Part (a)	Montant	Part (a)	Montant	Part (a)	Montant	Part (a)	Montant	Part (b)
Quinze premiers pays ou organismes internationaux										
1. Allemagne.....	19,7	8,0	0,2	0,5	109,7	19,0	–	–	129,6	14,4
2. États-Unis.....	45,3	18,4	0,1	0,3	60,1	10,4	8,0	18,5	113,5	12,6
3. Royaume-Uni..	20,3	8,3	2,7	7,1	48,4	8,4	0,3	0,7	71,7	7,9
4. Pays-Bas.....	26,5	10,8	–	–	31,7	5,5	–	–	58,2	6,4
5. Italie.....	8,2	3,3	–	–	25,2	4,4	19,3	44,7	52,7	5,8
6. Espagne.....	5,2	2,1	–	–	37,2	6,5	9,6	22,2	52,0	5,8
7. Japon.....	30,2	12,3	–	–	16,4	2,8	0,7	1,6	47,2	5,2
8. Luxembourg....	5,8	2,4	34,3	90,3	2,9	0,5	–	–	43,0	4,8
9. BEL.....	–	–	–	–	39,8	6,9	–	–	39,8	4,4
10. Antilles néerlandaises...	8,2	3,3	0,3	0,8	22,3	3,9	–	–	30,8	3,4
11. Suisse.....	22,9	9,3	–	–	6,2	1,1	–	–	29,1	3,2
12. Canada.....	6,3	2,6	–	–	19,0	3,3	–	–	25,3	2,8
13. Belgique.....	8,0	3,3	–	–	15,6	2,7	0,7	1,6	24,3	2,7
14. Suède.....	3,0	1,2	–	–	16,7	2,9	0,2	0,5	19,9	2,2
15. Mexique.....	4,7	1,9	–	–	11,6	2,0	–	–	16,3	1,8
Principales zones géographiques										
OCDE										
<b>dont : Union européenne.</b>	<b>100,3</b>	<b>40,8</b>	<b>37,4</b>	<b>98,4</b>	<b>379,8</b>	<b>65,9</b>	<b>32,0</b>	<b>74,1</b>	<b>549,5</b>	<b>60,9</b>
Autres.....	109,2	44,4	0,1	0,3	108,0	18,8	8,7	20,1	226,0	25,0
Pays hors OCDE....	35,3	14,4	0,5	1,3	78,4	13,6	2,5	5,8	116,7	12,9
Organismes internationaux.....	1,1	0,4	–	–	9,8	1,7	–	–	10,9	1,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>245,9</b>	<b>100,0</b>	<b>38,0</b>	<b>100,0</b>	<b>576,0</b>	<b>100,0</b>	<b>43,2</b>	<b>100,0</b>	<b>903,1</b>	<b>100,0</b>
(a) En pourcentage des encours de cette catégorie de titres sur le pays émetteur										
(b) En pourcentage sur le pays émetteur										
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10 Mise à jour le 14 février 1997										

## PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS EN TITRES FRANÇAIS

Tableau 1

RÉPARTITION DU PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS PAR CATÉGORIES DE TITRES ET SELON LE SECTEUR FRANÇAIS ÉMETTEUR						
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>						
	Actions	Obligations	Bons du Trésor	Titres d'OPCVM (a)	Total	
					Montant	Part
<b>SECTEUR ÉMETTEUR RÉSIDENT AU 31 DÉCEMBRE 1994</b>						
Autorités monétaires et administrations publique....	–	930,2	200,0	–	530,2	27,9
Secteur bancaire.....	58,6	575,2	–	–	633,8	33,4
Autres secteurs (entreprises compagnies d'assurance.....)	448,1	248,2	–	40,1	736,4	38,7
<b>Total .....</b>	<b>506,7</b>	<b>1 153,6</b>	<b>200,0</b>	<b>40,1</b>	<b>1 900,4</b>	<b>100,0</b>
<b>SECTEUR ÉMETTEUR RÉSIDENT AU 31 DÉCEMBRE 1995</b>						
Autorités monétaires et administrations publique ...	–	327,9	250,6	–	578,5	28,9
Secteur bancaire.....	61,8	571,9	–	–	633,7	31,7
Autres secteurs (entreprises compagnies d'assurance.....)	487,2	256,1	–	43,8	787,1	39,4
<b>Total .....</b>	<b>549,0</b>	<b>1 155,9</b>	<b>250,6</b>	<b>43,8</b>	<b>1 999,3</b>	<b>100,0</b>
(a) Par convention, les OPCVM ont été rattachés aux autres secteurs.						
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 11						
					Mise à jour le 14 février 1997	

Tableau 2

RÉPARTITION DES OBLIGATIONS (TOUS SECTEURS ÉMETTEURS) DÉTENUES PAR LES NON-RÉSIDENTS SELON LA MONNAIE DU NOMINAL			
<i>(montant en milliards de francs – part en pourcentage)</i>			
	31 décembre 1994		31 décembre 1995
	Montant	Montant	Part
<b>Francs.....</b>	<b>558,4</b>	<b>539,4</b>	<b>46,7</b>
Franc intérieur .....	305,6	287,6	24,9
Eurofranc .....	252,8	251,8	21,8
<b>Devises.....</b>	<b>595,2</b>	<b>616,5</b>	<b>53,3</b>
dont : Dollar des États-Unis .....	171,0	161,2	13,9
Écu .....	143,7	147,0	12,7
Franc suisse .....	61,7	71,3	6,2
Yen .....	65,2	60,9	5,3
Deutschemark.....	38,1	60,3	5,2
Franc belge.....	26,3	31,2	2,7
Dollar canadien .....	26,7	24,7	2,1
Livre sterling .....	23,8	21,1	1,8
<b>Total .....</b>	<b>1 153,6</b>	<b>1 155,9</b>	<b>100,0</b>
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 11			
			Mise à jour le 14 février 1997

## ANNEXE 2 (suite)

Tableau 3

<b>ENCOURS DE LA DETTE PUBLIQUE NÉGOCIABLE DÉTENUE PAR LES NON-RÉSIDENTS</b>				
<i>(en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>				
	31 décembre 1993	31 décembre 1994	31 décembre 1995	Variations 1995/1994
<b>Encours global (a).....</b>	<b>2 423,0</b>	<b>2 532,9</b>	<b>3 032,0</b>	<b>19,7</b>
Obligations d'État.....	1 641,0	1 606,6	1 969,0	22,6
Bons du Trésor (d).....	782,0	926,3	1 063,0	14,8
<b>Encours des non-résidents.....</b>	<b>795,0</b>	<b>520,2</b>	<b>566,6</b>	<b>8,9</b>
Obligations d'État (b) (c).....	529,7	320,2	316,0	- 1,3
Bons du Trésor (c) (d).....	265,3	200,0	250,6	25,3

(a) Source TOF  
 (b) Alors que l'encours d'OAT constituait, au 31 décembre 1995, 93 % de l'encours global d'obligations d'État, les OAT représentaient 99 % des obligations d'État détenues par les non-résidents.  
 (c) Ce montant inclut les titres conservés chez Cedel et Euroclear.  
 (d) BTF et BTAN – Source Saturne

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10 Mise à jour le 14 février 1997

Tableau 4

<b>POURCENTAGE DE LA DETTE PUBLIQUE FRANÇAISE DÉTENUE PAR LES NON-RÉSIDENTS DE LA FIN DE 1987 À LA FIN DE 1995</b>								
	Décembre 1988	Décembre 1989	Décembre 1990	Décembre 1991	Décembre 1992	Décembre 1993	Décembre 1994	Décembre 1995
<b>Total de la dette publique.....</b>	<b>4,0</b>	<b>13,8</b>	<b>25,5</b>	<b>29,4</b>	<b>33,1</b>	<b>32,8</b>	<b>20,5</b>	<b>18,7</b>
Obligations d'État (a).....	2,8	14,0	25,8	28,4	33,6	32,3	19,9	16,1
Bons du Trésor (b).....	6,1	13,4	25,0	31,2	32,4	33,9	21,6	23,6

(a) Rapportées au total des obligations émises  
 (b) Rapportés au total des bons du Trésor émis (BTF et BTAN)

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction de la Balance des paiements – SIPEX – Tél. : 01 42 92 52 10 Mise à jour le 14 février 1997

## NOTE MÉTHODOLOGIQUE

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

### **1. Titres recensés**

Tous les titres sont recensés à l'exception :

- des titres étrangers inclus dans les avoirs de réserve ;
- des titres français et étrangers qui ne peuvent être cédés qu'avec l'accord de l'émetteur ;
- des titres français et étrangers de créances négociables <sup>1</sup> (certificats de dépôt, « *commercial paper* »...), à l'exception des bons du Trésor qui sont inclus dans le recensement ;
- des titres français et étrangers représentatifs d'investissements directs ;
- des titres étrangers conservés directement à l'étranger par les agents économiques n'appartenant pas au secteur bancaire ;
- des titres français détenus directement à l'étranger par les non-résidents (à l'exception des bons du Trésor français et des obligations françaises émises sur les marchés internationaux de capitaux).

### **2. Valorisation des portefeuilles**

#### **2.1. Portefeuille des résidents**

##### *2.1.1. Portefeuille de la clientèle résidente*

Il est valorisé :

- aux cours de bourse (coupons courus inclus) du jour d'arrêté de la position-titres (31 décembre 1993, 1994 et 1995) pour les titres cotés ;
- aux cours retenus par les banques pour l'évaluation annuelle du portefeuille de leur clientèle pour les titres non cotés.

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

**ANNEXE 3 (suite)****2.1.2. Portefeuille propre des banques**

Il est évalué selon les règles établies par la Commission bancaire (règlement n° 90-01 du 23 février 1990 modifié par le règlement n° 95-04 du 21 juillet 1995) qui sont mentionnées pour mémoire ci-après :

- les titres de transaction (qui supposent une intention de revente dans un délai de six mois) sont évalués aux cours du marché ;
- les titres de placement, acquis avec un objectif de détention supérieur à six mois, sont évalués à leurs cours d'acquisition ;
- les titres d'investissement, acquis avec l'intention de les détenir de façon durable, en principe jusqu'à l'échéance, sont évalués à leur cours d'acquisition.

**2.2. Portefeuille des non-résidents**

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

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

Les titres faisant l'objet de cessions temporaires sous le régime de la pension livrée sont juridiquement acquis en pleine propriété par les cessionnaires.

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

Les titres concernés font donc l'objet d'un retraitement, afin de ne pas être pris en compte dans le bilan du cessionnaire.

# ADJUDICATIONS DE VALEURS DU TRÉSOR BILAN DE L'ANNÉE 1996

L'année 1996 a été caractérisée par une baisse notable et sensible de l'ensemble des taux à l'émission, confirmant la tendance observée en 1995.

L'État a continué à bénéficier de conditions d'emprunt qui sont allées en s'améliorant au cours de l'année, dans un contexte de volumes stables d'émission (soit, au total et en nominal, 1 535 milliards de francs d'émissions, contre 1 600 milliards en 1995). L'ensemble des émissions a rencontré un vif succès, chacune des lignes adjudgées étant très largement couverte par le montant total des soumissions.

---

*Direction des Titres*

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

■ La présente étude examine les dispositions nouvelles prises par la direction du Trésor et les calendriers indicatifs d'émission.

■ Elle récapitule les autres interventions sur la structure de la dette publique réalisée à l'initiative de la direction du Trésor.

■ Elle dresse un bilan statistique des adjudications organisées par la Banque de France.

## 1. Dispositions nouvelles prises par la direction du Trésor

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

En janvier 1996, le comité de sélection a nommé deux nouveaux CVT : ABN Amro Finance SA et la C<sup>ie</sup> Financière de BZW ont rejoint la banque Lehman Brothers SA et Merrill Lynch Finance SA qui avaient été admis respectivement en janvier et novembre 1995. Un remaniement des deux listes SVT et CVT a été opéré fin février 1996, avec la nomination de Lehman et Merrill en qualité de SVT, portant ainsi le nombre des SVT à vingt et ramenant celui des CVT à deux.

À compter de septembre, le statut de SVT de la CDC a été transféré à CDC Marchés.

### 1.2. Modification du calendrier des adjudications en écus

Afin de développer le marché de l'écu, l'État a modifié la périodicité des adjudications de valeurs du Trésor (BTAN et OAT) en écus qui, de bimestrielles, sont devenues mensuelles à compter du 11 janvier 1996.

À compter de l'adjudication de février 1996, le pas de saisie du prix des BTAN en écus a été ramené de 0,02 % à 0,01 %, pour s'aligner sur celui des BTAN en francs, celui des OAT demeurant inchangé (à 0,02 %).

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

Au début de chaque période de référence (année, semestre ou trimestre), l'État publie un calendrier d'émission des valeurs du Trésor par catégorie de titres. Toutefois, ce programme n'a qu'un caractère indicatif.

### 2.1. Émissions d'OAT

La direction du Trésor établit annuellement le calendrier des adjudications d'OAT qui interviennent le premier jeudi de chaque mois et portent sur au moins 1 milliard de francs pour chaque ligne. En 1996, elle avait prévu d'émettre un montant global de l'ordre de 270 milliards de francs sur les lignes suivantes :

– une tranche à taux fixe d'échéance 10 ans, au choix l'OAT 7,25 % avril 2006 déjà existante ou une OAT à créer d'échéance 2006 ou 2007 ;

– si les conditions du marché s'y prêtaient, l'OAT 6 % octobre 2025 ou d'autres lignes à taux fixe ou variable, existantes ou à créer.

### 2.2. Émissions de bons du Trésor

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

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

– semestriellement, pour les bons à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN) à 2 ans ou 5 ans, dont les adjudications ont lieu le troisième jeudi de chaque mois. Il était prévu d'adjudger au moins 1 milliard de francs sur au moins une ligne de bons à 2 ans ou 5 ans et pour un montant global de l'ordre de 250 milliards de francs.



Pour le premier semestre 1996, la direction du Trésor a annoncé l'émission de deux nouvelles lignes, l'une à 5 ans d'échéance 12 mars 2001, au taux de 5,75 %, dès janvier, l'autre à 2 ans, d'échéance 12 octobre 1998, de coupon à déterminer, à créer en juin. Les adjudications de janvier et de juin n'ont porté que sur une seule ligne afin de leur donner d'entrée une bonne liquidité.

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

La direction du Trésor a annoncé que les adjudications d'OAT ou de bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels (BTAN) en écus auraient lieu chaque deuxième jeudi du mois à partir de janvier, pour un montant minimum de 100 millions d'écus.

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

### **2.4. Autres opérations**

L'État se réservait la possibilité de procéder, par appels d'offres ou par syndication, à des opérations d'échange ou de rachat de titres ainsi qu'à des échanges de devises ou de taux d'intérêt. Il pouvait notamment procéder à des rachats ou à des échanges de titres en francs ou en écus afin de gérer l'échéancier des remboursements pour 1997.

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

## **3. Bilan statistique des adjudications organisées par la Banque de France en 1996**

### **3.1. Adjudications d'obligations assimilables du Trésor**

Les tableaux figurant en annexes 1, 2, 3 et 4 récapitulent les principaux éléments statistiques concernant les adjudications d'OAT réalisées en 1996. Leur examen appelle les commentaires suivants.

#### **3.1.1. Les émissions par adjudication ont porté sur 9 lignes d'OAT**

(6 en francs dont 1 à taux variable et 3 en écus)

– Une ligne à 10 ans adjugée chaque mois et constituant la ligne de référence : au premier trimestre, il s'agissait de l'OAT 7,25 % avril 2006, émise pour la première fois en 1995, remplacée, d'avril à décembre, par une échéance nouvelle, l'OAT 6,50 % octobre 2006.

– Une ligne à 8 ans : l'OAT 8,25 % février 2004, créée en 1989 et adjugée 3 fois en 1996, en septembre, novembre et décembre ; la précédente adjudication de cette échéance remontait à avril 1994.

– Une ligne à 12 ans : l'OAT 8,50 % octobre 2008, émise une seule fois au cours de l'exercice, en janvier.

– Une nouvelle ligne à 15 ans : l'OAT 6,50 % avril 2011, émise de février à avril, puis en août et octobre.

– Une ligne à taux variable : l'OAT TEC 10 octobre 2006, adjugée chaque mois de mai à décembre, à l'exception du mois d'août.

De janvier à août, les adjudications ont porté sur deux lignes, tandis que l'État émettait sur trois lignes de septembre à décembre.

Par ailleurs, la direction du Trésor a adjudiqué trois lignes d'OAT en écus en 1996 :

– une échéance à 10 ans : l'OAT 7,50 % avril 2005, créée en 1995 et adjudiquée de février à avril, remplacée par une nouvelle ligne, l'OAT 7 % avril 2006, adjudiquée de mai à décembre ;

– l'OAT 6 % avril 2004, créée en 1993, émise en novembre en complément de l'OAT à 10 ans.

### **3.1.2. La direction du Trésor a placé un montant nominal sensiblement égal à celui de l'année précédente pour les OAT en francs**

Le montant total des OAT en francs émis par voie d'adjudication a atteint, en 1996, 237,4 milliards de francs (contre 238,2 milliards en 1995 et 258 milliards en 1994). Sur ce total, 217,6 milliards ont été attribués après dépouillement des soumissions compétitives, lesquelles ont été servies à hauteur de 41,4 % en moyenne (contre 52,1 % en 1995 et 46,5 % en 1994) et 19,8 milliards au titre des offres non compétitives (ONC).

Les ONC ont représenté 8,3 % du montant total adjudiqué, réparties entre les offres d'avant séance (2,6 %) et les offres postérieures à la séance (5,7 %).

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

– 8,25 % février 2004 :	13,1 milliards ;
– 7,25 % avril 2006 :	54,6 milliards ;
– 6,50 % octobre 2006 :	88,5 milliards ;
– TEC 10 octobre 2006 :	54 milliards ;
– 8,50 % octobre 2008 :	3,5 milliards ;
– 6,50 % avril 2011 :	23,7 milliards.

Les graphiques en annexes 5 et 6 retracent l'évolution des montants nominaux adjudiqués mensuellement au cours de l'année 1996 en francs et en écus.

Les montants émis sur les deux lignes de référence à taux fixe en francs et à échéance 10 ans représentent 60,3 % des émissions globales de l'année, soit 143,1 milliards de francs (contre 81,4 % en 1995). Toutefois, si l'on tient compte de l'OAT TEC 10, le montant total adjudiqué sur les échéances à 10 ans s'élève à 197,1 milliards de francs, soit 83 % du montant nominal adjudiqué.

En outre, la direction du Trésor a émis, par adjudication, 3,73 milliards d'OAT en écus, soit l'équivalent de 24,3 milliards de francs (contre 2,23 milliards d'écus en 1995 et 1,46 milliard d'écus en 1994) dont la répartition est la suivante :

– 6 % avril 2004 :	0,18 milliard d'écus ;
– 7,50 % avril 2005 :	0,67 milliard d'écus ;
– 7 % avril 2006 :	2,88 milliards d'écus.

Les soumissions compétitives ont été servies à hauteur de 29 % en moyenne. Les ONC ont représenté 14,1 % du montant global émis.

En définitive, le montant nominal émis par voie d'adjudication en francs et en écus s'est donc élevé à l'équivalent de 261,7 milliards de francs, contre 252,2 milliards en 1995 (+ 3,8 %) et 267,5 milliards en 1994 (– 2,2 %).

### **3.1.3. Les adjudications d'OAT en francs et en écus ont procuré au Trésor un montant équivalent à 277,4 milliards de francs**

Au prix de cession des titres libellés en francs (243,7 milliards), s'est ajouté le montant des coupons courus dus par les adjudicataires (8,4 milliards).

Pour les OAT en écus, le prix de cession s'est élevé à 3,8 milliards d'écus (24,7 milliards de francs) et le montant des coupons à 0,1 milliard d'écus (0,6 milliard de francs), soit un total de 3,9 milliards d'écus équivalant à 25,3 milliards de francs.

Le montant hors coupons courus des OAT émises par adjudication s'établit donc à 268,4 milliards de francs. Si l'on ajoute les 14,7 milliards de francs correspondant au règlement des émissions d'OAT placées auprès des particuliers et les 17,9 milliards provenant du règlement des OAT TEC 10 émises par syndication, et que l'on déduit les rachats d'emprunts à échéance 1997, dont le montant s'élève à 16 milliards de francs (cf. 4.4.), le montant obtenu est de 285 milliards de francs.

Après déduction des remboursements d'OAT et d'emprunts d'État, dont le montant s'élève à 32,3 milliards de francs, le solde des opérations pour l'exercice s'établit à 252,7 milliards.

### **3.1.4. Les volumes les plus importants ont été émis en début d'exercice**

La détente des taux engagée en 1995 s'est poursuivie en 1996. Après une relative stabilité au cours des trois premiers trimestres (entre 6,8 % et 6,4 % pour l'échéance à 10 ans), les taux ont connu une nouvelle baisse, autour de 100 points de base d'octobre à décembre.

Comme l'année précédente, la moyenne mensuelle des montants adjugés s'est élevée à 20 milliards de francs, ONC incluses, alors que la moyenne des milieux de fourchettes annoncées s'est située autour de 18 milliards de francs. Les volumes les plus importants ont été levés de janvier à avril (de 22 milliards de francs à plus de 24 milliards par séance), et ont été ramenés ensuite entre 16,5 milliards et 18 milliards, exception faite des mois de septembre à novembre où ils atteignaient 20 milliards par adjudication.

La moyenne des milieux de fourchette des émissions en écus, BTAN et OAT confondus, s'est élevée à 450 millions d'écus. Les montants d'OAT les plus élevés ont été adjugés en mai (771 millions d'écus), lors de l'émission de la nouvelle ligne d'OAT à 10 ans. Le montant nominal global des OAT en écus adjugées en 1996 a atteint 3,734 milliards d'écus, contre 2,228 milliards en 1995 (+ 68 %), les offres non compétitives représentant 14 % des émissions.

Sur les 6,216 milliards d'écus adjugés au total, les OAT représentent 60,0 % et les BTAN 40,0 %, contre, respectivement, 62,2 % et 37,8 % en 1995.

Les taux de rendement des OAT libellées en écus s'inscrivent dans la même courbe descendante que les OAT en francs (cf. annexes 7 et 8) et se situent environ à 50 points de base au-dessus de ces dernières.

## **3.2. Adjudications de bons du Trésor**

Les tableaux en annexes 9, 10 et 11 récapitulent les principaux éléments statistiques concernant les adjudications de bons du Trésor. Leur examen appelle les remarques suivantes.

### **3.2.1. La direction du Trésor a respecté le calendrier annoncé**

#### *BTF*

La direction du Trésor a émis chaque semaine des bons à 13 semaines et, en alternance, des bons à 6 mois ou à 1 an. Elle n'a eu recours à l'émission de BTF à très court terme (de 4 semaines à 7 semaines) qu'à six reprises, trois fois à fin mai-début juin, puis début novembre et début décembre.

*BTAN en francs*

La direction du Trésor a procédé chaque mois à l'émission de BTAN à 2 ans et/ou à 5 ans. Comme prévu par le calendrier, deux nouvelles lignes ont été créées, l'une en janvier, d'échéance 12 mars 2001 et de coupon 5,75 %, l'autre en juin, d'échéance 12 octobre 1998 et de coupon à déterminer. De plus, au second semestre, il a été émis une troisième ligne de BTAN à 5 ans, le BTAN 5,50 % octobre 2001.

L'adjudication de janvier n'a porté que sur une seule ligne, le BTAN 5,75 % mars 2001. Il en a été de même en juin lors de la création du BTAN 4,50 % octobre 1998, puis en juillet pour l'adjudication de la nouvelle ligne de BTAN 5,50 % octobre 2001. De février à mai, la ligne d'échéance mars 2001 et celle d'échéance 2 ans 5,75 % mars 1998, adjugée pour la première fois en novembre 1995, ont été émises simultanément. D'août à décembre, les deux lignes d'échéance octobre 1998 et octobre 2001 ont été adjugées chaque mois.

*BTAN en écus*

Deux lignes de BTAN en écus, d'échéance à 5 ans, ont été émises au cours de l'exercice :

- une nouvelle ligne à 5 ans, 6 % mars 2001, adjugée pour la première fois en janvier ;
- une ligne créée en 1994, le BTAN 5 % mars 1999, adjugée en février et en septembre.

Il n'a pas été adjugé de BTAN en écus en mai, juillet, août et novembre 1996.

### **3.2.2. La direction du Trésor a placé par voie d'adjudication un montant nominal global en baisse par rapport à 1995 (– 7 %)**

Le montant total des émissions de bons du Trésor en francs s'est établi à 1 224,6 milliards de francs (contre 1 314,8 milliards en 1995 et 991,7 milliards en 1994) réparti entre les BTF pour 983,1 milliards, soit 80,3 % (contre 82,8 % en 1995 et 75,8 % en 1994) et les BTAN pour 241,5 milliards, soit 19,7 % (contre 17,2 % en 1995 et 24,2 % en 1994).

En ce qui concerne les BTF, la répartition des montants adjugés a été la suivante :

- 4 semaines à 7 semaines : 26 milliards de francs ;
- 13 semaines : 744,4 milliards de francs ;
- 6 mois : 117,2 milliards de francs ;
- 1 an : 95,5 milliards de francs.

Les volumes émis sur les BTF à 6 mois et à 1 an sont en légère baisse par rapport à l'exercice précédent, alors que les BTF à 3 mois enregistrent une hausse de 2,8 %. Par ailleurs, le Trésor a émis 26 milliards de francs à très court terme, contre 145 milliards en 1995.

Les émissions de bons à 13 semaines ont représenté 75,7 % des émissions totales de BTF (contre 66,5 % en 1995).

Les offres compétitives ont été servies à hauteur de 26,5 % en moyenne, pour un montant de 928 milliards de francs, les offres non compétitives s'élevant à 55,1 milliards, dont 4,6 milliards d'ONC avant séance.

Pour les BTAN en francs, la répartition a été la suivante :

– 5,75 % mars 2001 :	69,2 milliards de francs ;
– 5,75 % mars 1998 :	40 milliards de francs ;
– 4,50 % octobre 1998 :	67,8 milliards de francs ;
– 5,50 % octobre 2001 :	64,5 milliards de francs.

Les soumissions retenues au titre des offres compétitives ont été servies à hauteur de 37,9 % en moyenne pour un montant de 213 milliards de francs, les ONC s'élevant à 28,5 milliards, dont 4,3 milliards avant séance, soit 15 % du total des ONC.

Le montant des BTAN en écus émis par adjudication s'est élevé à 2,482 milliards d'écus (soit 16,1 milliards de francs), dont 0,22 milliard d'ONC, et se répartit comme suit :

– 5 % mars 1999 :	0,557 milliard d'écus ;
– 6 % mars 2001 :	1,925 milliard d'écus.

Les soumissions compétitives ont été servies à hauteur de 29,5 % des montants proposés, qui s'élevaient à 7,655 milliards d'écus.

Les graphiques en annexes 12 et 13 retracent l'évolution des montants nominaux adjugés mensuellement au cours de l'année 1996, pour les deux catégories de bons (BTF et BTAN) en francs et en écus.

Les volumes de BTF émis au cours de chacun des trois premiers trimestres se sont situés autour de 270 milliards de francs, avec une légère baisse, à 258 milliards, au deuxième trimestre. En revanche, au quatrième trimestre, on constate une baisse importante des montants émis (184 milliards de francs).

Les milieux de fourchette annoncés pour les BTAN se situent entre 22 milliards de francs et 19 milliards de janvier à mai, pour décroître jusqu'à 14 milliards en août. La courbe des émissions, qui était en baisse régulière jusqu'en août, s'est inversée au dernier trimestre. En ce qui concerne les écus, l'adjudication de janvier représente, à elle seule, le tiers du nominal adjugé au cours de l'exercice.

Les graphiques en annexes 14 et 15 font apparaître, pour les BTAN en francs à échéance 5 ans, l'amorce d'une hausse des taux de rendement en début d'exercice, puis à partir de mars, une baisse qui s'est accentuée au quatrième trimestre. La courbe des taux des BTAN en écus revêt sensiblement le même profil à compter de février. Toutefois, le dernier trimestre a été marqué par des taux relativement stables pour les écus.

Les taux de rendement les plus élevés concernent les BTAN en écus (entre 6,50 % et 5,0 %), puis les BTAN à 5 ans en francs (entre 5,70 % et 4,50 %) et, enfin, les BTAN en francs à 2 ans (5,30 % à 3,50 %).

Les BTF à 13 semaines se caractérisent par des taux de rendement en baisse de plus de 150 points de base entre janvier et décembre, avec des périodes de fluctuations en février et en août. On constate une grande stabilité des taux à partir d'octobre autour de 3,30 %.

### **3.2.3. Les adjudications de BTAN en francs et en écus ont procuré au Trésor un montant équivalent à 262,8 milliards de francs**

Le prix de cession des BTAN s'est élevé à 245,2 milliards de francs auquel s'ajoute l'équivalent de 12,1 milliards correspondant aux BTAN en écus. Il convient d'y ajouter les coupons courus réglés par les soumissionnaires pour un montant total de 5,5 milliards de francs.

Le solde réglé au Trésor hors coupon couru s'élève donc à 257,4 milliards de francs, en dépassement par rapport au programme de financement qui était de l'ordre de 250 milliards.

Compte tenu des remboursements de bons du Trésor pour un montant de 1 197,1 milliards de francs (995,3 milliards de BTF et 201,8 milliards de BTAN, dont 7 milliards de francs correspondant au rachat de BTAN 7,25 % août 1997), le solde des opérations de l'année ressort à 27,5 milliards de francs, en baisse par rapport à l'exercice précédent (122,3 milliards en 1995).

## 4. Autres interventions sur la structure de la dette publique

### 4.1. Émission de titres au profit du Fonds de soutien des rentes

En application du décret du 15 juin 1992 autorisant l'émission de titres au profit du Fonds de soutien des rentes, la direction du Trésor a procédé aux opérations suivantes en 1996 :

- émission de 300 millions d'écus de BTAN 6 % mars 2001 ;
- émission de 7 milliards de francs d'OAT sur les trois lignes d'OAT 8,50 % octobre 2008 (3 milliards), l'OAT 6,50 % avril 2011 (3 milliards) et l'OAT 8,50 % décembre 2012 (1 milliard).

Ces opérations, qui ne contribuent pas au financement de la dette publique puisque les titres créés ne font jamais l'objet de vente ferme, ont permis au Trésor de soutenir la liquidité des lignes concernées.

### 4.2. Émission hors adjudication d'OAT en francs

En avril 1996, la direction du Trésor a émis une nouvelle OAT à taux variable, l'OAT TEC 10 octobre 2006, indexée sur un nouvel indice des rendements à long terme des emprunts d'État. La première émission a été réalisée par la procédure de syndication pour un montant de 18 milliards de francs.

### 4.3. Émission d'OAT placées auprès de personnes physiques

La direction du Trésor a continué son programme de placement d'OAT à échéance 10 ans auprès des particuliers *via* les réseaux bancaires. Les établissements garants ont placé des OAT 7,25 % avril 2006 et des OAT 6,50 % octobre 2006 pour un nominal de 14,4 milliards de francs (contre 15,4 milliards en 1995).

### 4.4. Rachats de titres

La direction du Trésor a racheté de gré à gré sur le marché secondaire 7 milliards de francs de BTAN 7,25 % août 1997.

Elle a procédé également au rachat de 1 050 millions d'écus de BTAN sur les échéances suivantes : 7,50 % mars 1997, 7,25 % mars 1998, 5 % mars 1999 et 6 % mars 2001, qui avaient été émises au profit du Fonds de soutien des rentes.

Des OAT et emprunts d'État à échéance 1997 ont été rachetés sur le marché secondaire pour un montant de 16 milliards de francs, entre autres des obligations de l'emprunt Balladur 6 % juillet 1997 remis en paiement d'achat d'actions de sociétés privatisées.

### 4.5. Démembrement et remembrement d'OAT

La direction du Trésor a poursuivi sa politique de démembrement et de remembrement des OAT en l'appliquant aux trois nouvelles lignes créées en 1996 : l'OAT 6,50 % avril 2011 et l'OAT 6,50 % octobre 2006 en francs, ainsi que l'OAT 7 % avril 2006 en écus. Le nominal des certificats d'intérêts issus de ces OAT a fait l'objet d'une division, le ramenant à 5 francs pour les titres en francs et à 1,25 écu pour les titres en écus. Les certificats d'intérêts issus de ces opérations sont fongibles avec ceux d'échéance de même date issus de précédents démembrements d'OAT.

#### ***4.6. Adjudication d'obligations de la Cades***

Pour la première fois, le 13 novembre 1996, la Banque de France s'est vu confier par la Cades (Caisse d'amortissement de la dette sociale) l'organisation d'une séance d'adjudication portant sur trois lignes d'emprunt : 5,50 % avril 2002, 6 % juillet 2005 et 6,25 % octobre 2007 pour un montant global de 11,281 milliards de francs.



**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN FRANCS  
Année 1996**

(en millions de francs)

Date	Libellé	Soumissions					
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global		Prix extrêmes offerts (en pourcentage)	
				Valeur	Séance		
4 janvier	7,25 % avril 2006	22	66	29 000		103,80	104,14
	8,50 % octobre 2008	21	36	6 400	35 400	114,08	114,48
1 <sup>er</sup> février	7,25 % avril 2006	23	56	29 700		105,80	106,08
	6,50 % avril 2011	21	59	12 650	42 350	97,50	97,94
7 mars	7,25 % avril 2006	23	63	23 650		104,56	104,72
	6,50 % avril 2011	19	41	6 550	30 200	96,00	96,36
4 avril	6,50 % octobre 2006	23	67	26 250		98,80	99,12
	6,50 % avril 2011	20	43	9 650	35 900	95,80	96,36
2 mai	6,50 % octobre 2006	23	62	29 350		100,00	100,28
	TEC 10 octobre 2006	22	81	18 100	47 450	100,16	100,48
6 juin	6,50 % octobre 2006	22	57	28 450		95,62	99,64
	TEC 10 octobre 2006	21	71	16 650	45 100	100,46	100,62
4 juillet	6,50 % octobre 2006	22	65	29 500		99,48	99,62
	TEC 10 octobre 2006	23	73	20 500	50 000	99,48	100,54
1 <sup>er</sup> août	6,50 % octobre 2006	23	61	24 650		100,38	100,54
	6,50 % avril 2011	23	53	8 850	33 500	97,96	98,16
5 septembre	8,25 % février 2004	22	42	18 350		111,90	112,08
	6,50 % octobre 2006	22	52	17 700		99,78	99,98
	TEC 10 octobre 2006	21	65	22 900	58 950	90,00	100,86
3 octobre	6,50 % octobre 2006	23	61	25 400		103,36	103,50
	TEC 10 octobre 2006	21	65	21 200		101,26	101,72
	6,50 % avril 2011	20	43	8 400	55 000	101,32	101,72
7 novembre	8,25 % février 2004	22	32	14 450		116,20	116,38
	6,50 % octobre 2006	22	53	15 000		104,40	104,56
	TEC 10 octobre 2006	22	73	17 000	46 450	100,00	102,76
5 décembre	8,25 % février 2004	20	38	16 150		100,00	118,34
	6,50 % octobre 2006	22	50	14 250		90,00	106,68
	TEC 10 octobre 2006	23	54	14 600	45 000	95,00	103,38
	<b>TOTAL</b>	<b>611</b>	<b>1 582</b>	<b>525 300</b>	<b>525 300</b>		

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



**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN FRANCS  
Année 1996**

(en millions de francs)

Nombre d'établis- sements servis	Attributions						Soumissions non compétitives (au prix moyen pondéré)		Total nominal émis	
	Montant global nominal		Prix limite retenu	Taux de rendement à ce prix	Prix moyen pondéré	Taux de rendement à ce prix	Valeur	Séance	Valeur	Séance
	Valeur	Séance	(en pourcentage)							
19	17 790		104,10	6,68	104,11	6,68	2 246		20 036	
11	3 250	21 040	114,28	6,78	114,32	6,78	298	2 544	3 548	23 584
22	16 785		106,00	6,42	106,04	6,42	222		17 007	
14	5 850	22 635	97,80	6,73	97,84	6,73	1 468	1 690	7 318	24 325
22	17 410		104,66	6,60	104,68	6,60	188		17 598	
16	3 950	21 360	96,30	6,90	96,32	6,90	483	671	4 433	22 031
23	17 400		99,04	6,62	99,05	6,62	265		17 665	
11	3 800	21 200	96,34	6,90	96,35	6,90	345	610	4 145	21 810
13	9 150		100,24	6,46	100,25	6,46	457		9 607	
19	8 080	17 230	100,42		100,45		75	532	8 155	17 762
17	9 060		99,60	6,55	99,61	6,55	493		9 553	
18	6 205	15 265	100,58		100,59		941	1 434	7 146	16 699
20	9 955		99,58	6,55	99,60	6,55	376		10 331	
15	5 700	15 655	100,52		100,52		424	800	6 124	16 455
23	11 620		100,50	6,43	100,52	6,42	1 658		13 278	
15	3 700	15 320	98,12	6,70	98,13	6,70	584	2 242	4 284	17 562
12	3 830		112,06	6,17	112,06	6,17	683		4 513	
15	5 800		99,96	6,50	99,96	6,50	857		6 657	
19	7 690	17 320	100,82		100,85		1 226	2 766	8 916	20 086
17	7 200		103,46	6,03	103,47	6,03	1 334		8 534	
12	6 690		101,38		101,40		1 574		8 264	
10	3 050	16 940	101,68	6,31	101,70	6,31	449	3 357	3 499	20 297
15	3 155		116,36	5,45	116,37	5,45	390		3 545	
18	7 125		104,52	5,88	104,53	5,88	454		7 579	
15		16 980	102,72		102,73		1 620	2 464	8 320	19 444
12	4 840		118,30	5,13	118,32	5,13	209		5 049	
12	5 000		106,62	5,60	106,64	5,60	244		5 244	
18	6 850	16 690	103,32		103,34		203	656	7 053	17 346
<b>453</b>	<b>217 635</b>	<b>217 635</b>					<b>19 766</b>	<b>19 766</b>	<b>237 401</b>	<b>237 401</b>

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

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN ÉCUS  
Année 1996**

*(en millions d'écus)*

Date	Libellé	Soumissions					
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global		Prix extrêmes offerts (en pourcentage)	
				Valeur	Séance		
8 février	7,50 % avril 2005	22	60	870	870	103,80	104,18
14 mars	7,50 % avril 2005	21	55	785	785	100,80	101,14
11 avril	7,50 % avril 2005	21	60	930	930	102,40	102,64
9 mai	7 % avril 2006	22	80	1 430	1 430	99,70	100,02
13 juin	7 % avril 2006	21	62	970	970	98,94	99,24
11 juillet	7 % avril 2006	22	70	1 165	1 165	99,28	99,54
8 août	7 % avril 2006	22	64	810	810	100,30	100,68
12 septembre	7 % avril 2006	22	51	745	745	101,00	101,24
10 octobre	7 % avril 2006	22	59	1 060	1 060	104,80	105,10
14 novembre	6 % avril 2004	19	38	490		100,00	100,28
	7 % avril 2006	22	59	1 040	1 530	104,90	105,12
12 décembre	7 % avril 2006	21	52	745	745	104,92	105,46
	<b>TOTAL</b>	<b>257</b>	<b>710</b>	<b>11 040</b>	<b>11 040</b>		

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

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS D'OAT EN ÉCUS  
Année 1996**

(en millions d'écus)

Nombre d'établissements servis	Montant global nominal		Attributions				Soumissions non compétitives (au prix moyen pondéré)		Total nominal émis	
	Valeur	Séance	Prix limite retenu	Taux de rendement à ce prix	Prix moyen pondéré	Taux de rendement à ce prix	Valeur	Séance	Valeur	Séance
8	168	168	104,12	6,87	104,14	6,87			168	168
13	174	174	101,00	7,34	101,04	7,34	41	41	215	215
13	238	238	102,56	7,11	102,59	7,10	52	52	290	290
19	649	649	99,92	7,01	99,95	7,00	122	122	771	771
12	210	210	99,16	7,12	99,18	7,11			210	210
14	425	425	99,46	7,07	99,48	7,07	107	107	532	532
18	254	254	100,62	6,90	100,64	6,90	30	30	284	284
7	185	185	101,20	6,82	101,21	6,82	47	47	232	232
8	309	309	105,04	6,27	105,06	6,27	16	16	325	325
10	140		100,20	5,96	100,23	5,95	42		182	
7	265	405	105,04	6,27	105,07	6,26	70	112	335	517
11	190	190	105,36	6,22	105,39	6,21			190	190
<b>140</b>	<b>3 207</b>	<b>3 207</b>					<b>527</b>	<b>527</b>	<b>3 734</b>	<b>3 734</b>

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

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES RÈGLEMENTS D'OAT EN FRANCS  
ÉMISES PAR ADJUDICATION EN 1996**

Date de règlement	Libellé des OAT	Total nominal émis (en millions de francs)	Sommes dues au Trésor (en francs)		
			Prix de cession des titres	Coupon couru	Montant total net réglé au Trésor
25 janvier	7,25 % avril 2006	20 036	20 859 500 600	1 091 360 920	21 950 861 520
	8,50 % octobre 2008	3 548	4 055 973 600	75 820 760	4 131 794 360
26 février	7,25 % avril 2006	17 007	18 034 478 800	1 034 195 670	19 068 674 470
	6,50 % avril 2011	7 318	7 159 671 200	398 977 360	7 558 648 560
25 mars	7,25 % avril 2006	17 598	18 421 604 400	1 167 803 280	19 589 407 680
	6,50 % avril 2011	4 433	4 269 725 600	263 719 170	4 533 444 770
25 avril	6,50 % octobre 2006	17 665	17 497 552 500	574 112 500	18 071 665 000
	6,50 % avril 2011	4 145	3 993 547 500		3 993 547 500
24 mai	6,50 % octobre 2006	9 607	9 630 812 500	361 703 550	9 992 516 050
	TEC 10 octobre 2006	8 155	8 191 393 500	35 555 800	8 226 949 300
25 juin	6,50 % octobre 2006	9 553	9 516 157 300	413 931 490	9 930 088 790
	TEC 10 octobre 2006	7 146	7 188 150 900	65 457 360	7 253 608 260
25 juillet	6,50 % octobre 2006	10 331	10 289 505 000	502 706 460	10 792 211 460
	TEC 10 octobre 2006	6 124	6 156 044 800		6 156 044 800
23 août	6,50 % octobre 2006	13 278	13 347 361 600	714 489 180	14 061 850 780
	6,50 % avril 2011	4 284	4 203 829 200	91 549 080	4 295 378 280
25 septembre	8,25 % fév 2004	4 513	5 057 367 800	214 638 280	5 272 006 080
	6,50 % octobre 2006	6 657	6 654 397 200	397 223 190	7 051 620 390
	TEC 10 octobre 2006	8 916	8 991 519 000	79 709 040	9 071 228 040
25 octobre	6,50 % octobre 2006	8 534	8 830 429 800		8 830 429 800
	TEC 10 octobre 2006	8 264	8 379 648 000		8 379 648 000
	6,50 % avril 2011	3 499	3 558 433 000	114 032 410	3 672 465 410
25 novembre	8,25 % février 2004	3 545	4 125 281 000	217 343 950	4 342 624 950
	6,50 % octobre 2006	7 579	7 922 496 200	41 836 080	7 964 332 280
	TEC 10 octobre 2006	8 320	8 547 386 000	34 028 800	8 581 414 800
26 décembre	8,25 % février 2004	5 049	5 973 768 800	344 846 700	6 318 615 500
	6,50 % octobre 2006	5 244	5 592 411 600	57 893 760	5 650 305 360
	TEC 10 octobre 2006	7 053	7 288 710 200	57 623 010	7 346 333 210
	<b>TOTAL</b>	<b>237 401</b>	<b>243 737 157 600</b>	<b>8 350 557 800</b>	<b>252 087 715 400</b>

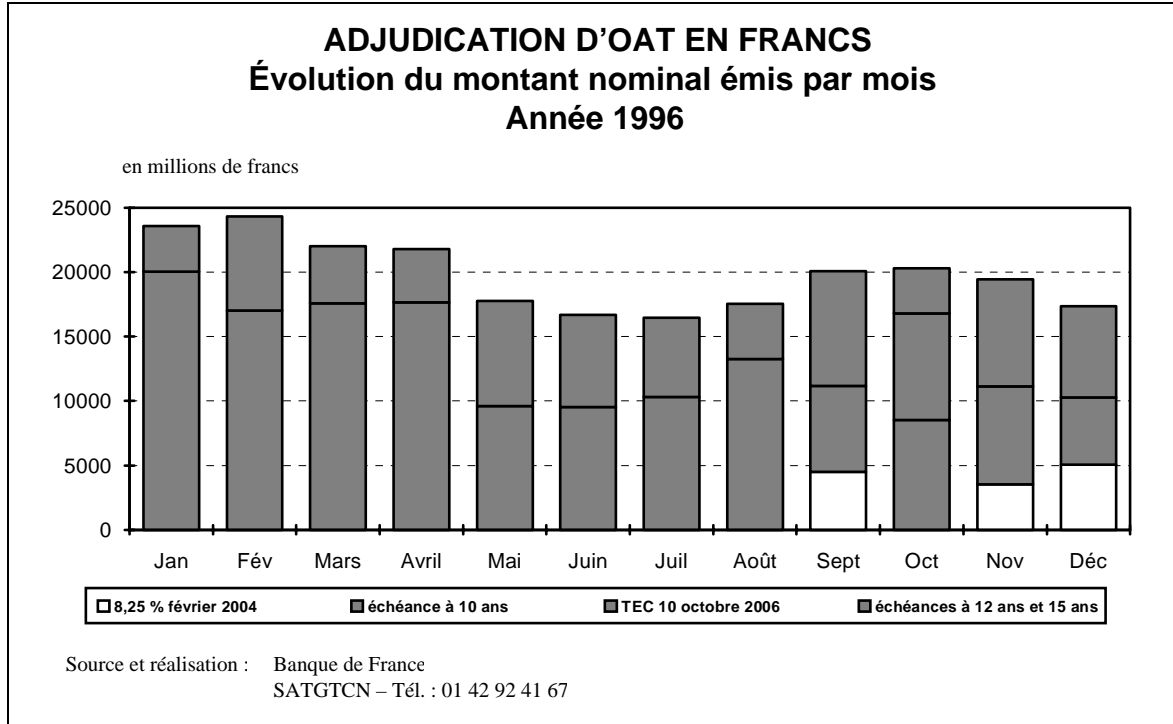
Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES RÈGLEMENTS D'OAT EN ÉCUS  
ÉMISES PAR ADJUDICATION EN 1996**

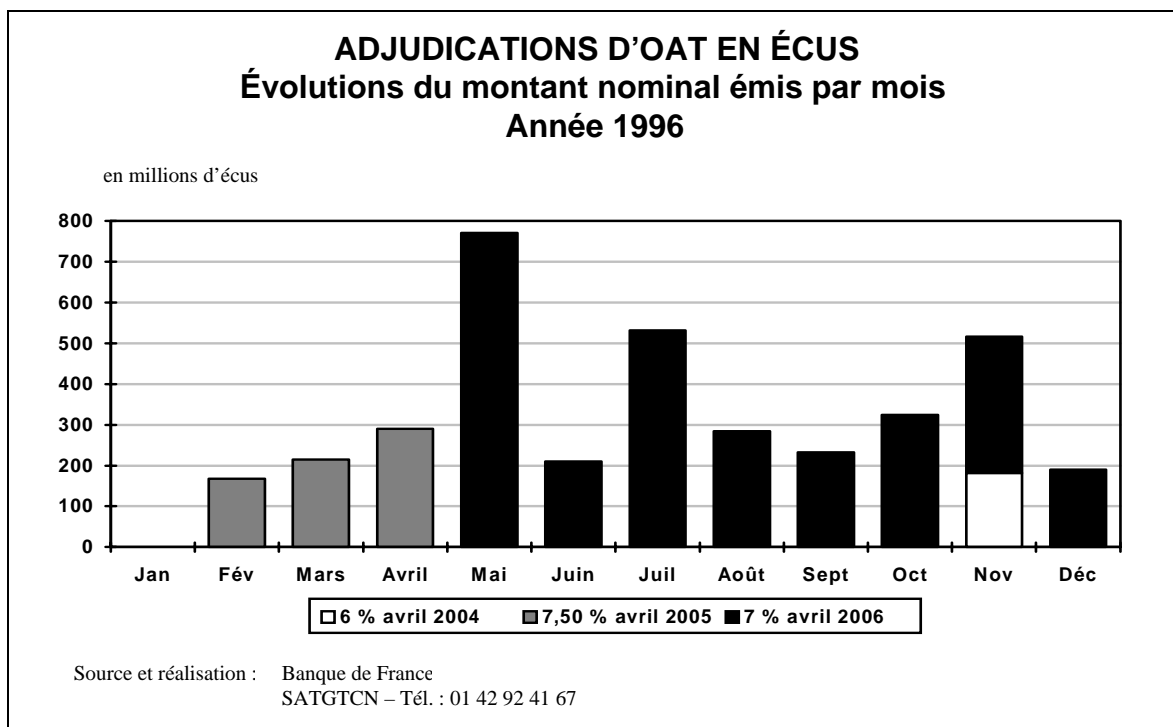
Date de règlement	Libellé des OAT	Total nominal émis (en millions d'écus)	Sommes dues au Trésor (en écus)		
			Prix de cession des titres	Coupon couru	Montant total net réglé au Trésor
22 février	7,50 % avril 2005	168	174 951 600	10 431 120	185 382 720
28 mars	7,50 % avril 2005	215	217 241 400	14 890 900	232 132 300
25 avril	7,50 % avril 2005	290	297 516 600		297 516 600
23 mai	7 % avril 2006	771	770 624 800	4 140 270	774 765 070
27 juin	7 % avril 2006	210	208 288 000	2 536 800	210 824 800
25 juillet	7 % avril 2006	532	529 226 600	9 283 400	538 510 000
22 août	7 % avril 2006	284	285 811 800	6 480 880	292 292 680
26 septembre	7 % avril 2006	232	234 807 700	6 850 960	241 658 660
24 octobre	7 % avril 2006	325	341 450 200	11 342 500	352 792 700
28 novembre	6 % avril 2004	182	182 416 600	6 491 940	188 908 540
	7 % avril 2006	335	351 994 000	13 942 700	365 936 700
27 décembre	7 % avril 2006	190	200 234 000	8 964 200	209 198 200
	<b>TOTAL</b>	<b>3 734</b>	<b>3 794 563 300</b>	<b>95 355 670</b>	<b>3 889 918 970</b>

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

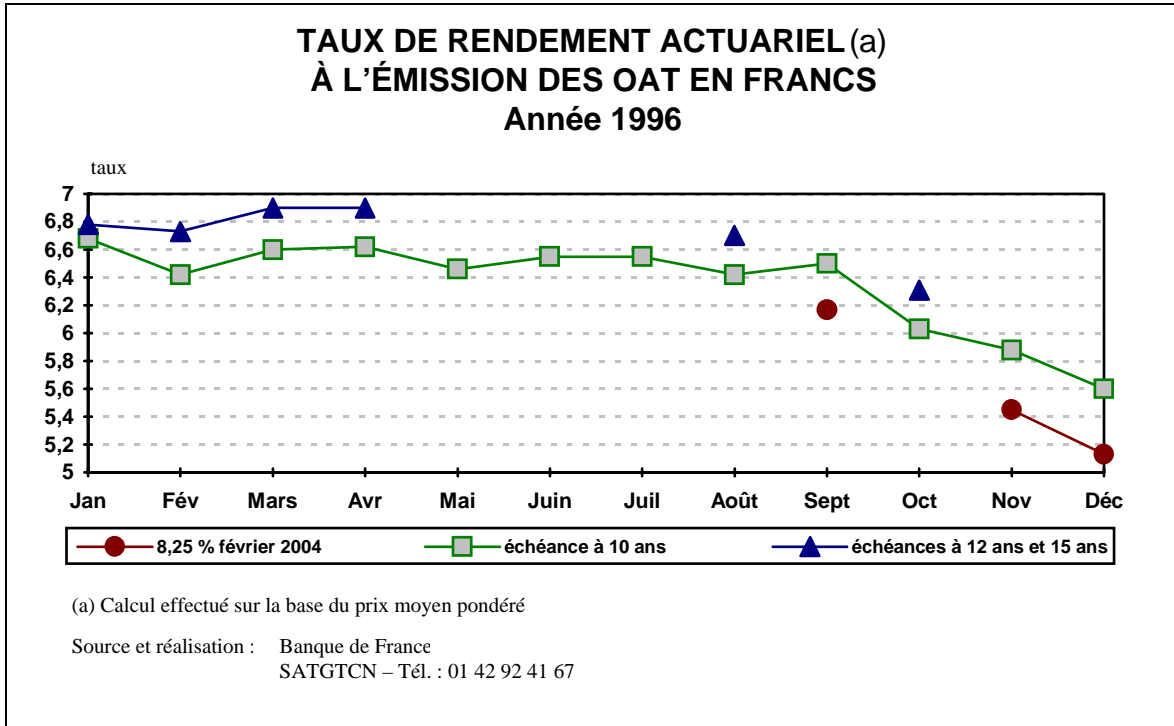
ANNEXE 5



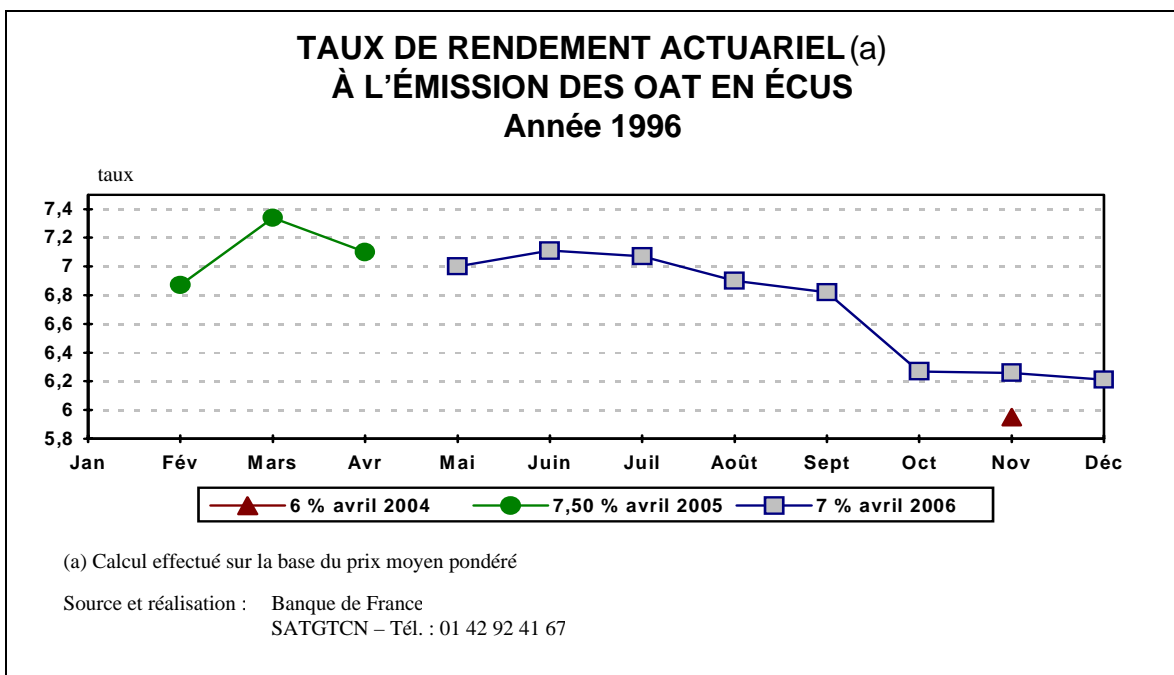
ANNEXE 6



## ANNEXE 7



## ANNEXE 8



**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN  
Année 1996**

Date	BTAN	Taux	Soumissions				Attributions		
			Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)	
					Valeur	Séance		Valeur	Séance
18 janvier	5 ans	5,75	22	79	37 120	37 120	49	22 300	22 300
15 février	2 ans	5,75	22	59	23 930		28	9 760	
	5 ans	5,75	22	70	22 150	46 080	44	10 990	20 750
21 mars	2 ans	5,75	23	57	25 350		26	9 650	
	5 ans	5,75	23	67	23 440	48 790	29	9 800	19 450
18 avril	2 ans	5,75	23	56	29 950		28	9 650	
	5 ans	5,75	23	68	27 680	57 630	24	8 930	18 580
15 mai	2 ans	5,75	20	53	26 600		18	8 250	
	5 ans	5,75	21	63	26 350	52 950	21	9 550	17 800
20 juin	2 ans	4,50	22	67	40 900	40 900	33	15 925	15 925
18 juillet	5 ans	5,50	23	69	34 800	34 800	35	15 500	15 500
14 août	2 ans	4,50	23	58	24 240		27	7 640	
	5 ans	5,50	22	54	20 850	45 090	25	6 800	14 440
19 septembre	2 ans	4,50	22	56	31 850		29	9 380	
	5 ans	5,50	22	62	22 520	54 370	27	7 962	17342
17 octobre	2 ans	4,50	22	49	27 890		9	6 607	
	5 ans	5,50	21	54	26 880	54 770	22	9 000	15 607
21 novembre	2 ans	4,50	22	58	30 440		31	9 640	
	5 ans	5,50	20	52	17 500	47 940	30	7 575	17 215
19 décembre	2 ans	4,50	22	48	24 150		20	9 850	
	5 ans	5,50	21	53	17 500	41 650	27	8 250	18 100
<b>TOTAL</b>				<b>1 252</b>		<b>562 090</b>	<b>582</b>	<b>213 009</b>	<b>213 009</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 62



**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN  
Année 1996**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Prix extrêmes retenus	Prix moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Valeur	Séance	Nombre	Valeur	Séance
101,19-101,11	101,14	5,48	18	3 550	3 550	67	25 850	25 850
101,76-101,73	101,74	4,82	18	1 320		46	11 080	
100,13-100,08	100,10	5,73	17	1 420	2 740	61	12 410	23 490
101,61-101,57	101,58	4,87				26	9 650	
99,51-99,47	99,49	5,87	3	171	171	32	9 971	19 621
101,74-101,71	101,72	4,75	18	1 323		46	10 973	
99,87-99,84	99,85	5,78	18	1 501	2 824	42	10 431	21 404
102,23-102,21	102,21	4,41				18	8 250	
100,85-100,82	100,83	5,54	9	986	986	30	10 536	18 786
99,07-99,05	99,06	4,94	20	2 770	2 770	53	18 695	18 695
99,40-99,37	99,38	5,64	20	2 736	2 736	55	18 236	18 236
99,81-99,75	99,76	4,62	18	1 101		45	8 741	
99,46-99,42	99,43	5,63	14	732	1 833	39	7 532	16 273
100,54-100,52	100,53	4,22	20	1 299		49	10 679	
100,80-100,77	100,78	5,32	20	1 701	3 000	47	9 663	20 342
101,14-101,13	101,14	3,87	19	870		28	7 477	
102,08-102,06	102,07	5,01	19	1 544	2 414	41	10 544	18 021
101,26-101,24	101,25	3,78	20	1 751		51	11 391	
102,79-102,75	102,76	4,84	20	1 217	2 968	50	8 792	20 183
101,68-101,67	101,67	3,50	13	1 004		33	10 854	
103,33-103,30	103,31	4,70	19	1 461	2 465	46	9 711	20 565
			<b>323</b>	<b>28 457</b>	<b>28 457</b>	<b>905</b>	<b>241 466</b>	<b>241 466</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 62

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN ÉCUS  
Année 1996**

Date	BTAN	Taux	Soumissions				Attributions		
			Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions d'écus)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions d'écus)	
					Valeur	Séance		Valeur	Séance
11 janvier	5 ans	6,00	22	93	1 935	1 935	57	784	784
8 février	5 ans	5,00	22	57	885	885	14	200	200
14 mars	5 ans	6,00	20	54	685	685	16	165	165
11 avril	5 ans	6,00	19	45	770	770	18	225	225
13 juin	5 ans	6,00	19	45	925	925	14	200	200
12 septembre	5 ans	5,00	22	60	1 010	1 010	14	285	285
10 octobre	5 ans	6,00	19	39	625	625	13	256	256
12 décembre	5 ans	6,00	22	54	820	820	10	145	145
<b>TOTAL</b>				<b>503</b>	<b>7 655</b>	<b>7 655</b>	<b>156</b>	<b>2 260</b>	<b>2 260</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 62

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTAN ÉCUS  
Année 1996**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions d'écus)		
Prix extrêmes retenus	Prix moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Valeur	Séance	Nombre	Valeur	Séance
100,02-99,90	99,95	6,01	3	31	31	60	815	815
99,50-99,46	99,48	5,19				14	200	200
98,08-97,99	98,01	6,48	5	10	10	24	175	175
99,02-98,96	98,98	6,24	14	51	51	32	276	276
99,82-99,78	99,80	6,04				14	200	200
100,24-100,20	100,21	4,89	19	72	72	33	357	357
103,68-103,60	103,64	5,05	15	58	58	28	314	314
103,80-103,74	103,76	4,98				10	145	145
			<b>56</b>	<b>222</b>	<b>222</b>	<b>212</b>	<b>2 482</b>	<b>2 482</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 62

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Date	BTF	Soumissions				Attributions		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)	
				Valeur	Séance		Valeur	Séance
2 janvier	13 semaines	21	56	36 665		15	9 843	
	48 semaines	20	48	10 550	47 215	14	3 004	12 847
8 janvier	13 semaines	22	73	42 110		37	11 816	
	26 semaines	22	52	11 470	53 580	22	2 955	14 771
15 janvier	13 semaines	22	60	54 590		25	12 635	
	46 semaines	22	61	23 581	78 171	29	4 923	17 558
22 janvier	13 semaines	22	58	60 555		16	14 724	
	28 semaines	19	56	17 330	77 885	16	3 928	18 652
29 janvier	13 semaines	20	58	58 150		13	11 648	
	44 semaines	20	52	15 785	73 935	4	2 910	14 558
5 février	13 semaines	21	62	59 520		17	14 936	
	26 semaines	20	47	15 800	75 320	22	2 993	17 929
12 février	13 semaines	22	61	65 410		21	16 809	
	42 semaines	21	49	16 250	81 660	18	2 987	19 796
19 février	13 semaines	22	60	51 920		28	16 957	
	29 semaines	20	50	11 600	63 520	22	2 878	19 835
26 février	13 semaines	21	62	64 920		26	18 955	
	28 semaines	21	44	12 050	76 970	21	2 982	21 937
4 mars	13 semaines	21	57	61 170		24	16 972	
	52 semaines	20	49	13 120	74 290	28	4 992	21 964
11 mars	13 semaines	21	56	56 360		23	16 011	
	26 semaines	19	46	18 500	74 860	2	4 001	20 012
18 mars	13 semaines	22	57	71 250		31	17 011	
	50 semaines	21	53	16 200	87 450	17	2 983	19 994
25 mars	13 semaines	22	55	62 820		19	17 706	
	28 semaines	21	48	10 750	73 570	16	3 939	21 645
1 avril	13 semaines	21	55	69 300		21	17 004	
	48 semaines	21	52	14 300	83 600	22	3 007	20 011
9 avril	13 semaines	21	58	68 370		38	16 732	
	26 semaines	19	46	18 700	87 070	12	2 971	19 703
15 avril	13 semaines	20	50	60 250		25	14 966	
	46 semaines	20	50	13 400	73 650	10	2 995	17 961

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Valeur	Séance	Nombre	Valeur	Séance
4,67-4,69	4,68	4,83	17	1 596		32	11 439	
4,77-4,78	4,77	4,85	17	436	2 032	31	3 440	14 879
4,83-4,86	4,85	5,01	15	1 895		52	13 711	
4,95-4,97	4,96	5,09	15	480	2 375	37	3 435	17 146
4,51-4,52	4,52	4,66	17	2 177		42	14 812	
4,57-4,59	4,58	4,66	17	782	2 959	46	5 705	20 517
4,28-4,30	4,30	4,43	2	282		18	15 006	
4,32-4,35	4,35	4,46	2	76	358	18	4 004	19 010
4,45-4,46	4,46	4,60	17	1 971		30	13 619	
4,46-4,51	4,49	4,57	17	501	2 472	21	3 411	17 030
4,28-4,29	4,29	4,42	12	1 174		29	16 110	
4,33-4,36	4,35	4,46	14	394	1 568	36	3 387	19 497
4,12-4,13	4,13	4,25	2	197		23	17 006	
4,25-4,27	4,26	4,34	1	18	215	19	3 005	20 011
4,31-4,33	4,32	4,45	1	47		29	17 004	
4,34-4,38	4,37	4,47	6	127	174	28	3 005	20 009
4,24-4,26	4,26	4,39	18	2 653		44	21 608	
4,33-4,38	4,36	4,47	12	297	2 950	33	3 279	24 887
4,14-4,15	4,15	4,27	18	2 303		42	19 275	
4,28-4,32	4,30	4,36	18	682	2 985	46	5 674	24 949
4,13-4,14	4,14	4,26	20	2 395		43	18 406	
4,26-4,26	4,26	4,37	19	580	2 975	21	4 581	22 987
4,10-4,12	4,11	4,23	20	2 536		51	19 547	
4,42-4,44	4,43	4,50	20	478	3 014	37	3 461	23 008
4,03-4,05	4,05	4,17	9	1 724		28	19 430	
4,15-4,18	4,16	4,26	4	65	1 789	20	4 004	23 434
3,95-3,96	3,96	4,08	19	2 531		40	19 535	
4,19-4,21	4,20	4,27	18	448	2 979	40	3 455	22 990
3,92-3,94	3,93	4,04	20	2 783		58	19 515	
4,01-4,03	4,02	4,12	20	483	3 266	32	3 454	22 969
3,84-3,86	3,86	3,97	1	36		26	15 002	
4,05-4,08	4,07	4,14	1	8	44	11	3 003	18 005

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Date	BTF	Soumissions				Attributions		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)	
				Valeur	Séance		Valeur	Séance
22 avril	13 semaines	21	54	62 010		27	10 822	
	28 semaines	19	34	14 450	76 460	8	3 905	14 727
29 avril	13 semaines	22	51	58 000		28	11 979	
	44 semaines	21	51	11 950	69 950	18	2 996	14 975
6 mai	13 semaines	21	54	55 600		35	11 952	
	26 semaines	19	41	12 650	68 250	3	3 000	14 952
13 mai	13 semaines	22	43	50 580		33	15 786	
	42 semaines	21	41	12 450	63 030	14	3 002	18 788
20 mai	6 semaines	22	42	36 150		11	4 005	
	13 semaines	21	46	49 980		27	13 013	
	29 semaines	20	40	13 150	99 280	24	4 005	21 023
28 mai	5 semaines	21	37	40 050		7	6 000	
	13 semaines	22	44	47 250		31	17 972	
	28 semaines	20	44	14 550	101 850	15	3 004	26 976
3 juin	4 semaines	22	37	47 600		1	5 973	
	13 semaines	21	43	39 180		20	13 949	
	52 semaines	22	38	8 020	94 800	17	2 917	22 839
10 juin	13 semaines	21	37	51 710		26	17 007	
	26 semaines	21	41	11 650	63 360	14	3 005	20 012
17 juin	13 semaines	22	42	53 950		21	14 011	
	50 semaines	20	40	8 000	61 950	24	4 003	18 014
24 juin	13 semaines	22	43	51 175		24	10 966	
	28 semaines	20	46	15 850	67 025	20	5 983	16 949
1 juillet	13 semaines	22	44	50 050		24	9 943	
	48 semaines	21	46	12 200	62 250	20	4 007	13 950
8 juillet	13 semaines	21	39	39 700		20	10 974	
	26 semaines	19	44	13 450	53 150	16	5 005	15 979
15 juillet	13 semaines	22	42	58 770		10	16 004	
	46 semaines	20	42	14 400	73 170	19	4 002	20 006
22 juillet	13 semaines	22	49	55 850		15	15 870	
	28 semaines	21	48	15 350	71 200	25	5 993	21 863

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Valeur	Séance	Nombre	Valeur	Séance
3,65-3,67	3,66	3,76	4	215		31	11 037	
3,67-3,70	3,70	3,78	4	109	324	12	4 014	15 051
3,61-3,63	3,62	3,72	1	30		29	12 009	
3,75-3,77	3,77	3,83	1	8	38	19	3 004	15 013
3,67-3,67	3,67	3,77	17	1 780		52	13 732	
3,72-3,73	3,73	3,82	15	399	2 179	18	3 399	17 131
3,65-3,68	3,67	3,77	1	223		34	16 009	
3,83-3,85	3,84	3,91			223	14	3 002	19 011
3,68-3,69	3,69	3,80				11	4 005	
3,68-3,71	3,70	3,80				27	13 013	
3,78-3,81	3,80	3,89	8	332	332	32	4 337	21 355
3,68-3,69	3,69	3,81				7	6 000	
3,71-3,73	3,72	3,83	1	31		32	18 003	
3,75-3,77	3,77	3,86			31	15	3 004	27 007
3,71-3,71	3,71	3,83	1	27		2	6 000	
3,77-3,78	3,78	3,89	1	61		21	14 010	
3,88-3,96	3,93	3,98	6	84	172	23	3 001	23 011
3,74-3,77	3,76	3,87				26	17 007	
3,83-3,85	3,85	3,94				14	3 005	20 012
3,82-3,83	3,82	3,93	4	587		25	14 598	
4,18-4,24	4,22	4,28	3	144	731	27	4 147	18 745
3,73-3,75	3,74	3,85	4	515		28	11 481	
3,85-3,87	3,86	3,95	12	539	1 054	32	6 522	18 003
3,66-3,68	3,68	3,78	1	67		25	10 010	
3,98-4,00	4,00	4,06			67	20	4 007	14 017
3,72-3,73	3,73	3,84	9	779		29	11 753	
3,84-3,86	3,85	3,94	6	295	1 074	22	5 300	17 053
3,66-3,67	3,67	3,77				10	16 004	
4,00-4,02	4,02	4,09	8	234	234	27	4 236	20 240
3,55-3,57	3,57	3,67	6	803		21	16 673	
3,67-3,69	3,68	3,76	13	592	1 395	38	6 585	23 258

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Date	BTF	Soumissions				Attributions		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)	
				Valeur	Séance		Valeur	Séance
29 juillet	13 semaines	21	44	43 600		20	16 007	
	44 semaines	18	40	12 700	56 300	14	5 007	21 014
5 août	13 semaines	19	44	39 450		27	20 007	
	26 semaines	18	39	11 250	50 700	20	5 000	25 007
12 août	13 semaines	21	50	37 840		31	19 003	
	42 semaines	19	37	8 725	46 565	14	3 003	22 006
19 août	13 semaines	21	45	38 000		22	17 827	
	29 semaines	19	38	11 850	49 850	25	5 982	23 809
26 août	13 semaines	21	48	45 620		24	17 007	
	28 semaines	19	37	8 850	54 470	19	3 000	20 007
2 septembre	13 semaines	21	43	41 500		27	15 001	
	52 semaines	21	46	15 500	57 000	21	5 005	20 006
9 septembre	13 semaines	21	44	45 350		26	11 009	
	26 semaines	19	43	12 500	57 850	15	3 005	14 014
16 septembre	13 semaines	21	44	53 500		19	11 978	
	50 semaines	21	47	20 400	73 900	24	4 989	16 967
23 septembre	13 semaines	22	44	49 800		24	10 955	
	28 semaines	20	46	13 700	63 500	15	5 007	15 962
30 septembre	13 semaines	21	44	35 650		10	7 923	
	48 semaines	21	49	15 550	51 200	18	3 006	10 929
7 octobre	13 semaines	22	42	31 650		18	8 009	
	26 semaines	21	41	15 600	47 250	14	3 006	11 015
14 octobre	13 semaines	22	44	35 400		16	7 011	
	46 semaines	19	36	12 700	48 100	25	3 001	10 012
21 octobre	13 semaines	22	44	38 340		19	7 925	
	28 semaines	20	48	12 800	51 140	13	3 964	11 889
28 octobre	13 semaines	21	41	39 750		25	8 008	
	44 semaines	19	43	16 200	55 950	19	3 008	11 016
4 novembre	4 semaines	20	36	29 500		6	3 003	
	13 semaines	22	42	40 500		18	8 005	
	26 semaines	21	39	14 350	84 350	19	3 005	14 013



**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Valeur	Séance	Nombre	Valeur	Séance
3,62-3,64	3,64	3,74	3	327		23	16 334	
3,92-3,93	3,93	4,00	3	103	430	17	5 110	21 444
3,63-3,65	3,64	3,74				27	20 007	
3,73-3,76	3,74	3,83				20	5 000	25 007
3,88-3,93	3,92	4,03				31	19 003	
4,10-4,12	4,12	4,19				14	3 003	22 006
3,85-3,87	3,87	3,98	10	1 717		32	19 544	
3,96-3,99	3,98	4,07	9	477	2 194	34	6 459	26 003
3,71-3,72	3,72	3,83				24	17 007	
3,84-3,87	3,86	3,95				19	3 000	20 007
3,79-3,81	3,80	3,91				27	15 001	
4,07-4,09	4,08	4,14				21	5 005	20 006
3,66-3,68	3,67	3,77	16	1 398		42	12 407	
3,82-3,84	3,84	3,93	15	366	1 764	30	3 371	15 778
3,49-3,51	3,50	3,60	17	1 645		36	13 623	
3,76-3,78	3,77	3,83	17	692	2 337	41	5 681	19 304
3,42-3,45	3,44	3,53	13	1 421		37	12 376	
3,59-3,60	3,60	3,68	10	498	1 919	25	5 505	17 881
3,30-3,31	3,31	3,40	3	242		13	8 165	
3,62-3,64	3,63	3,69	3	93	335	21	3 099	11 264
3,30-3,32	3,32	3,41				18	8 009	
3,42-3,43	3,43	3,51	13	354	354	27	3 360	11 369
3,35-3,36	3,36	3,45	1	87		17	7 098	
3,57-3,60	3,59	3,65	10	331	418	35	3 332	10 430
3,26-3,28	3,27	3,36	8	800		27	8 725	
3,33-3,35	3,35	3,42	9	402	1 202	22	4 366	13 091
3,24-3,25	3,25	3,34				25	8 008	
3,46-3,47	3,46	3,52				19	3 008	11 016
3,19-3,19	3,19	3,28				6	3 003	
3,24-3,26	3,25	3,34				18	8 005	
3,38-3,40	3,39	3,47	10	299	299	29	3 304	14 312

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

Date	BTF	Soumissions				Attributions		
		Nombre d'établissements demandeurs	Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)		Nombre de lignes	Montant global nominal (en millions de francs)	
				Valeur	Séance		Valeur	Séance
12 novembre	4 semaines	22	32	26 900		7	3 004	
	13 semaines	21	36	34 000		24	14 009	
	46 semaines	19	32	14 000	74 900	8	3 000	20 013
18 novembre	13 semaines	22	35	30 650		18	6 007	
	29 semaines	21	44	14 250	44 900	18	5 005	11 012
25 novembre	13 semaines	22	42	38 600		23	10 004	
	28 semaines	20	41	13 950	52 550	12	4 000	14 004
2 décembre	13 semaines	22	36	40 500		21	12 009	
	52 semaines	20	38	18 150	58 650	20	5 004	17 013
9 décembre	4 semaines	21	31	25 150		7	4 001	
	13 semaines	22	37	35 550		15	14 006	
	26 semaines	22	36	15 100	75 800	15	3 006	21 013
16 décembre	13 semaines	22	39	48 100		31	10 009	
	50 semaines	20	37	15 800	63 900	11	3 002	13 011
23 décembre	13 semaines	20	34	28 350		15	8 009	
	28 semaines	17	31	13 950	42 300	19	5 010	13 019
30 décembre	13 semaines	20	32	26 600		20	8 008	
	48 semaines	19	35	12 450	39 050	13	3 000	11 008
<b>TOTAL</b>			<b>5 060</b>	<b>3 508 646</b>	<b>3 508 646</b>	<b>2 155</b>	<b>927 985</b>	<b>927 985</b>

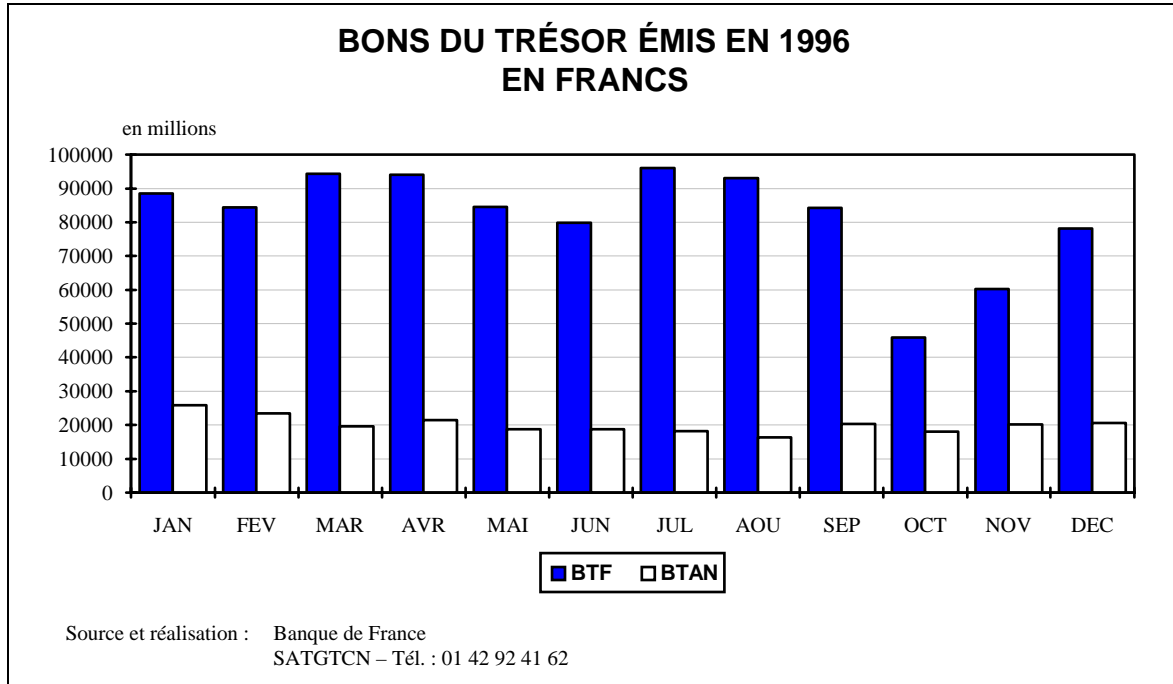
Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 62

**TABLEAU RÉCAPITULATIF  
DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR BTF  
Année 1996**

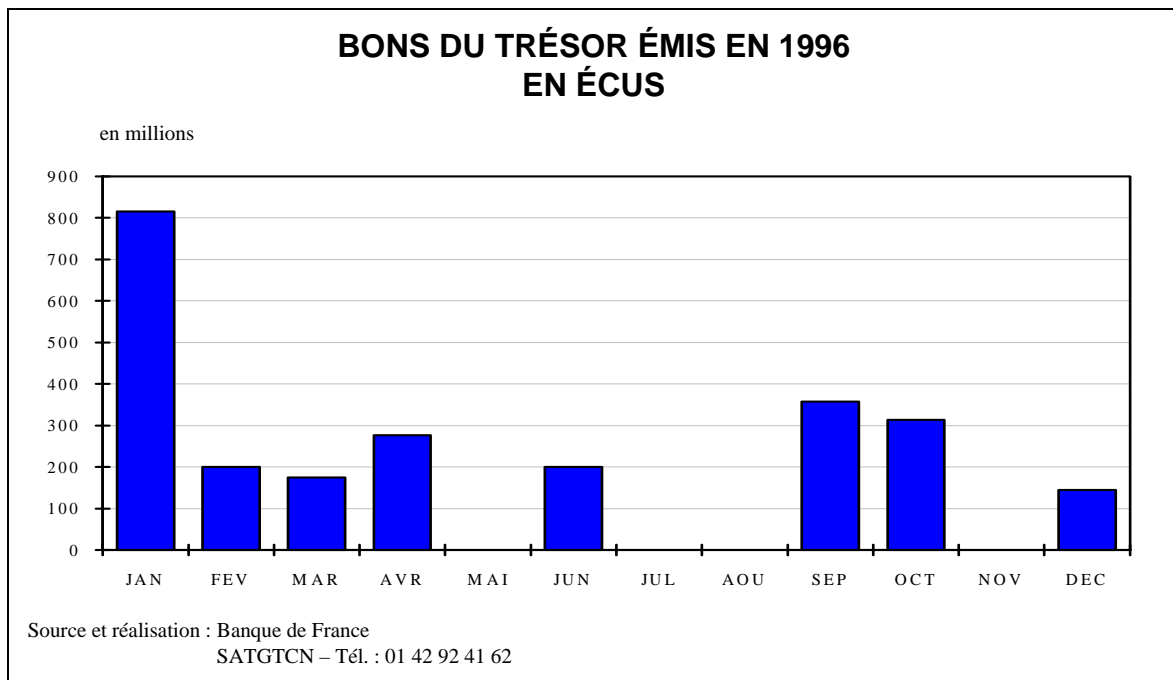
Attributions			Soumissions non compétitives au taux moyen pondéré			Total nominal émis (en millions de francs)		
Taux extrêmes retenus	Taux moyen pondéré	Taux de rendement actuariel	Nombre	Valeur	Séance	Nombre	Valeur	Séance
3,22-3,23	3,23	3,32				7	3 004	
3,26-3,28	3,28	3,37	2	267		26	14276	
3,47-3,48	3,48	3,54	3	67	334	11	3 067	20 347
3,22-3,22	3,23	3,32	1	29		19	6 036	
3,34-3,50	3,35	3,42	14	483	512	32	5 488	11 524
3,28-3,90	3,29	3,38				23	10 004	
3,39-3,90	3,39	3,46				12	4 000	14 004
3,26-3,27	3,27	3,36	17	1 323		38	13 332	
3,35-3,36	3,36	3,41	18	561	1 884	38	5 565	18 897
3,18-3,20	3,20	3,29				7	4 001	
3,26-3,27	3,27	3,36				15	14 006	
3,30-3,31	3,31	3,38				15	3 006	21 013
3,25-3,26	3,25	3,34	9	742		40	10 751	
3,26-3,28	3,27	3,32	3	45	787	14	3 047	13 798
3,21-3,22	3,22	3,30	2	59		17	8 068	
3,23-3,24	3,23	3,30	2	32	91	21	5 042	13 110
3,21-3,22	3,22	3,30	5	205		25	8 213	
3,25-3,26	3,26	3,31	5	72	277	18	3 072	11 285
			<b>786</b>	<b>55 146</b>	<b>55 146</b>	<b>2 941</b>	<b>55 146</b>	<b>55 146</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 62

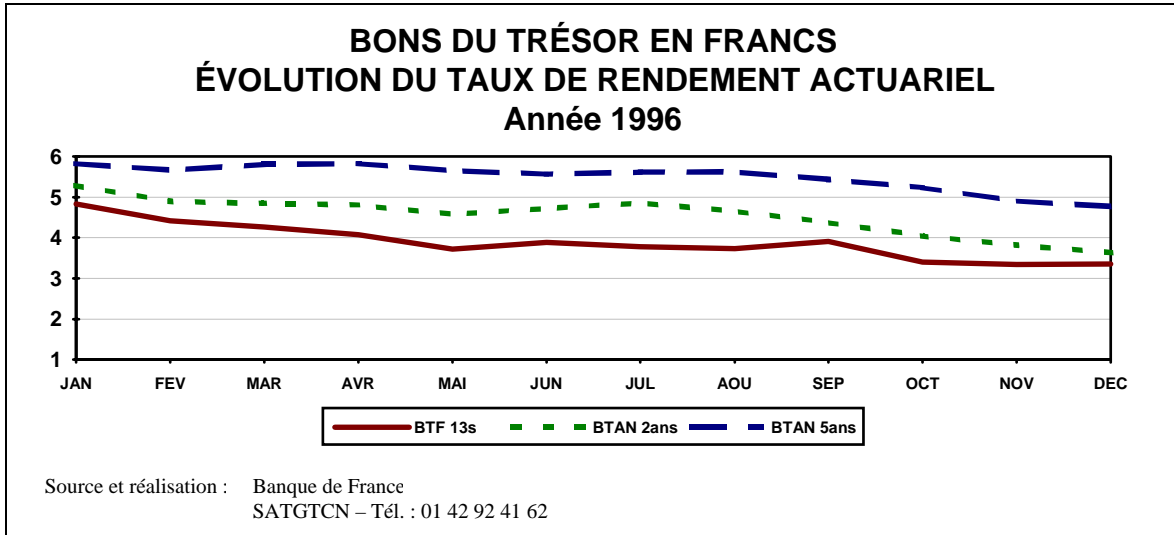
ANNEXE 12



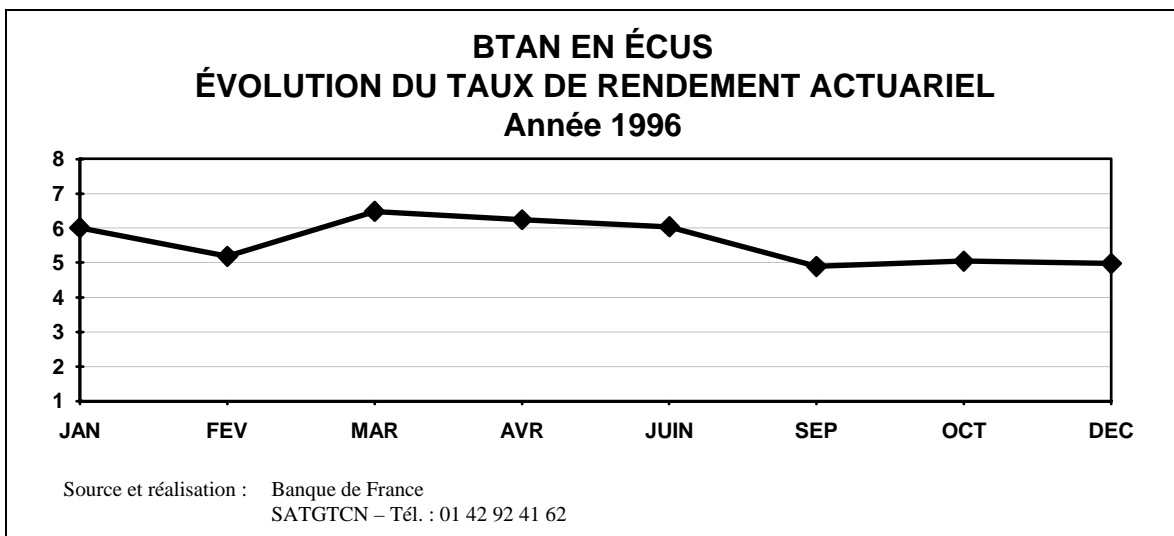
ANNEXE 13



## ANNEXE 14



## ANNEXE 15



# ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D' ACTIONS AU QUATRIÈME TRIMESTRE 1996

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter 213 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 182 milliards le trimestre précédent.

---

THIERRY NIQUET

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les valeurs mobilières*

- Après avoir enregistré une reprise significative en septembre, l'activité sur le marché primaire obligataire s'est amplifiée jusqu'à fin novembre, avant de se réduire en décembre.
- Les émissions brutes d'obligations en francs et en écus (effectuées sur les marchés intérieur et international mais cotées à la Bourse de Paris) réglées au quatrième trimestre 1996 ont progressé, de 145 milliards de francs à 186 milliards.
- Nette des amortissements, la collecte globale s'est également accrue, passant de 98 milliards de francs à 111 milliards.
- Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait 4 303 milliards de francs à fin décembre 1996.
- Les émissions d'actions ont progressé, de 75 milliards de francs à 82 milliards, d'un trimestre à l'autre.

## 1. Le marché primaire obligataire <sup>1</sup>

### 1.1. Les principaux flux d'émissions

Dans un contexte caractérisé par une nouvelle orientation à la baisse des taux d'intérêt à court et à long terme, qui a permis aux contrats Pibor et notionnel du Matif de dépasser leurs plus hauts niveaux de l'année, la reprise des émissions observée depuis fin août s'est amplifiée jusqu'à fin novembre, notamment sur le marché de l'eurofranc avec l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents. Par la suite, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc s'est sensiblement réduite, amorçant dès la mi-décembre la traditionnelle « trêve des confiseurs ».

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
Ventilation par secteur émetteur								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	Année 1996	Année 1995		3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	Année 1996	Année 1995
<b>ENSEMBLE DES ÉMISSIONS (FRANCS + ÉCUS)</b>								
65,3	70,7	301,4	263,9	État	64,6	55,6	252,1	212,8
24,4	22,6	94,1	75,2	Établissements de crédit et assimilés	- 10,7	- 18,4	- 56,6	- 31,6
17,5	14,1	61,3	36,5	Sociétés non financières	12,7	6,8	33,3	3,5
-	24,0	49,9	1,0	Autres émetteurs résidents	- 1,0	23,1	46,4	- 4,6
<b>107,2</b>	<b>131,4</b>	<b>506,8</b>	<b>376,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>65,7</b>	<b>67,0</b>	<b>275,2</b>	<b>180,1</b>
97,1	126,3	475,1	365,2	dont émissions intérieures des résidents	58,3	72,2	279,2	196,9
10,1	5,1	31,7	11,2	dont émissions internationales des résidents	7,3	- 5,2	- 3,9	- 16,8
<b>37,7</b>	<b>54,7</b>	<b>156,0</b>	<b>43,5</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>31,8</b>	<b>43,6</b>	<b>132,2</b>	<b>21,0</b>
<b>144,9</b>	<b>186,1</b>	<b>662,8</b>	<b>420,0</b>	<b>TOTAL</b>	<b>97,5</b>	<b>110,6</b>	<b>407,4</b>	<b>201,1</b>
97,1	126,3	475,1	371,3	dont émissions intérieures	58,3	70,7	277,4	200,1
47,8	59,8	187,7	48,7	dont émissions internationales	39,1	40,0	130,0	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 – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 25 février 1997

Globalement, les émissions brutes réglées au cours du quatrième trimestre se sont élevées à 186 milliards de francs (145 milliards le trimestre précédent). L'essentiel (64,1 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur (contre 3,8 % en écus), le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs.

Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 32 % des émissions, uniquement en eurofrancs.

Nette des amortissements, la collecte globale s'est élevée à 111 milliards de francs, en hausse de 13 milliards sur celle du trimestre précédent.

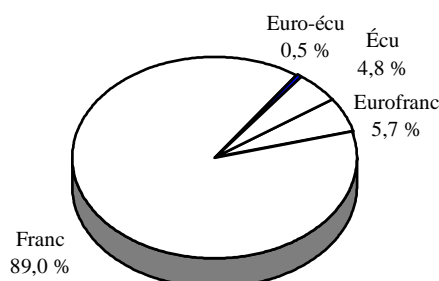
<sup>1</sup> L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

### 1.2. L'activité des émetteurs résidents

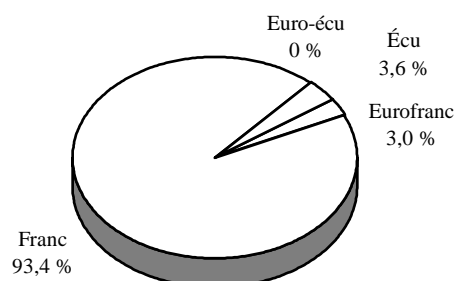
Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est passée de 107 milliards de francs à 131 milliards d'un trimestre à l'autre. Nette des amortissements, elle a atteint 67 milliards de francs au quatrième trimestre 1996 (66 milliards le trimestre précédent). Globalement, les résidents n'ont guère sollicité le compartiment de l'eurofranc, avec 5,7 % du montant de leurs emprunts en 1996, après 3,0 % pour l'ensemble de l'année 1995<sup>1</sup>. La proportion des émissions libellées en écus progresse légèrement d'une période à l'autre.

#### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Année 1996

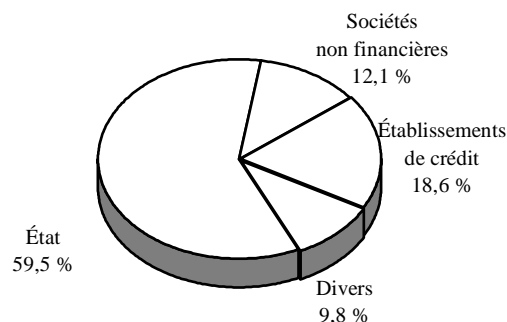


Année 1995

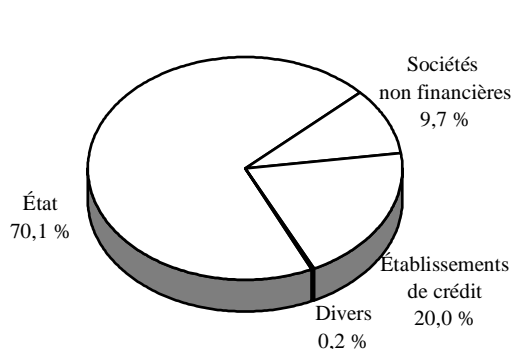


#### ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

Année 1996



Année 1995



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 25 février 1997

<sup>1</sup> 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 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	Année 1996	Année 1995		3 <sup>e</sup> trim. 1996	4 <sup>e</sup> trim. 1996	Année 1996	Année 1995
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
65,3	70,7	301,4	263,9	État	64,6	55,6	252,1	212,8
15,1	19,0	68,6	68,2	Établissements de crédit et assimilés	- 17,7	- 13,8	- 49,7	- 12,3
16,7	12,6	55,2	32,1	Sociétés non financières	12,4	7,4	30,4	0,9
-	24,0	<b>49,9</b>	1,0	Autres émetteurs résidents	- 1,0	23,1	46,4	- 4,6
<b>97,1</b>	<b>126,3</b>	<b>475,1</b>	<b>365,2</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>58,3</b>	<b>72,2</b>	<b>279,2</b>	<b>196,9</b>
-	-	-	<b>6,0</b>	<b>Non-résidents</b>	-	<b>- 1,5</b>	<b>- 1,8</b>	<b>3,2</b>
<b>97,1</b>	<b>126,3</b>	<b>475,1</b>	<b>371,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>58,3</b>	<b>70,7</b>	<b>277,4</b>	<b>200,1</b>
6,7	7,0	24,4	13,7	dont émissions en écus (b)	6,7	7,0	24,4	13,7
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
9,3	3,6	25,5	6,9	Établissements de crédit et assimilés	7,1	- 4,6	- 6,8	- 19,3
0,8	1,5	6,2	4,3	Sociétés non financières	0,3	- 0,6	2,9	2,6
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>10,1</b>	<b>5,1</b>	<b>31,7</b>	<b>11,2</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>7,3</b>	<b>- 5,2</b>	<b>- 3,9</b>	<b>- 16,8</b>
<b>37,7</b>	<b>54,7</b>	<b>156,0</b>	<b>37,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>31,8</b>	<b>45,2</b>	<b>134,0</b>	<b>17,8</b>
<b>47,8</b>	<b>59,8</b>	<b>187,7</b>	<b>48,7</b>	<b>TOTAL</b>	<b>39,1</b>	<b>40,0</b>	<b>130,0</b>	<b>1,1</b>
2,6	-	2,6	-	dont émissions en écus	2,6	-	0,5	- 9,3
2,6	-	2,6	-	dont émissions en écus des résidents	2,6	-	0,5	- 5,2

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

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

Source et réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 25 février 1997

D'un trimestre à l'autre, les émissions brutes de l'État ont progressé, de 65 milliards de francs à 71 milliards.

Les fonds en francs ont été levés sur quatre lignes d'OAT, respectivement à 8 ans (10,1 milliards de francs sur l'OAT 8,25 % février 2004), à 10 ans (22,3 milliards sur l'OAT 6,50 % octobre 2006<sup>1</sup> et 24,2 milliards sur l'OAT à taux révisable, également à échéance octobre 2006, référencée sur le taux à échéance constante à 10 ans TEC 10) et à 15 ans (3,6 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 lors du quatrième trimestre en terminant à 5,60 %, soit une diminution de 90 points de base par rapport à l'adjudication du mois de septembre.

Le complément provient du règlement des adjudications d'OAT en écus portant sur deux lignes, l'OAT 6 % avril 2004 et l'OAT 7 % avril 2006 créée en mai dernier. Le montant brut émis s'est élevé à 1 032 millions d'écus, soit environ 7 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 6,27 % puis 6,26 % et 6,21 % lors de chacune des adjudications, contre 6,82 % en septembre 1996.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques ont atteint 3,5 milliards de francs.

D'importants rachats ayant été effectués au quatrième trimestre 1996 sur le marché secondaire, la collecte nette de l'État s'est finalement établie à 56 milliards de francs (contre 65 milliards le trimestre précédent) et demeure nettement prépondérante sur le marché intérieur, avec plus de 77 % des émissions nettes des résidents.

La collecte brute des autres émetteurs résidents a augmenté de 19 milliards de francs d'un trimestre à l'autre, pour s'établir à 61 milliards environ, dont 5 milliards d'émissions en eurofrancs.

Les établissements de crédit ont recueilli 22,6 milliards de francs (soit près de 40 % de ces fonds). Les banques ont levé 5,2 milliards de francs (7 milliards le trimestre précédent), les sociétés financières ont recueilli 3 milliards de francs (4 milliards le trimestre précédent) et les institutions financières spécialisées 11,4 milliards de francs (plus de 13 milliards auparavant). Les caisses d'épargne ont émis 3 milliards de francs au cours du trimestre sous revue. Nettes des amortissements, la collecte des établissements de crédit a enregistré un nouveau déficit, de 18,4 milliards de francs, après 10,6 milliards au troisième trimestre.

Les sociétés non financières ont réduit, d'un trimestre à l'autre, leur appel au marché (14,1 milliards de francs, contre 17,5 milliards le trimestre précédent). Les grandes entreprises nationales ont collecté 3,5 milliards de francs et les autres sociétés non financières ont levé 10,6 milliards. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un excédent de 7 milliards de francs, après 13 milliards au troisième trimestre.

### 1.3. Les principaux événements intervenus au cours du quatrième trimestre 1996

Le 31 décembre, le ministère de l'Économie et des Finances a fait connaître le programme indicatif du financement de l'État pour l'année 1997. Le montant des émissions brutes d'OAT devrait être de l'ordre de 320 milliards de francs. Compte tenu du montant des remboursements d'OAT en 1997, évalué à 185,6 milliards de francs, l'encours prévisionnel des OAT devrait s'élever à 2 155,9 milliards au 31 décembre 1997, soit une augmentation de 6,6 % par rapport à l'encours à la fin de l'année 1996 (2 021,5 milliards).

Dans le cadre des adjudications, l'État émettra le premier jeudi de chaque mois au moins 1 milliard de francs en valeur nominale sur une ligne à taux fixe d'échéance à 10 ans. En outre, le Trésor a annoncé le raccourcissement des délais de règlement des adjudications. À partir du second semestre, le règlement de chaque émission sera effectué le jeudi suivant chaque adjudication.

En ce qui concerne le programme de financement en écus, au cours du premier semestre 1997, l'État procédera le deuxième jeudi de chaque mois à des adjudications d'OAT en écus pour un montant minimum de 100 millions d'écus. Au second semestre, les OAT en écus pourront être adjudugées lors de l'émission mensuelle d'OAT en francs. De plus, les caractéristiques (coupon et date d'échéance) des OAT en écus nouvellement créées correspondront dans la mesure du possible à celles de titres d'État en francs. Ainsi, en janvier 1999, les titres émis en francs ou en écus pourront être assimilés dans une seule ligne en euro.

Dans le domaine des projets, le Trésor étudie l'intérêt d'émettre des émissions indexées sur des grandeurs macro-économiques, nouveauté pouvant apparaître dès 1997.

Par ailleurs, le 27 décembre, le Trésor a émis 9 milliards de francs d'OAT sur trois lignes d'échéance 8,50 % 2008 (3 milliards), 6,50 % 2011 (3 milliards) et 8,50 % 2012 (3 milliards) au profit du Fonds de soutien des rentes (FSR), en vue d'assurer la liquidité du marché. Cette réserve pourra être détruite dès que les tensions apparues sur le marché auront disparu. Le Fonds de soutien des rentes est un compte de l'État géré par le Trésor et qui contribue à la gestion active de la dette publique.

La Cades (Caisse d'amortissement de la dette sociale) a procédé en novembre à sa première émission obligataire par voie d'adjudication, pour plus de 11 milliards de francs.

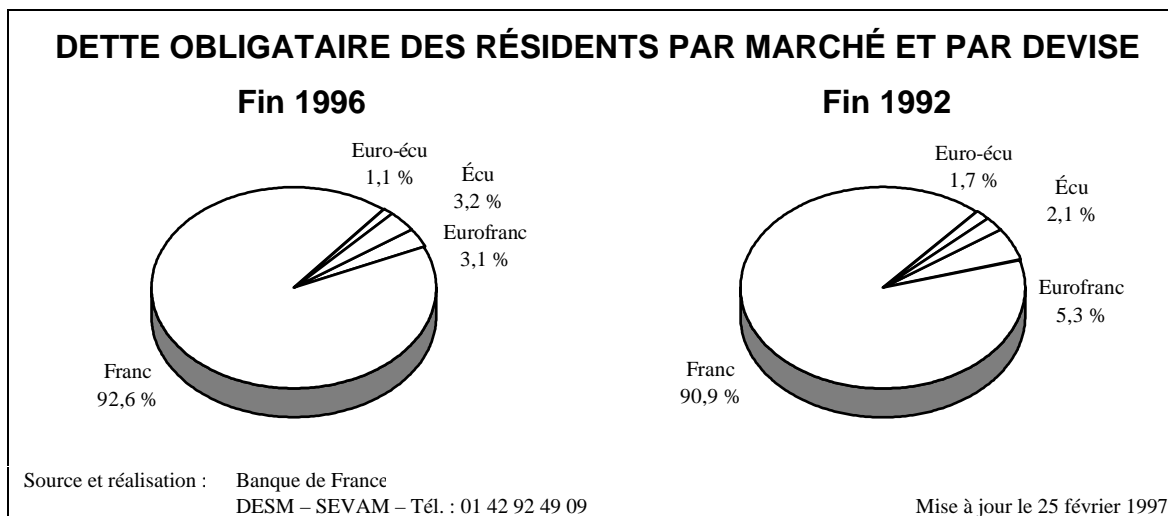
Afin de se faire connaître auprès des investisseurs français avant la mise en place de la monnaie unique, et de tirer parti de taux d'intérêt favorables, de nouveaux émetteurs non résidents sont apparus sur le marché de l'eurofranc, notamment la Norddeutsche Landesbank et la Landesgirokasse (Allemagne), la Nederlandse Waterschapsbank (Pays-Bas), Crediop (Italie), Statkraft (Norvège), Freddie Mac et ING America (États-Unis), la province canadienne de la Colombie britannique, la Korean Development Bank (République de Corée) et Telstra (Australie). Sur le marché domestique, les Galeries Lafayette et Renault, absents depuis 1991 et 1994, respectivement, sont intervenus en décembre.

Sur les quatorze émissions à taux variable réglées lors du quatrième trimestre, onze sont indexées sur le TEC 10, ce qui confirme le succès de cet indice auprès des émetteurs.

#### 1.4. Les encours à fin décembre 1996

<b>DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS<sup>(a)</sup></b>					
<i>(en valeur nominale – en milliards de francs)</i>					
	Fin 1992	Fin 1993	Fin 1994	Fin 1995	Fin 1996
<b>DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR</b>					
– par les résidents .....	2 960	3 300	3 504	3 708	3 984
– par les non-résidents .....	33	31	35	38	36
<b>DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR</b>					
– par les résidents .....	69	84	97	114	138
– par les non-résidents .....	1	1	1	1	1
<b>DETTE EN FRANCS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL</b>					
– par les résidents .....	172	292	337	326	133
– par les non-résidents .....	121	196	272	294	427
<b>DETTE EN ÉCUS ÉMISE SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL</b>					
– par les résidents .....	55	53	53	48	48
– par les non-résidents .....	12	12	8	4	4
<b>TOTAL .....</b>	<b>3 423</b>	<b>3 969</b>	<b>4 307</b>	<b>4 533</b>	<b>4 771</b>
<b>dont dette émise par les résidents .....</b>	<b>3 256</b>	<b>3 729</b>	<b>3 991</b>	<b>4 196</b>	<b>4 303</b>
dont dette émise par les non-résidents.....	167	240	316	337	468
(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris Contrevaleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis cours historique à partir de cette date					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 09					
Mise à jour le 25 février 1997					

Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait 4 303 milliards de francs à fin décembre 1996, contre un peu moins de 3 300 milliards à fin décembre 1992. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète une diminution entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de 7 % à 4 %), ainsi que le léger accroissement de la dette libellée en écus, qui représentait 4,3 % de l'encours global à fin décembre 1996, contre 3,8 % en 1992.



## 2. Le marché des actions <sup>1</sup>

Les émissions d'actions sont passées de 75 milliards de francs à 82 milliards d'un trimestre à l'autre. Au terme de l'année 1996, les émissions d'actions réglées en numéraire ont atteint 286 milliards de francs en 1996, contre 260 milliards en 1995 <sup>2</sup>. Les émissions de titres cotés ont progressé de 36 milliards de francs à 40 milliards sur les périodes correspondantes. Elles ont représenté 14 % du montant total des émissions d'actions.

Les principales augmentations de capital de sociétés cotées ont été le fait de l'UIC, dans le cadre d'une opération de recapitalisation (805 millions), Colas (506 millions) et Vilmorin lors d'une émission d'actions avec bons de souscription (ABSA), pour un montant de 432,8 millions de francs.

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

<sup>2</sup> La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois au moins aux statistiques d'un mois donné.

## ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT

(en milliards de francs)

	Octobre 1996	Novembre 1996	Décembre 1996	Année 1996	Année 1995
ADMINISTRATIONS PUBLIQUES (HORS PTT).....	–	–	0,1	0,1	0,1
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS.....	2,6	0,9	1,1	16,4	19,2
dont banques.....	2,6	0,9	0,8	11,2	13,1
SOCIÉTÉS ET QUASI-SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES...	56,9	7,2	12,9	264,8	235,0
– GEN (y compris PTT).....	–	–	–	3,5	7,8
– Autres sociétés.....	56,9	7,2	12,9	261,3	227,2
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	–	0,1	0,1	4,7	6,3
NON-RÉSIDENTS.....	–	–	–	–	–
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>59,5</b>	<b>8,2</b>	<b>14,2</b>	<b>286,0</b>	<b>260,5</b>
dont émissions de titres cotés (b).....	1,6	1,8	1,4	40,3	35,9
dont émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1,4	1,8	1,2	38,5	38,4

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société-mère et sa filiale

(b) Cote officielle et second marché

(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

Sources : Société des bourses françaises – Banque de France (depuis avril 1995)

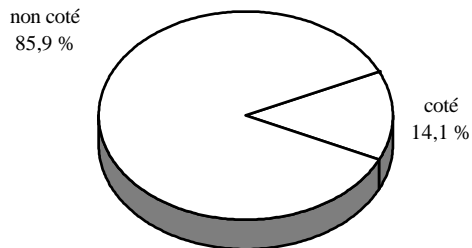
Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 09

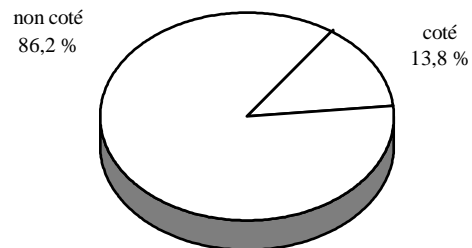
Mise à jour le 25 février 1997

## RÉPARTITION DES ÉMISSIONS D' ACTIONS

Année 1996



Année 1995



Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 09

Mise à jour le 25 février 1997

E N Q U Ê T E S

# LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN DÉCEMBRE 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 208,8 milliards de francs à fin décembre 1996*, en augmentation de 6,1 % par rapport au trimestre précédent et de 18,0 % sur un an. *Le nombre de PEA apparaît en légère augmentation par rapport au trimestre précédent. Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 79 000 francs à fin décembre, en augmentation de 5,8 % par rapport à septembre 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'affaires<sup>1</sup> et les sociétés de bourse. Ils atteignaient en moyenne 363 000 francs à fin septembre chez cette catégorie de dépositaires, contre 100 000 francs chez les trois grandes banques et 64 000 francs chez les « autres établissements ».*

Le nombre de PEA en fonctionnement (2,6 millions) a diminué de plus de 25 000 depuis le début de l'année 1996 et de 217 000 depuis fin juin 1994, date marquant le début du mouvement de baisse.

La présente étude fait apparaître pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse d'importants transferts d'obligations d'État (emprunt Balladur, venant à échéance en juillet 1997, qui avait été

<sup>1</sup> 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.

admis dans les PEA) vers les actions et les titres d'OPCVM « actions ». En volume, les portefeuilles d'actions détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM ont progressé ainsi d'environ 4 %. Pour les « autres établissements » et les trois grandes banques, en revanche, on a enregistré une diminution de ces valeurs de l'ordre de 1,5 %.

La progression enregistrée par les encours des PEA au quatrième trimestre 1996, en dépit de la fiscalité plus lourde sur les gains en Bourse à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1997, semble liée à l'évolution très positive des cours boursiers. On observe que 7 600 PEA supplémentaires ont été comptabilisés entre septembre et décembre 1996, alors qu'un mouvement de contraction du nombre de détenteurs de ce produit était observé depuis deux ans et demi.

MONIQUE CHOCRON  
LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires  
Service d'Études sur les 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 dépositaires<sup>1</sup>. Les données présentées permettent d'appréhender l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du quatrième 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.

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



## 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)	
	Septembre 1996	Décembre 1996	Décembre 1996/ Septembre 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
Actions.....	78 314	84 107	7,4	39,8	40,3
Obligations émises par l'État.....	37 210	36 245	- 2,6	18,9	17,4
OPCVM « actions ».....	81 195	88 435	8,9	41,3	42,3
<b>TOTAL</b>	<b>196 719</b>	<b>208 787</b>	<b>6,1</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA.....	2 627 554	2 635 205	0,3		

Réalisation : Banque de France  
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82  
Mise à jour le 4 mars 1997

En décembre 1996, par rapport à septembre 1996, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 6,1 % et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 208,8 milliards de francs (contre 196,7 milliards à fin septembre) auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 8,6 milliards<sup>1</sup>.

Cependant, corrigés de l'évolution des indices de cours<sup>2</sup>, les encours d'actions et d'OPCVM « actions » ont diminué globalement de 1,0 % et les encours d'obligations ont diminué de 4,6 %.

Le nombre de PEA (environ 2,6 millions), pratiquement sans changement 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 »)<sup>3</sup>, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : septembre 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 troisième 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 (42,3 %, contre 40,3 % pour les actions détenues en direct et 17,4 % pour les obligations) (cf. 1.1.).

<sup>1</sup> Les données de l'enquête sont proches de celles de la direction du Trésor.

<sup>2</sup> Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 9,2 % au quatrième trimestre 1996  
Indice Crédit lyonnais des emprunts d'État : + 2,0 %

<sup>3</sup> Selon la nouvelle classification de la Commission des opérations de bourse (COB), entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 1994

### ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN SEPTEMBRE 1996

	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions .....	363 440	35,7
Obligations .....	521 399	51,2
Titres d'OPCVM « actions » .....	133 465	13,1
<b>TOTAL .....</b>	<b>1 018 304</b>	<b>100,0</b>

Réalisation : Banque de France  
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82  
Mise à jour le 4 mars 1997

#### 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

	<i>(en pourcentage)</i>	
	Septembre 1996	Décembre 1996
Actions .....	21,6	23,1
Obligations .....	7,1	7,0
Titres d'OPCVM « actions » .....	60,8	66,3
<b>TOTAL .....</b>	<b>19,3</b>	<b>20,5</b>
Total des portefeuilles (a).....	10,4	11,0

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères  
Réalisation : Banque de France  
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82  
Mise à jour le 4 mars 1997

À la fin du troisième trimestre 1996, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 10,4 % des portefeuilles-titres à fin septembre 1996 <sup>1</sup>.

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 plus de 40 points à fin décembre 1996).

<sup>1</sup> Derniers chiffres connus

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

<b>COMPTE-TITRES MOYEN ET DU PEA MOYEN</b>			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Septembre 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
Actions françaises.....	28 858	29 805	31 917
Obligations françaises.....	41 400	14 161	13 754
Titres d'OPCVM « actions ».....	10 597	30 901	33 559
Autres titres (a).....	69 863	-	-
<b>TOTAL.....</b>	<b>150 719</b>	<b>74 868</b>	<b>79 230</b>
(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM			
Réalisation : Banque de France			
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 4 mars 1997

Au 30 septembre 1996, on dénombrait 12 594 097 comptes-titres <sup>1</sup> et, au 31 décembre 1996, on comptait 2 635 205 PEA, soit 20,9 % du total.

Selon l'enquête, 7 600 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du quatrième trimestre 1996, alors que 15 300 PEA avaient disparu au trimestre précédent. Au total, le nombre des PEA en fonctionnement s'est réduit de 217 000 depuis juin 1994, date à laquelle s'est amorcé le mouvement de baisse.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 79 230 francs à fin décembre 1996 (+ 5,8 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 30 septembre 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.

<sup>1</sup> 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

<b>COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS</b>				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Septembre 1996	Décembre 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>				
Actions.....	8 632	9 616	64,6	65,5
Obligations émises par l'État.....	1 811	1 579	13,5	10,7
OPCVM « actions ».....	2 925	3 491	21,9	23,8
<b>TOTAL.....</b>	<b>13 368</b>	<b>14 686</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA.....	39 137	40 457		
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>				
Actions.....	29 380	31 633	39,0	39,6
Obligations émises par l'État.....	13 971	13 659	18,5	17,1
OPCVM « actions ».....	31 988	34 603	42,5	43,3
<b>TOTAL.....</b>	<b>75 339</b>	<b>79 895</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA.....	804 442	802 261		
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>				
Actions.....	40 302	42 858	37,3	37,5
Obligations émises par l'État.....	21 428	21 007	19,8	18,4
OPCVM « actions ».....	46 282	50 341	42,9	44,1
<b>TOTAL.....</b>	<b>108 012</b>	<b>114 206</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Nombre de PEA.....	1 783 975	1 792 487		
Réalisation : Banque de France DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82				
			Mise à jour le 4 mars 1997	

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 les trois groupes d'établissements, la part des obligations a diminué, principalement au profit de celle des titres d'OPCVM « actions ».

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,5 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 30,4 % pour les trois grandes banques et 68,0 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent<sup>1</sup>, les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert au 30 septembre 1996 plus de PEA que les autres réseaux.

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

<b>ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS</b>	
<i>(en pourcentage)</i>	
	Décembre 1996/Septembre 1996
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>	
Actions .....	11,4
Obligations émises par l'État .....	- 12,8
OPCVM « actions » .....	19,4
<b>TOTAL</b> .....	<b>9,9</b>
Nombre de PEA .....	3,4
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>	
Actions .....	7,7
Obligations émises par l'État .....	- 2,2
OPCVM « actions » .....	8,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>6,0</b>
Nombre de PEA .....	- 0,3
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>	
Actions .....	6,3
Obligations émises par l'État .....	- 2,0
OPCVM « actions » .....	8,8
<b>TOTAL</b> .....	<b>5,7</b>
Nombre de PEA .....	0,5
Réalisation : Banque de France DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82	
Mise à jour le 4 mars 1997	

L'augmentation globale du nombre de PEA (+ 0,3 %) recouvre une progression chez les banques d'affaires et sociétés de bourse et les « autres établissements » (respectivement, 1 300 comptes et 8 500 comptes) et une légère diminution chez les trois grandes banques (- 2 200 comptes).

On observe, chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, des transferts des obligations d'État vers les actions et les titres d'OPCVM « actions » qui ont progressé d'environ 4 % en volume. À l'inverse, hors plus-values, les encours de ces valeurs ont perdu 1,3 % et 1,6 % chez les trois grandes banques et chez les « autres établissements ».

La composante « obligations », pour l'ensemble des informateurs, a diminué en volume de près de 5 %.

**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**

<b>POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Septembre 1996	Décembre 1996
<b>BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE</b>		
Actions .....	15,1	16,9
Obligations .....	11,4	10,0
Titres d'OPCVM « actions » .....	34,1	40,7
<b>TOTAL .....</b>	<b>16,4</b>	<b>18,0</b>
Total des portefeuilles (a) .....	7,5	8,2
<b>LES TROIS GRANDES BANQUES</b>		
Actions .....	21,9	23,6
Obligations .....	10,1	9,9
Titres d'OPCVM « actions » .....	64,2	69,5
<b>TOTAL .....</b>	<b>23,4</b>	<b>24,9</b>
Total des portefeuilles (a) .....	12,4	13,2
<b>AUTRES ÉTABLISSEMENTS</b>		
Actions .....	23,4	24,9
Obligations .....	5,8	5,7
Titres d'OPCVM « actions » .....	61,6	67,0
<b>TOTAL .....</b>	<b>17,6</b>	<b>18,6</b>
Total des portefeuilles (a) .....	9,7	10,3
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Service d'Études sur les valeurs mobilières – Tél. : 01 42 92 28 82		Mise à jour le 4 mars 1997

À fin décembre 1996, les PEA représentaient 24,9 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions » dans les trois grandes banques, 18,6 % dans les « autres établissements » et 18,0 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, chiffres plus importants que ceux du trimestre précédent.

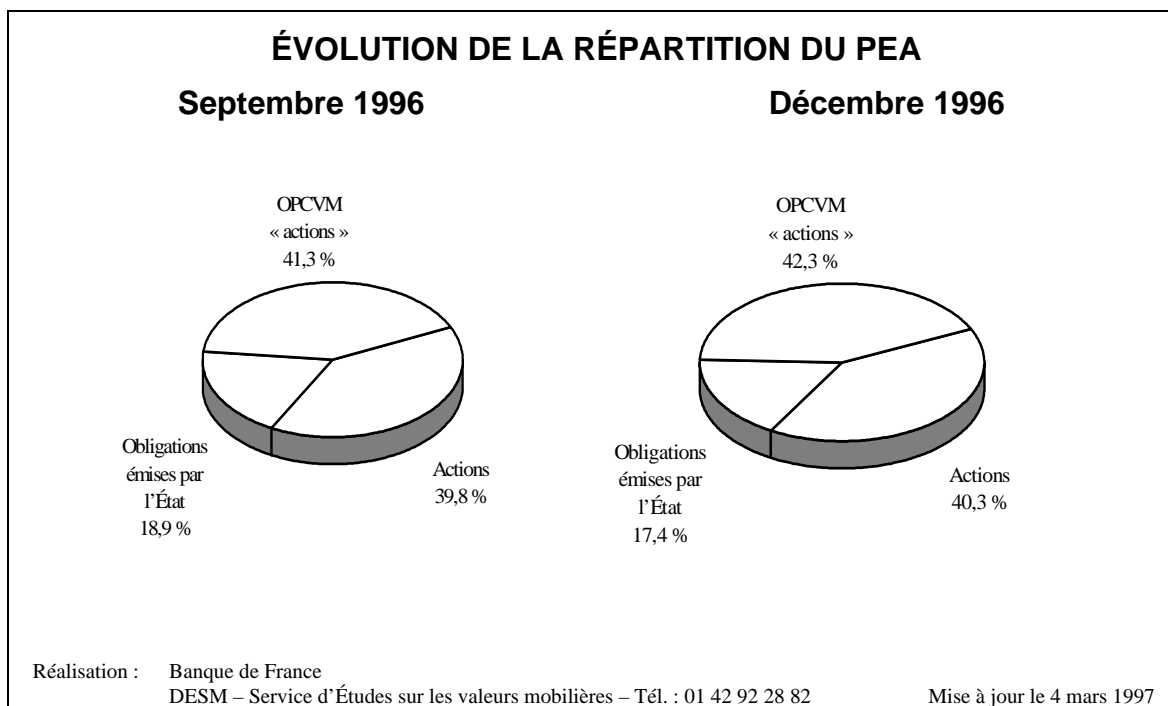
Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 13,2 % du total pour les trois grandes banques, 10,3 % pour les « autres établissements » et 8,2 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

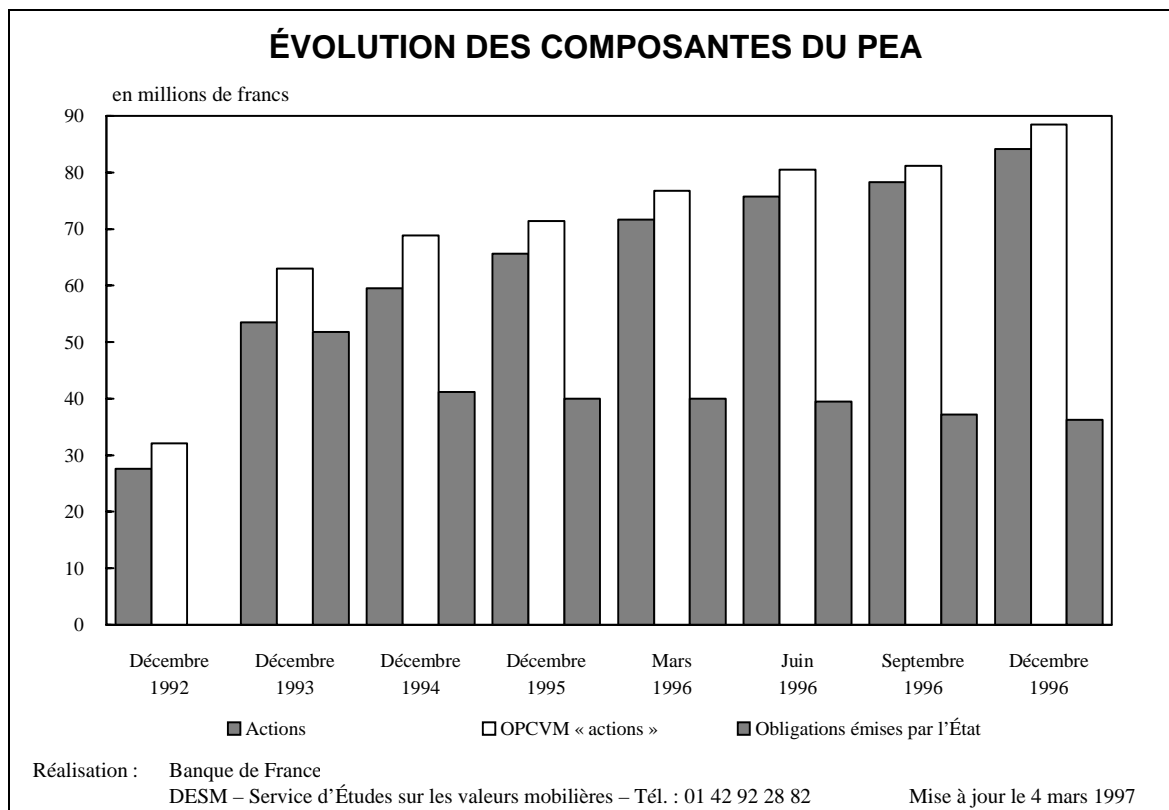
**2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire <sup>1</sup>**

À fin décembre 1996, la valeur moyenne des PEA représentait 41,7 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 52,7 % dans les « autres établissements » et 52,3 % 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 (65,5 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (43,3 % du portefeuille des trois grandes banques et 44,1 % du portefeuille des « autres établissements »).

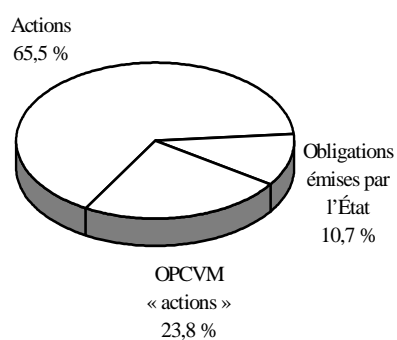
<sup>1</sup> Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (Tél. : 01 42 92 52 87).



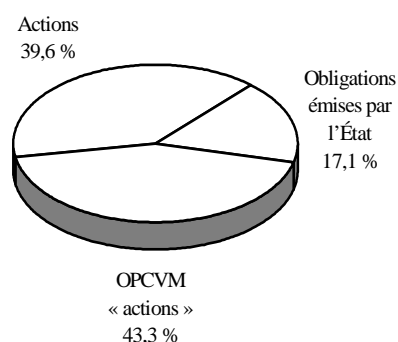




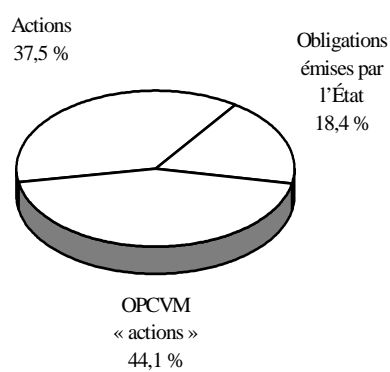
## RÉPARTITION DU PEA À FIN DÉCEMBRE 1996

Banques d'affaires ou de portefeuilles  
et sociétés de bourse

## Les trois grandes banques



## Autres établissements



# 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 de la Banque de France au président de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, relative au régime des réserves obligatoires en France métropolitaine***

*– en date du 14 février 1997*

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte de la décision n° 97-1 modifiant la décision n° 94-1 du Conseil de la politique monétaire, prise en application de la loi n° 93-980 du 4 août 1993 qui prévoit que ce Conseil définit les règles d'assiette et de taux des réserves obligatoires.

Je vous transmets également le texte de l'instruction n° 2-97 de la Banque de France qui fixe les modalités de mise en œuvre de cette décision.

Je vous serais obligé de bien vouloir assurer la diffusion de ce courrier auprès de vos adhérents en leur précisant que les nouveaux textes visent à exonérer les opérations de pension livrée de réserves obligatoires sans toutefois modifier le reste du dispositif des réserves obligatoires en vigueur antérieurement.

**Décision n° 97-1 modifiant la décision 94-1 du 24 mars 1994  
définissant le régime des réserves obligatoires en France métropolitaine**

– en date du 13 février 1997

Le Conseil de la politique monétaire,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 7,

Après en avoir délibéré,

Décide les modifications suivantes :

*L'article 2 – alinéa premier* devient :

- « 1. Exigibilités de toute nature, enregistrées à des comptes de résidents, à l'exception :
- de celles enregistrées aux comptes d'établissements assujettis ;
  - de celles enregistrées sous forme de pensions livrées (sous la rubrique « Titres donnés en pension livrée ») ;
  - des comptes et plans d'épargne-logement ;
  - des comptes d'épargne populaire ;
  - des comptes d'épargne entreprise ;
  - des premiers livrets des caisses d'épargne et de prévoyance ;
  - des comptes espèces ouverts au titre des plans d'épargne en vue de la retraite ;
  - des plans d'épargne populaire ;
  - des plans d'épargne en actions. »

Les autres alinéas de l'article 2 demeurent inchangés.

*L'article 3* devient, pour ce qui concerne les premiers alinéas :

*Article 3.* – « Les taux de réserves applicables à ces exigibilités et engagements sont les suivants :

- *Exigibilités et engagements en francs* :
- 1,0 % pour les exigibilités et engagements de toute nature, y compris les valeurs données en pensions et rémérés, d'une durée initiale inférieure à dix jours à l'exception des comptes sur livret ;
  - 1,0 % pour les comptes sur livret ;
  - 0,5 % pour les autres exigibilités et engagements, y compris les valeurs données en pensions et rémérés, d'une durée initiale au moins égale à dix jours et inférieure ou égale à un an ;
  - 0 % pour les autres exigibilités et engagements, y compris les valeurs données en pensions et rémérés, d'une durée initiale supérieure à un an et inférieure à deux ans. »

Le reste de l'article 3 n'est pas modifié.

Les autres dispositions de la décision n° 94-1 restent inchangées.

**Instruction n° 2-97 modifiant l'instruction n° 1-94 du 24 mars 1994 relative au système des réserves obligatoires**

– en date du 14 février 1997

prise en application de la décision n° 97-1 du Conseil de la politique monétaire en date du 13 février 1997

L'article 2 – alinéa 1 devient :

- « 1. Exigibilités de toute nature, enregistrées à des comptes de résidents, à l'exception :
- des opérations avec les établissements assujettis <sup>1</sup> ;
  - des titres donnés en pension livrée (figurant sous la rubrique « Opérations sur titres – Titres donnés en pension livrée ») ;
  - des comptes et plans d'épargne-logement ;
  - des comptes d'épargne populaire ;
  - des comptes d'épargne entreprise ;
  - des premiers livrets des caisses d'épargne et de prévoyance ;
  - des comptes espèces ouverts au titre des plans d'épargne en vue de la retraite ;
  - des plans d'épargne populaire ;
  - des plans d'épargne en actions ».

Les autres alinéas de l'article 2 demeurent sans changement.

L'article 3 devient, pour ce qui concerne les premiers alinéas :

« Article 3. – Conformément à l'article 3 de la décision n° 97-1 du Conseil de la politique monétaire, les taux des réserves applicables à ces exigibilités et engagements sont les suivants :

– *Exigibilités et engagements en francs* :

- 1,0 % pour les exigibilités et engagements de toute nature, y compris les valeurs données en pensions (enregistrées sous la rubrique « Opérations avec la clientèle ») et rémérés, d'une durée initiale inférieure à dix jours, à l'exception des comptes sur livret ;
- 1,0 % pour les comptes sur livret ;
- 0,5 % pour les autres exigibilités et engagements, y compris les valeurs données en pensions (enregistrées sous la rubrique « Opérations avec la clientèle ») et rémérés, d'une durée initiale au moins égale à dix jours et inférieure ou égale à un an ;
- 0 % pour les autres exigibilités et engagements, y compris les valeurs données en pensions (enregistrées sous la rubrique « Opérations avec la clientèle ») et rémérés, d'une durée initiale supérieure à un an et inférieure à deux ans ».

Les autres dispositions de l'instruction n° 1-94 ainsi que l'annexe II demeurent inchangées. L'annexe I est remplacée par le texte joint.

La présente instruction, qui sera publiée au Journal officiel, entre en application à compter de la période de constitution de réserves débutant le 16 février 1997.

---

<sup>1</sup> Ainsi que des dépôts de la Caisse française de développement

**ÉLÉMENTS ENTRANT DANS LE CALCUL DU SEUIL DES EXIGIBILITÉS  
ET ENGAGEMENTS HORS BILAN,  
DÉFINI DANS L'ARTICLE 7 DE L'INSTRUCTION N° 1-94**

Ces éléments sont extraits des états périodiques — modèle 4000, modèle 4017 et modèle 4024 — fournis à la Commission bancaire, conformément au tableau de concordance ci-dessous.

Exigibilités et engagements hors bilan	Francs résidents toutes durées confondues	Devises résidents toutes durées confondues
<b>OPÉRATIONS AVEC LA CLIENTÈLE</b>		
Emprunts auprès de la clientèle financière .....	H 10 col 1/4000	H 10 col 3/4000
Valeurs données en pension.....	H 20 col 1/4000	H 20 col 3/4000
Comptes ordinaires créditeurs .....	H 40 col 1/4000	H 40 col 3/4000
Comptes d'épargne à régime spécial .....	H 6A col 1/4000	H 6A col 3/4000
Comptes créditeurs à terme.....	H 7A col 1/4000	H 7A col 3/4000
Bons de caisse et bons d'épargne .....	H 80 col 1/4000	H 80 col 3/4000
Autres sommes dues.....	H 90 col 1/4000	H 90 col 3/4000
<b>OPÉRATIONS SUR TITRES</b>		
Titres de créances négociables.....	J8J col 1/4000	J8J col 3/4000
<b>ENGAGEMENTS SUR TITRES</b>		
Titres vendus avec faculté de rachat ou de reprise (a).....	111-112-119-121-122-123-130-140- col 2 à 5/4024 feuillet I	111-112-119-121-122-123-130-140- col 2 à 5/4 24 feuillet I

(a) À l'exclusion des opérations avec des établissements assujettis, conformément à l'article 2 de l'Instruction n° 1-94 de la Banque de France modifiée par l'Instruction n° 2-97

---

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

du 1<sup>er</sup> au 28 février 1997

### Banque de France

#### **Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007 et 6,50 % avril 2011 (Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 4 février 1997

Le jeudi 6 février 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 23 milliards de francs et 25 milliards avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 5,50 % avril 2007 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 110 francs payable le 25 février de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 25 février 1997, soit 92,22 francs par obligation.

2. OAT 6,50 % avril 2011 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1996. Coupon annuel : 130 francs payable le 25 février de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2011.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 25 février 1997, soit 108,98 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 25 février 1997.

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<sup>e</sup> 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 6 février 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 7 février 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 5,50 % AVRIL 2007</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,30	200 000 000	200 000 000	99,30
99,28	400 000 000	600 000 000	99,29
99,26	400 000 000	1 000 000 000	99,28
99,24	2 500 000 000	3 500 000 000	99,25
99,22	6 800 000 000	10 300 000 000	99,23
99,20	5 500 000 000	15 800 000 000	99,22
99,18	1 400 000 000	17 200 000 000	99,22
99,16	900 000 000	18 100 000 000	99,21
99,14	600 000 000	18 700 000 000	99,21
99,10	2 500 000 000	21 200 000 000	99,20
Prix limite retenu : 99,16 % (taux de rendement : 5,61 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,21 % (taux de rendement : 5,60 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 2 janvier 1997	Séance du 6 février 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	14 810	18 100	3 290
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	5,95	5,61	-0,34
– au prix moyen pondéré .....	5,94	5,60	-0,34

<b>OAT 6,50 % AVRIL 2011</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,04	300 000 000	300 000 000	106,04
106,02	600 000 000	900 000 000	106,03
106,00	1 000 000 000	1 900 000 000	106,01
105,98	1 100 000 000	3 000 000 000	106,00
105,96	900 000 000	3 900 000 000	105,99
105,94	800 000 000	4 700 000 000	105,98
105,92	500 000 000	5 200 000 000	105,98
105,90	600 000 000	5 800 000 000	105,97
105,88	400 000 000	6 200 000 000	105,96
105,86	200 000 000	6 400 000 000	105,96
105,84	200 000 000	6 600 000 000	105,96
105,80	500 000 000	7 100 000 000	105,95
105,78	1 000 000 000	8 100 000 000	105,92
Prix limite retenu : 105,90 % (taux de rendement : 5,87 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 105,97 % (taux de rendement : 5,87 %)			



<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 octobre 1996	Séance du 6 février 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	3 050	5 800	2 750
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,31	5,87	-0,44
– au prix moyen pondéré.....	6,31	5,87	-0,44

– *Résultat global de l'adjudication du 6 février 1997*  
(Communiqué de la Banque de France en date du 7 février 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 6 février 1997, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 268 millions de francs pour les offres d'avant séance et 3 344 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 23 900 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 27 512 millions de francs se répartissant comme suit.

*(en millions de francs)*

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % avril 2007 .....	18 100	168	2 525	20 793
OAT 6,50 % avril 2011 .....	5 800	100	819	6 719
<b>Total.....</b>	<b>23 900</b>	<b>3 612</b>		<b>27 512</b>

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

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007 en écus**  
(Communiqué de la Banque de France)

– en date du 11 février 1997

Le jeudi 13 février 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007 de 500 écus.

Le montant global émis sera compris entre 400 millions d'écus et 600 millions.

Les caractéristiques de l'OAT sont les suivantes :

– OAT 5,50 % avril 2007 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1996.

Coupon annuel : 27,5 écus payable le 27 février de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1996 au 27 février 1997, soit 23,205 écus par obligation.

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

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<sup>e</sup> 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 14 février 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjugé en séance.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus lors des trois précédentes séances d'adjudication en écus (novembre, décembre 1996 et janvier 1997).

<b>OAT 5,50 % AVRIL 2007 DE 500 ÉCUS</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
97,00	30 000 000	30 000 000	97,00
96,98	80 000 000	110 000 000	96,99
96,96	100 000 000	210 000 000	96,97
96,94	130 000 000	340 000 000	96,96
96,92	105 000 000	445 000 000	96,95
96,90	150 000 000	595 000 000	96,94
96,88	140 000 000	735 000 000	96,93
96,86	175 000 000	910 000 000	96,91
96,84	110 000 000	1 020 000 000	96,91
96,82	70 000 000	1 090 000 000	96,90
96,80	55 000 000	1 145 000 000	96,90
96,78	100 000 000	1 245 000 000	96,89
96,76	20 000 000	1 265 000 000	96,88
96,74	100 000 000	1 365 000 000	96,87
96,70	160 000 000	1 525 000 000	96,86
96,68	50 000 000	1 575 000 000	96,85
96,66	50 000 000	1 625 000 000	96,84
96,60	50 000 000	1 675 000 000	96,84
96,50	80 000 000	1 755 000 000	96,82
Prix limite retenu : 96,90 % (taux de rendement : 5,91 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 96,94 % (taux de rendement : 5,91 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 9 janvier 1997	Séance du 13 février 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	775	595	-180
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	6,34	5,91	-0,43
– au prix moyen pondéré .....	6,34	5,91	-0,43

– Résultat global de l'adjudication du 13 février 1997  
(Communiqué de la Banque de France en date du 14 février 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor en écus du 13 février 1997, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor s'élève à 143 millions d'écus.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des titres souscrits par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 595 millions d'écus.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 738 millions d'écus se répartissant comme suit.

(en millions d'écus)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives retenues	Total
OAT 5,50 % avril 2007 .....	595	143	738
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67			

## Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 6 FÉVRIER 1997

- Arrêté du 4 février 1997 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % 25 avril 2007 destinées aux personnes physiques.
- Circulaire du 28 janvier 1997 relative au régime de l'épargne-logement.

JO DU 8 FÉVRIER 1997

- Arrêté du 29 janvier 1997 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de décembre 1996.

JO DU 9 FÉVRIER 1997

- Décret n° 97-112 du 7 février 1997 portant suppression du cours légal d'un billet de la Banque de France.

JO DES 10 ET 11 FÉVRIER 1997

- Décret n° 97-115 du 10 février 1997 fixant le taux de l'intérêt légal pour l'année 1997 (3,87 %).

JO DU 12 FÉVRIER 1997

- Arrêté du 7 février 1997 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 4,75 % mars 2002.

JO DU 13 FÉVRIER 1997

- Décret n° 97-128 du 12 février 1997 autorisant la société Thomson-CSF à transférer au secteur privé le capital social de la société Thomainfor holding SA.

JO DU 22 FÉVRIER 1997

- Décret n° 97-159 du 21 février 1997 autorisant les sociétés GAN International et GAN Capitalisation à transférer au secteur privé le capital social de la Compagnie transcontinentale de réassurance.

JO DU 27 FÉVRIER 1997

- Décret n° 97-171 du 20 février 1997 soumettant la société Paris Terminal SA au contrôle économique et financier de l'État.
- Décret n° 97-172 du 26 février 1997 autorisant le transfert au secteur privé de la société Thomson SA.

JO DU 28 FÉVRIER 1997

- Décret n° 97-177 du 26 février 1997 fixant les modalités de mise en œuvre de l'échelonnement de paiement applicable aux actions cédées au cours des opérations de privatisation réalisées selon les procédures du marché financier.