

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 45

SEPTEMBRE 1997

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

À l'exception de l'Allemagne et du Japon, où la demande interne demeure peu dynamique, la croissance est restée soutenue ou s'est accélérée, sur les derniers mois connus, dans les principaux pays étrangers. La hausse des prix est demeurée contenue et les tensions observées sur les taux à long terme en août se sont apaisées en fin de mois.

L'évolution des principales devises en août

Le dollar a connu une évolution heurtée : poursuivant sa progression du mois précédent, il a atteint, le 6 août, son plus haut niveau depuis 8 ans face au deutschemark, avant de reculer de manière irrégulière, perdant respectivement 1,6 % contre la monnaie allemande et 2,0 % contre franc par rapport à fin juillet. Le deutschemark a peu varié vis-à-vis de la plupart des devises du mécanisme de change européen. La livre sterling s'est affichée en très net recul. La crise monétaire des pays d'Asie du Sud-Est s'est amplifiée. Le franc a fait preuve, sur la période, d'une faible volatilité, avec une tendance légèrement haussière.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en août

Selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont augmenté de 0,3 % en août, leur hausse sur un an s'établissant à 1,5 %. Au deuxième trimestre, le PIB a progressé, selon les premiers résultats, de 1,0 % en volume, contre 0,2 % au trimestre précédent. En juillet, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1 de l'ANPE) a diminué de 0,6 % sur un mois et augmenté de 1,7 % sur un an, pour atteindre 3 113 000 personnes ; le taux de chômage (au sens du BIT) a reculé de 0,1 point d'un mois à l'autre, à 12,5 % de la population active (contre 12,4 % un an auparavant).

La balance des paiements en juin

En données FAB-FAB cvs, le *commerce extérieur* a dégagé un excédent de 18,8 milliards de francs, (après 16,3 milliards en mai), portant le solde du semestre à 82,1 milliards, contre 39,8 milliards pour les six premiers mois de 1996, avec une progression de 10,5 % des exportations et de 4,9 % des importations. Sur douze mois glissants à fin juin 1997, le solde cumulé s'établit à + 131,8 milliards de francs, contre + 66,4 milliards pour la période correspondante arrêtée à fin juin 1996.

L'excédent du *compte de transactions courantes* s'est inscrit à un niveau très élevé (21,7 milliards de francs en données brutes, après 20,2 milliards en mai), en raison, notamment, du solde des biens et services. Sur le premier semestre, le solde positif cumulé dépasse déjà celui de l'ensemble de l'année 1996 (118 milliards de francs, à rapprocher de 105 milliards).

La capacité de financement dégagée par l'excédent des transactions courantes se retrouve dans les placements nets à l'étranger enregistrés au *compte financier*, dont le solde a atteint, en données brutes, – 15,9 milliards de francs en juin. Les *investissements directs* ont enregistré des sorties nettes en forte progression (20,2 milliards de francs, contre 1,4 milliard en mai), tandis que les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine d'entrées nettes de 26,1 milliards (contre des sorties nettes de 35,1 milliards en mai). Les *autres investissements* ont suscité des sorties nettes de 21,6 milliards de francs, sous l'effet principal d'une baisse des engagements de 21,3 milliards, alors que les avoirs demeuraient quasiment stables (– 0,4 milliard).

Les *avoirs de réserve* bruts ont peu varié (+ 0,2 milliard de francs) en juin, mais s'inscrivent en progression de 19,5 milliards sur l'ensemble du semestre.

Les marchés de capitaux en août

L'évolution des marchés de taux français a été marquée par un léger mouvement de repentification de la courbe des rendements sur les échéances au-delà de six mois.

Ce mouvement a été lié à un renforcement des anticipations de resserrement des politiques monétaires en Europe, qui s'est développé à la faveur de la fermeté du dollar et de la confirmation de la reprise économique sur le continent.

Déjà amorcé au cours du mois de juillet sur les échéances intermédiaires de six mois à cinq ans, il s'est propagé au mois d'août aux échéances plus longues. En effet, le marché obligataire français a subi l'influence des évolutions aux États-Unis, où la vigueur de la croissance a conduit les opérateurs à continuer d'anticiper une remontée des taux des fonds fédéraux.

La hausse des taux longs sur le marché français, comme sur les principaux marchés européens, a toutefois été plus limitée que celle enregistrée outre-Atlantique. D'une fin de mois à l'autre, le taux à dix ans français est ainsi passé de 5,44 % à 5,60 % ; l'écart négatif avec le taux obligataire américain, sur la même période, est passé de 70 à 84 points de base, alors que celui constaté avec son homologue allemand demeurerait stable, à une dizaine de points de base.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 318,4 milliards de francs à la fin du mois d'août, contre 1 326,1 milliards fin juillet. Cette décade est commune à la totalité des titres, à l'exception des billets de trésorerie. La baisse la plus importante concerne les certificats de dépôt, dont l'encours a diminué de 8,1 milliards de francs ; cette évolution s'explique essentiellement par un important volume de titres échus se rapportant à des opérations initiées à la fin du mois de mai. L'encours des bons des institutions et des sociétés financières a régressé de 4,3 milliards de francs et celui des bons à moyen terme négociables de 1,7 milliard. L'encours des billets de trésorerie a progressé de 6,4 milliards de francs, pour s'établir à 243,9 milliards.

Les moyennes de taux à l'émission relevées pour les titres courts émis pendant la période traduisent une relative stabilité pour les émissions effectuées à moins de six mois et une relative tension au-delà. Cette tendance est confirmée par les écarts observés sur les taux de rendement des bons à moyen terme négociables émis sur les maturités inférieures ou égales à cinq ans, qui sont compris entre 15 points de base et 30 points de base, selon les échéances.

En raison de la traditionnelle trêve estivale observée en début de période, le montant des émissions obligataires réglées en août a reculé par rapport à celui de juillet. Cette évolution reflète, d'une part, une forte diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur et, d'autre part, un léger accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment le premier emprunt en francs du Fonds de développement social du Conseil de l'Europe.

La Bourse de Paris s'est sensiblement repliée, à l'instar des principales places boursières mondiales. Après la forte progression de ces derniers mois, ce mouvement de correction a été d'ampleur relativement importante, quoique inférieur à celui observé sur d'autres places telles que Francfort ou Tokyo.

Les agrégats monétaires

En juillet 1997, les moyens de paiement *M1* se sont accrus de 0,8 %, leur croissance s'établissant à 5,1 % sur un an. L'essor des livrets à taux administrés s'est poursuivi. Ainsi l'agrégat *M2* a progressé de 1,1 % en juillet et de 7,8 % sur un an. L'ensemble des placements liquides référencés aux taux monétaires (*M3 – M2*) s'est à nouveau contracté. Au total, l'agrégat *M3* a enregistré une croissance de 0,3 % en juillet et son glissement annuel est revenu à – 0,5 %, après – 0,9 % le mois précédent ; il s'établissait à – 3,1 % en décembre 1996.

L'accroissement des placements d'épargne contractuelle (agrégat *P1*), essentiellement soutenu par le dynamisme des plans d'épargne-logement, s'est poursuivi. Aussi la progression de l'ensemble *M3 + P1* s'est-elle légèrement accélérée tant en juillet (+ 0,6 %, après + 0,3 %) qu'au cours des douze derniers mois (+ 3,4 %, après + 3,1 %).

En juin 1997, l'*endettement intérieur total* a progressé de 0,4 %, après + 0,2 % en mai. Sur un an, sa progression s'est amplifiée (+ 3,3 %, après + 2,5 % à fin mai). Cette évolution recouvre une reprise globale des crédits à l'économie (+ 1,1 % sur un an, après – 1,8 %), notamment des crédits aux sociétés et des concours octroyés à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acosse), alors que la croissance des financements obtenus sur les marchés internes tend à décélérer. La progression de l'endettement de l'État s'est légèrement ralentie (+ 6,9 % sur un an, après + 7,0 % le mois précédent). La reprise de la distribution de nouveaux prêts, amorcée en avril, s'est confirmée (+ 7,7 % sur les six premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1996).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les finances publiques

8 août Le Premier ministre rend ses arbitrages sur les dépenses budgétaires de 1998. Celles-ci ne devraient pas progresser de plus de 1,6 %, grâce à des redéploiements entre ministères et au sein de chaque administration. Des économies seront notamment réalisées sur le budget de la Défense au profit de celui de l'Emploi et de la Solidarité.

Fin juin, le déficit budgétaire s'est établi à FRF 202,3 milliards, en baisse de 24 milliards par rapport à la période correspondante de 1996.

Les emplois jeunes

20 août Le Conseil des ministres adopte le projet de loi destiné à créer 350 000 emplois jeunes, dont 150 000 d'ici à la fin de 1998. Les titulaires de ces postes disposeront d'un contrat de droit privé d'une durée de cinq ans. L'État financera ces emplois à hauteur de 80 % du Smic, le reste de la rémunération étant à la charge des employeurs (collectivités locales, établissements publics, associations...).

Les technologies de l'information

25 août Le Premier ministre annonce, pour cet automne, un programme d'actions visant à combler le retard français dans les technologies de l'information.

29 août Le gouvernement annonce la recapitalisation du groupe public d'armement Giat Industries à hauteur de FRF 3,7 milliards.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Le climat des affaires

- 4 août** L'enquête d'opinion réalisée en juillet par l'INSEE auprès des entrepreneurs du bâtiment révèle que l'activité est restée stable au deuxième trimestre et que le nombre d'emplois a progressé dans le secteur.
- 6 août** L'enquête trimestrielle réalisée en juillet par l'INSEE auprès des chefs d'entreprise révèle que la demande en produits manufacturés s'est de nouveau accélérée au deuxième trimestre.
- 7 août** Selon l'enquête réalisée par l'INSEE, l'indicateur de confiance des ménages a progressé de 2 points en juillet, revenant de – 23 à – 21.

La production industrielle

- 29 août** En juin, la production manufacturée a fléchi de 0,2 %, après un recul de 1,2 % (chiffre révisé) en mai. Sur un an, elle a toutefois progressé de 2,7 %. Au cours du mois sous revue, la production industrielle totale a baissé de 0,1 %.

Les créations et les défaillances d'entreprises

- 12 août** Le nombre des créations d'entreprises a progressé de 1,9 % en juin et de 2,1 % en juillet grâce, essentiellement, aux reprises d'entreprises, les créations nouvelles se stabilisant.
- 27 août** En mars, le nombre de défaillances d'entreprises a diminué de 6,7 % (4 066 jugements prononcés). Sur l'ensemble du premier trimestre, il a baissé de 8,8 %, accusant un repli de 1,5 % sur un an.

Les mises en chantier de logements

- 26 août** Au cours des sept premiers mois de l'année, le nombre des mises en chantier a diminué de 1,7 %.

Les immatriculations d'automobiles

- 1^{er} août** En juillet, les immatriculations de voitures neuves ont baissé de 9,7 % en glissement annuel, après une chute de 30,7 % en juin.

L'emploi

- 14 août** Au deuxième trimestre, les créations d'emplois dans le secteur privé et semi-public se sont élevées à 34 300, soit une progression de 0,3 % par rapport au trimestre précédent, selon les statistiques de l'INSEE et du ministère du Travail. Sur un an, 41 000 emplois nets ont été créés (+ 0,3 %).
- 29 août** En juillet, le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 17 900 personnes (– 0,6 %), s'établissant à 3 113 000 (données cvs). Le taux de chômage au sens du BIT est revenu de 12,6 % à 12,5 % de la population active.

Les salaires

- 14 août** Au deuxième trimestre, le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 1,1 %, sa hausse sur un an ressortant à 2,8 %, selon le ministère du Travail.

Les prix

- 25 août** En juillet, les prix à la consommation ont baissé de 0,2 %, leur hausse sur un an se maintenant à 1,0 %, selon l'indice définitif de l'INSEE.

Les comptes extérieurs

8 août En mai, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 22,3 milliards (cvs). Sur les cinq premiers mois de l'année, l'excédent (données brutes) atteint FRF 96,3 milliards, contre 45,6 milliards pour la période correspondante de 1996.

28 août En juin, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 18,78 milliards (cvs). Sur les six premiers mois de l'année, l'excédent commercial s'élève à FRF 80,57 milliards, contre 37,52 milliards pour le premier semestre 1996.

2.2. Étranger

1^{er} août Aux États-Unis, le taux de chômage ressort à 4,8 % en juillet.

5 août En Allemagne, M. Issing déclare que la Banque fédérale surveille les taux de change.

Au Royaume-Uni, la production industrielle progresse de 1,4 % en juin.

6 août En Allemagne, le taux de chômage ressort à 11,4 % en juillet.

Aux États-Unis, le *Livre beige* confirme que l'économie américaine est capable de croître rapidement sans générer d'importantes pressions inflationnistes.

7 août En Allemagne, la balance commerciale affiche un excédent de 10,4 milliards en avril.

Au Royaume-Uni, pour la quatrième fois en quatre mois, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre procède à une hausse du taux directeur d'un quart de point, de 6,75 % à 7,0 %.

8 août Au Japon, l'excédent courant s'établit à 1 020 milliards de yens en juin.

11 août Au Royaume-Uni, l'indice des prix à la production augmente de 0,2 % en juillet.

12 août En Allemagne, l'indice du coût de la vie progresse de 0,5 % en juillet (+ 1,9 % sur un an).

Au Royaume-Uni, l'indice des prix de détail reste inchangé en juillet (+ 3,3 % sur 12 mois).

13 août En Allemagne, le *Rapport mensuel* de la Banque fédérale laisse entendre qu'un resserrement de la politique monétaire pourrait intervenir afin de contrecarrer les risques de progression de l'inflation.

Aux États-Unis, l'indice des prix à la production recule de 0,1 % en juillet, alors que les ventes de détail progressent de 0,6 %.

Au Royaume-Uni, un article dans l'*Evening Standard* évoque la possibilité d'un report d'un an de l'Union économique et monétaire en échange de la participation de la livre sterling à la première « vague » des pays entrant en Union monétaire. Le nombre de chômeurs recule de 49 800 unités en juillet (taux de chômage de 5,5 %).

14 août Aux États-Unis, l'indice des prix à la consommation progresse de 0,2 % en juillet (+ 2,2 % en rythme annuel).

18 août Aux États-Unis, l'indice de confiance de l'Université du Michigan s'affiche en sensible repli à 102,8 en août, contre 107,1 en juillet.

19 août En Allemagne, M3 ralentit sa progression. La Banque fédérale maintient ses prises en pension au taux fixe de 3 %.

Aux États-Unis, le Comité fédéral de l'*Open Market* maintient ses taux inchangés.

- 20 août** En Allemagne, l'indice IFO ressort à 98,1 en juillet, contre 96,1 en juin. Les prix à la production progressent de + 0,1 % en juillet (+ 1,4 % sur un an).
- Aux États-Unis, le déficit de la balance commerciale se réduit en juin (8,1 milliards de dollars, contre 9,5 milliards en mai). En revanche, le déficit avec le Japon se creuse, à 4 milliards de dollars (+ 11,6 %).
- Au Royaume-Uni, les ventes de détail progressent de 0,3 % en juillet, (+ 6,5 % sur un an).
- 21 août** En Allemagne, la Banque fédérale maintient inchangé son taux d'escompte et son taux Lombard et indique qu'elle ne communiquera plus à l'avance le taux de ses prises en pension.
- Au Royaume-Uni, la seconde estimation de croissance du PIB au second semestre 1997 ressort à 3,4 % sur un an. L'enquête CBI révèle qu'en août les commandes à l'exportation sont à leur plus bas niveau depuis 5 ans.
- 22 août** En Allemagne, les prix à l'importation ont augmenté en juillet de 0,6 % (+ 4,2 % sur un an) et les prix à l'exportation de 0,2 % (+ 1,9 % sur un an).
- Au Royaume-Uni, le gouverneur de la Banque d'Angleterre se déclare favorable à un report de l'Union économique et monétaire.
- 25 août** En Allemagne, l'estimation provisoire du coût de la vie dans la partie occidentale s'établit à + 0,2 % en août (+ 2,0 % sur un an).
- En Italie, l'indice des prix à la consommation dans les grandes villes progresse de + 0,1 % en août (+ 1,5 % à 1,6 % sur un an).
- 26 août** En Allemagne, la balance commerciale est excédentaire de 13,4 milliards de deutschemarks en juin, contre 6,5 milliards en mai.
- Aux États-Unis, les commandes de biens durables ont baissé de 0,6 % en juillet. L'indice de confiance des consommateurs s'élève à 129,1 en août, après 126,3 (chiffre révisé) en juillet.
- 27 août** Au Royaume-Uni, le déficit global de la balance commerciale ressort à 950 millions de livres sterling en juin, contre 508 millions en mai.
- 28 août** En Allemagne, M. Hesse affirme que la Banque fédérale devrait réagir si le cours du dollar contre deutschemark s'élevait au-delà de 1,90. M. Tietmeyer se déclare, pour sa part, plus satisfait du niveau actuel du dollar contre deutschemark que de celui auquel il se traitait début août.
- 29 août** Aux États-Unis, le revenu des ménages s'accroît de 0,1 % et les dépenses des ménages augmentent de 0,8 % en juillet.
- En Italie, la croissance du PIB (provisoire) s'établit au deuxième trimestre à 1,5 %.
- Au Japon, l'indice des prix à la consommation progresse de 1,9 % en juillet. Le taux de chômage s'élève à 3,4 % et la production industrielle augmente de 1,1 % au cours de ce même mois.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

À l'exception de l'Allemagne et du Japon, où la demande interne demeure peu dynamique, la croissance est restée soutenue ou s'est accélérée, sur les derniers mois connus, dans les principaux pays étrangers. La hausse des prix est demeurée contenue et les tensions observées sur les taux à long terme en août se sont apaisées en fin de mois.

Aux **États-Unis**, le rythme de la croissance demeure très soutenu, après une progression du PIB évaluée, en avant-dernière estimation, à 3,6 % (taux annualisé) au deuxième trimestre.

La progression de la consommation s'est accélérée depuis juin : les dépenses réelles des ménages ont ainsi progressé de 0,6 % en juillet, au détriment de l'épargne, dont le taux est revenu de 4,3 % en juin à 3,7 % en juillet, alors que le revenu disponible, en volume, se contractait de 0,1 %. Le dynamisme des ventes au détail en juillet et la poursuite en août de la hausse de la confiance des consommateurs, mesurée par le *Conference Board*, confirment cette orientation positive.

L'activité dans le secteur de l'immobilier est restée globalement stable en juillet, après un rebond en juin, avec néanmoins une poursuite de la hausse des ventes de maisons individuelles et des dépenses de construction.

La production industrielle continue de croître, mais à un rythme moins soutenu en juillet qu'en juin ; les commandes de biens durables se sont, par ailleurs, repliées en juillet et l'emploi s'est contracté dans l'industrie après deux mois consécutifs de hausse.

Dans l'ensemble de l'économie, la croissance de l'emploi s'est nettement ralentie en août par rapport au mois précédent, et le taux de chômage a été de 4,9 %, après 4,8 % en juillet.

La hausse des recettes fiscales liée au dynamisme de la croissance permet une sensible amélioration des comptes publics : le déficit cumulé sur les dix premiers mois de l'exercice budgétaire se situe bien en deçà des prévisions officielles, à 36,72 milliards de dollars, contre 100,87 milliards sur la même période de l'exercice précédent.

Enfin, le déficit commercial s'est contracté en juin, revenant de 9,54 milliards de dollars à 8,16 milliards, du fait d'une baisse des importations, la première en huit mois. Sur l'ensemble du premier semestre, le déficit cumulé est cependant de 55,56 milliards de dollars, contre 52,32 milliards sur le premier semestre 1996.

Certaines indications laissent penser que la croissance pourrait se modérer dans les mois à venir. D'une part, les chiffres révisés du PIB du deuxième trimestre font apparaître un gonflement des stocks, d'autre part, l'indice des directeurs d'achat pour le mois de juillet fait ressortir un léger tassement.

Au **Japon**, un rebond de l'activité est perceptible en juillet, après une forte contraction au deuxième trimestre. Le PIB a, en effet, régressé de 2,9 %, après une hausse de 1,4 % au trimestre précédent, et la seule demande intérieure s'est repliée de 4,0 %.

Si l'activité dans le secteur de l'immobilier a continué de se contracter (les mises en chantier de logements ont baissé, en glissement annuel, pour le cinquième mois consécutif en juillet), la consommation semble se redresser, avec une progression de 3,2 % sur un an en juillet, après – 4,7 % sur un an en juin.

Par ailleurs, la production industrielle a augmenté de 1,1 % sur un mois en juillet, après un recul de 3,2 % en juin, et se situe à 4,4 % au-dessus de son niveau d'il y a un an. Le taux de chômage a légèrement baissé sur le même mois, revenant à 3,4 %. L'excédent des paiements courants continue de croître, s'inscrivant sur les sept premiers mois de 1997, en hausse de plus de 40 % par rapport à la période correspondante de 1996.

En **Allemagne**, le contraste entre le faible dynamisme du marché intérieur et la vigueur de la demande extérieure s'est accru au mois de juin. Le PIB a progressé de 1,0 % en données cvs (source Banque fédérale) au deuxième trimestre de 1997, après une progression de 0,5 % au trimestre précédent. En glissement annuel (données brutes), il a augmenté de 2,9 %, après une hausse révisée à 1,1 % (1,4 % auparavant) au premier trimestre de 1997. La reprise est principalement due aux exportations, qui enregistrent une progression annuelle de 13,7 % au deuxième trimestre, contre une hausse révisée à 5,5 % (6,8 % auparavant) au trimestre précédent. La consommation privée enregistre une croissance de 1,3 % sur un an, après – 0,1 % le trimestre précédent. Mais au vu de la conjoncture sur le marché de l'emploi et de l'évolution du revenu disponible, elle ne peut pas constituer un fort soutien de la demande intérieure. L'enquête de l'institut IFO pour le mois d'août a cependant montré une amélioration assez nette, tant des conditions actuelles d'exploitation que des perspectives d'activité, en particulier pour le secteur des biens intermédiaires et celui de l'automobile, particulièrement dynamique depuis le début de l'année. Dans les autres secteurs, la situation reste hésitante et les stocks sont encore jugés trop élevés. Le taux d'utilisation des capacités de production a, pour sa part, poursuivi sa croissance régulière depuis la mi-1996. L'excédent du commerce extérieur a atteint en juin un niveau jamais atteint depuis 1990, sous l'effet de l'accélération des exportations. Sur l'ensemble du premier semestre de 1997, l'excédent cumulé a atteint 57,9 milliards de deutschemarks, après 42,5 milliards sur la période correspondante de 1996 (données brutes). Sur la même période, le déficit des paiements courants s'est légèrement réduit, en revenant à 4 milliards de deutschemarks, après 6,4 milliards sur les six premiers mois de 1996. En août, l'indice des prix à la consommation a assez nettement progressé sous le double impact des fluctuations des taux de change et des hausses de tarif des produits administrés. Cependant, l'évolution des agrégats monétaires est maintenant conforme à l'objectif : M3 a progressé de 5,7 % en taux annualisé à fin juillet, après + 6,4 % à fin juin.

Au **Royaume-Uni**, l'activité est restée très dynamique au cours du deuxième trimestre : la croissance du PIB a atteint 0,9 % par rapport au trimestre précédent et 3,4 % en glissement annuel, après une progression de 3,1 % au premier trimestre. L'évolution de la demande interne demeure soutenue : les ventes au détail ont enregistré une hausse de 0,3 % sur un mois et de 6,5 % sur un an en juillet. L'indice de confiance des ménages est soutenu par la poursuite de la décrue du chômage : le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 5 % sur un mois et de 27 % sur un an en juin, ce qui ramène le taux de chômage à 5,5 % de la population active (son plus bas niveau depuis sept ans). Par ailleurs, l'évolution des finances publiques reste favorable, en dépit d'un alourdissement en juin dû à des facteurs techniques. Le besoin de financement du secteur public enregistre un recul de près de 25 % sur un an par rapport au premier semestre 1996.

La Banque d'Angleterre anticipe un ralentissement de la croissance au cours de l'année et en 1998, sous la pression non seulement de la hausse de la livre sterling mais également du resserrement fiscal et monétaire déjà mis en place au cours du dernier trimestre. La vigueur de la demande intérieure a entraîné une accélération de la croissance de la production, mais l'appréciation de la livre sterling (de près de 30 % depuis août 1996) a, en même temps, exercé de sévères pressions sur les secteurs les plus exposés à la concurrence internationale, en particulier l'industrie manufacturière. Les résultats du commerce extérieur laissent apparaître quelques signes de dégradation : la balance commerciale avec les pays hors zone européenne enregistre une baisse des exportations de 1,4 % et une hausse des importations de 0,5 % en juin, alors que les commandes à l'exportation des entreprises britanniques d'avril-juillet ont accusé leur plus forte baisse depuis octobre 1991, au milieu de la dernière récession.

En **Italie**, la croissance a été plus vigoureuse au deuxième trimestre, selon les chiffres provisoires du PIB : + 1,5 % d'un trimestre à l'autre, après - 0,2 % sur les trois premiers mois de l'année. L'embellie est surtout perceptible dans le secteur manufacturier : l'indice de la production industrielle a, en effet, enregistré une progression de 0,4 % sur un mois et de 0,8 % sur un an en juin, après une hausse de 0,3 % sur un mois et de 2,8 % sur un an au cours du mois précédent. Ce rebond, enregistré après une baisse de 1,3 % sur un an de la production industrielle au premier trimestre, est principalement imputable au dynamisme des ventes dans le secteur automobile, favorisées par la prime à l'achat de voitures neuves mise en place par le gouvernement. Devant le succès de cette mesure, et pour éviter un nouveau recul de la production, la prime a d'ailleurs été reconduite par le gouvernement jusqu'en juillet 1998. L'excédent commercial italien a atteint 4 734 milliards de liras en mai, après 4 079 milliards en avril. L'excédent cumulé pour les cinq premiers mois de l'année a reculé de 13 % sur un an par rapport à la période correspondante de 1996 mais reste élevé.

En **Espagne**, le dynamisme de l'activité se maintient. Le premier trimestre 1997 avait enregistré une hausse du PIB de 2,7 % en glissement annuel, avec une progression de la demande interne de 1,6 % sur un an et une contribution de l'extérieur à la croissance de 1,3 %. La croissance au cours du deuxième trimestre se poursuit en suivant ces tendances, ainsi que le soulignent les derniers indicateurs. L'indice de la production industrielle a enregistré un recul technique de 3,4 % sur un mois mais a augmenté de 3,1 % sur un an en mai, après une forte hausse de 8,9 % sur un mois et de 17,7 % sur un an (12,2 % sur un an après ajustement des effets de calendrier) au cours du mois précédent. Le niveau des crédits alloués au secteur privé reste également élevé, en hausse de 11 % sur un an en mai, avec une progression particulièrement sensible des crédits immobiliers (+ 16 % en avril). L'évolution récente du solde commercial espagnol témoigne également de la bonne tenue de la conjoncture : en effet, le déficit commercial cumulé du premier semestre 1997 recule de près de 10 % par rapport à la période correspondante de 1996.

Les **prix à la consommation** ont enregistré en Europe une légère accélération en juillet, leur glissement annuel passant de 1,7 % à 1,9 % en Allemagne, de 1,4 % à 1,6 % en Italie, et de 2,9 % à 3,3 % au Royaume-Uni, tandis que l'Espagne restait stable à 1,6 %. En revanche, une tendance à la décélération a été observée aux États-Unis, de 2,3 % à 2,2 %, et au Japon, de 2,2 % à 1,9 %.

Les **taux d'intérêt** à court terme se sont tendus en août dans les pays européens, à l'exception de l'Italie où ils sont restés stables en moyenne par rapport à juillet. En revanche, ils se sont inscrits en baisse aux États-Unis et au Japon. Dans le compartiment du long terme, la hausse a été générale, mais une légère détente est intervenue en fin de mois.

3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a connu une évolution heurtée. Poursuivant sa progression du mois de juillet, il a atteint le 6 août, à plus de 1,89, son plus haut niveau depuis 8 ans face au deutschemark. Mais il a, par la suite, reculé de manière irrégulière et perdu respectivement 1,6 % contre deutschemark et 2,0 % contre franc par rapport à la fin juillet. La devise allemande a peu varié vis-à-vis de la plupart des devises européennes d'une fin de mois à l'autre. La livre sterling s'est affichée en très net recul. La crise monétaire des pays d'Asie du Sud-Est s'est amplifiée.

Soutenu par la hausse des marchés d'actifs américains et par des indicateurs confirmant la vigueur de l'économie américaine (chômage en baisse, pressions inflationnistes sous contrôle), le **dollar** a, tout d'abord, fortement progressé, atteignant, le 6 août, 1,8920 deutschemark, son meilleur niveau depuis 1989.

Par la suite, les anticipations d'inflexion de la politique monétaire allemande, alimentées par les incertitudes sur le maintien des prises en pension à un taux fixe de 3 % et par la publication du rapport mensuel de la Banque fédérale d'Allemagne évoquant un resserrement monétaire, ont sensiblement pesé sur son taux de change vis-à-vis du deutschemark. Plus sporadiquement, le dollar a également été affecté par les reculs de Wall Street et du marché obligataire américain.

Le **yen** s'est déprécié face au deutschemark (– 3,1 %) et au dollar (– 1,5 %). Son recul a été modéré en début de période en raison, notamment, des craintes de sanctions commerciales imposées par les États-Unis au Japon et des anticipations de relèvement des taux dans l'Archipel d'ici à la fin de l'année. Les propos de MM. Sakakibara et Sato, soulignant la fragilité de la croissance économique du pays, ont réduit ces anticipations et pesé sur la devise nipponne. De même, les fortes turbulences observées sur les devises d'Asie du Sud-Est ont par la suite affecté le yen ; pour les opérateurs, les dévaluations de ces devises provoqueront une perte de compétitivité des exportations japonaises, ce qui pèsera sur les perspectives de croissance économique de l'Archipel.

Le **franc français** a fait preuve, sur la période, d'une faible volatilité avec une tendance légèrement haussière. Il n'a guère été affecté par les anticipations de resserrement de la politique monétaire en Allemagne ni par d'importants achats de dollars d'origine commerciale. La publication de statistiques économiques encourageantes, en particulier un excédent commercial record (+ 18,8 milliards de francs en juin), a contribué à sa bonne tenue. En fin de période, le franc contre deutschemark se négociait au voisinage de 3,3650, niveau proche de celui qui prévalait avant la dissolution de l'Assemblée nationale.

Le **deutschemark** a enregistré de faibles variations face à l'ensemble des devises du mécanisme de change européen. Inquiète de l'évolution récente des prix à la consommation (+ 0,2 % en août, et + 2,0 % en rythme annuel), la Banque fédérale d'Allemagne a entretenu l'incertitude quant à l'orientation de sa politique monétaire, ce qui a été favorable au deutschemark. Le regain d'intérêt pour la devise allemande a cependant été plus marqué face « aux devises à haut rendement » qu'à l'égard des devises dites du noyau dur.

La **livre sterling** a très fortement reculé en août. Malgré un relèvement des taux d'intérêt le 7 août, à 7 %, elle a nettement reculé après la publication du communiqué de la Banque d'Angleterre indiquant que « les pressions à la hausse de la livre sterling devraient être réduites par la perception que les taux d'intérêt avaient atteint un niveau cohérent avec l'objectif d'inflation ». La devise britannique a également été affectée par la publication d'études soulignant les conséquences négatives d'une monnaie en forte progression sur les exportations (qui sont à leur plus bas niveau depuis 5 ans).

Les **monnaies flottantes scandinaves** (couronnes suédoise et norvégienne) ont enregistré des variations limitées face au deutschemark. Elles ont toutefois reculé lorsque les inquiétudes de la Banque fédérale d'Allemagne vis-à-vis de l'évolution des prix en Allemagne ont relancé les anticipations d'un resserrement monétaire en Allemagne.

Le **mark finlandais** a reculé de près de 1 % contre deutschemark. En effet, le ministre des Finances, a indiqué que le cours pivot de 3,04 pour 1 deutschemark constituerait une bonne base pour sa conversion en euro, alors que la monnaie finlandaise se négociait aux environs de 2,98.

Malgré la craintes de relèvement des taux allemands, le **franc suisse** n'a que marginalement reculé.

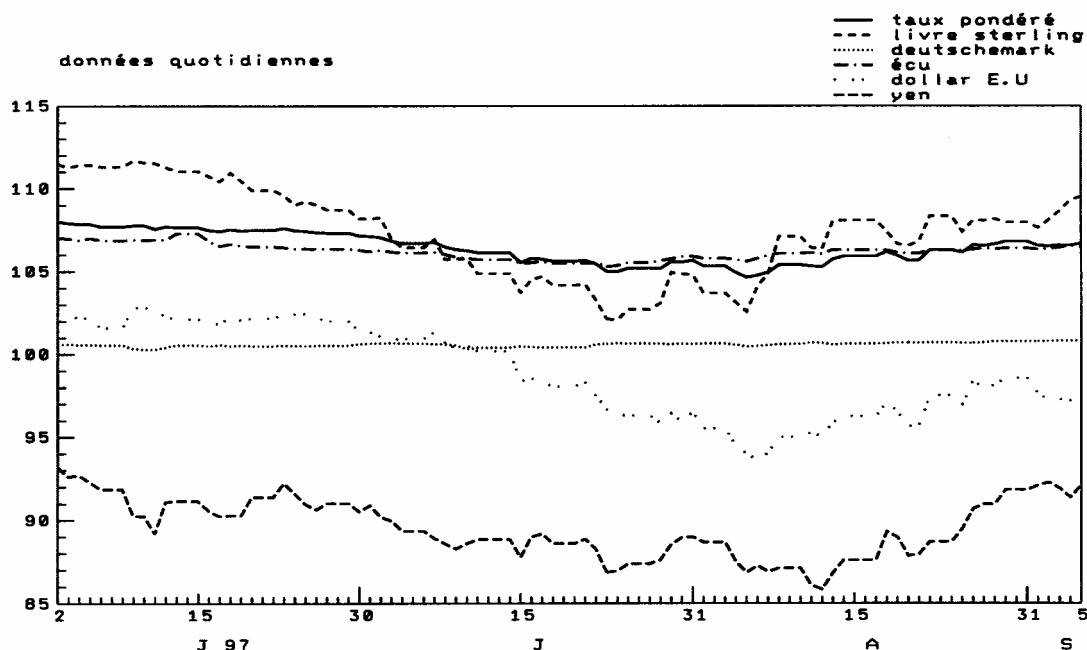
La **lire** s'est quelque peu dépréciée contre deutschemark, en raison des incertitudes des opérateurs sur la capacité de l'Italie à participer à l'UEM en 1999. Des doutes continuent de planer sur le caractère soutenable de la discipline budgétaire italienne. En fin de période, la lire a également souffert de l'enlisement des négociations visant à réformer le système de sécurité sociale de la Péninsule. On notera, toutefois, la bonne performance de l'économie italienne en matière d'inflation (les prix à la consommation sont ressortis en hausse de 0,1 % en août, et de + 1,5 % sur un an).

La crise monétaire sévissant en Asie du Sud-Est s'est amplifiée. Tout comme les autorités monétaires thaïlandaises l'avaient décidé en juillet, les autorités indonésiennes ont dû se résigner le 13 août à laisser flotter leur monnaie, l'élargissement de la bande de fluctuation décidée le 11 juillet n'ayant pas été suffisant. La **roupie indonésienne** a dès lors fortement reculé (plus de 10 %), entraînant dans sa chute les autres devises de la région, ce qui a incité les banques centrales concernées à relever massivement les taux courts.

COURS DE CHANGE À PARIS				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		31 juillet 1997	29 août 1997	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	6,1741	6,0485	- 2,03
Écu privé.....	1 XEU	6,644	6,613	- 0,47
Allemagne.....	100 DEM	337,16	336,59	- 0,17
Belgique.....	100 BEF	16,328	16,302	- 0,16
Pays-Bas	100 NLG	299,34	298,83	- 0,17
Danemark.....	100 DKK	88,48	88,39	- 0,10
Espagne.....	100 ESP	3,9925	3,9845	- 0,20
Portugal.....	100 PTE	3,335	3,315	- 0,60
Irlande.....	1 IEP	8,9945	9,0055	0,12
Royaume-Uni.....	1 GBP	10,106	9,8075	- 2,95
Italie	1 000 ITL	3,454	3,4375	- 0,48
Grèce.....	100 GRD	2,157	2,1385	- 0,86
Suède	100 SEK	77,61	77,17	- 0,57
Finlande	100 FIM	113,00	111,89	- 0,98
Autriche	100 ATS	47,917	47,829	- 0,18
Norvège	100 NOK	81,28	81,28	—
Suisse	100 CHF	409,56	407,09	- 0,60
Japon.....	100 JPY	5,2257	5,0636	- 3,10

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 juillet 1997	29 août 1997	31 juillet 1997	29 août 1997
Dollar	5,54	5,53	5,59	5,62
Livre sterling	6,937	7,125	7,125	7,187
Deutschemark	3,09	3,19	3,16	3,28
Franc suisse	1,375	1,25	1,437	1,375
Franc français	3,27	3,26	3,32	3,33
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31 Mise à jour le 29 août 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.

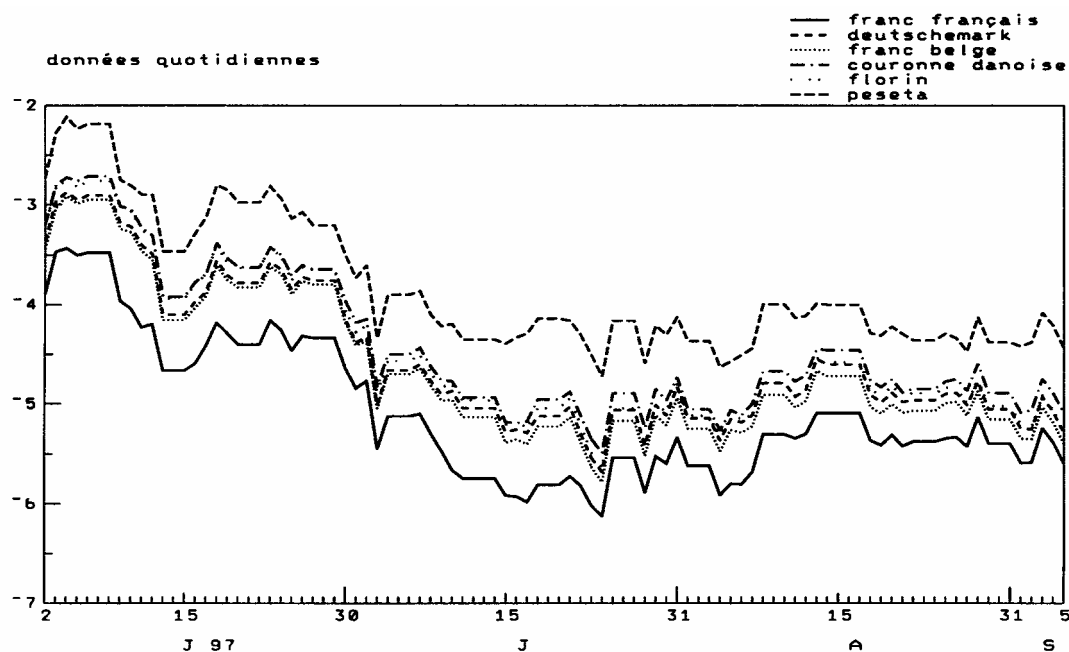
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 9 septembre 1997

Depuis fin juillet, le franc français est demeuré ferme vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. Le dollar a continué de progresser durant les premiers jours du mois d'août, puis le mouvement s'est inversé. Au total, la devise américaine a peu varié d'une fin de période à l'autre. De son côté, la livre sterling a poursuivi le mouvement de repli amorcé vers la fin du mois précédent. Le yen s'est également déprécié, particulièrement après la mi-août.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

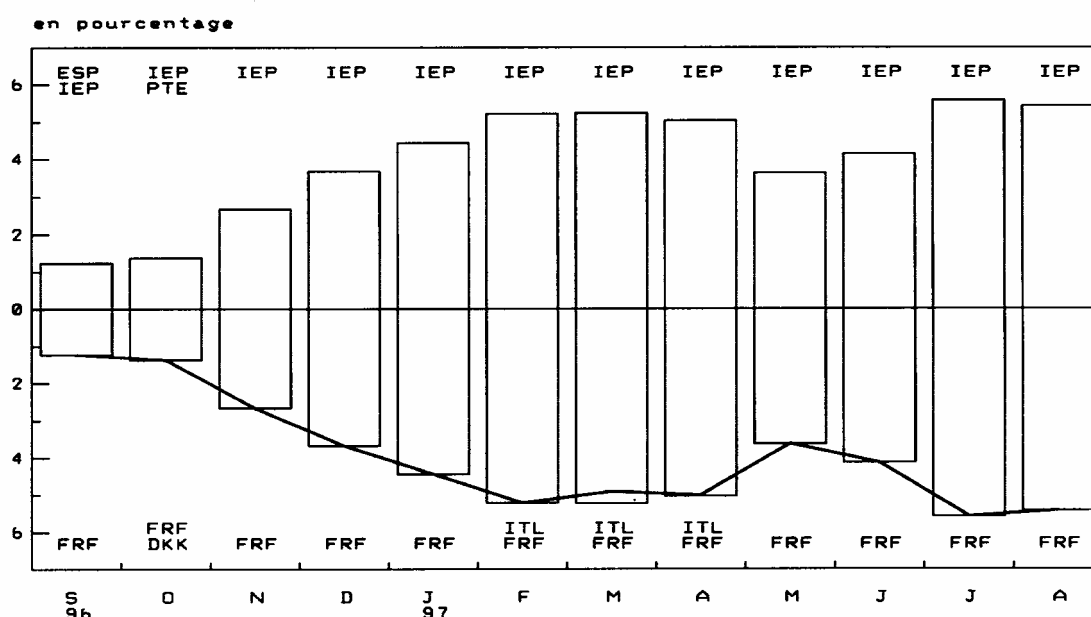
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 9 septembre 1997

Durant le mois d'août, 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 (deutschmark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. La situation de la peseta est demeurée favorablement orientée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

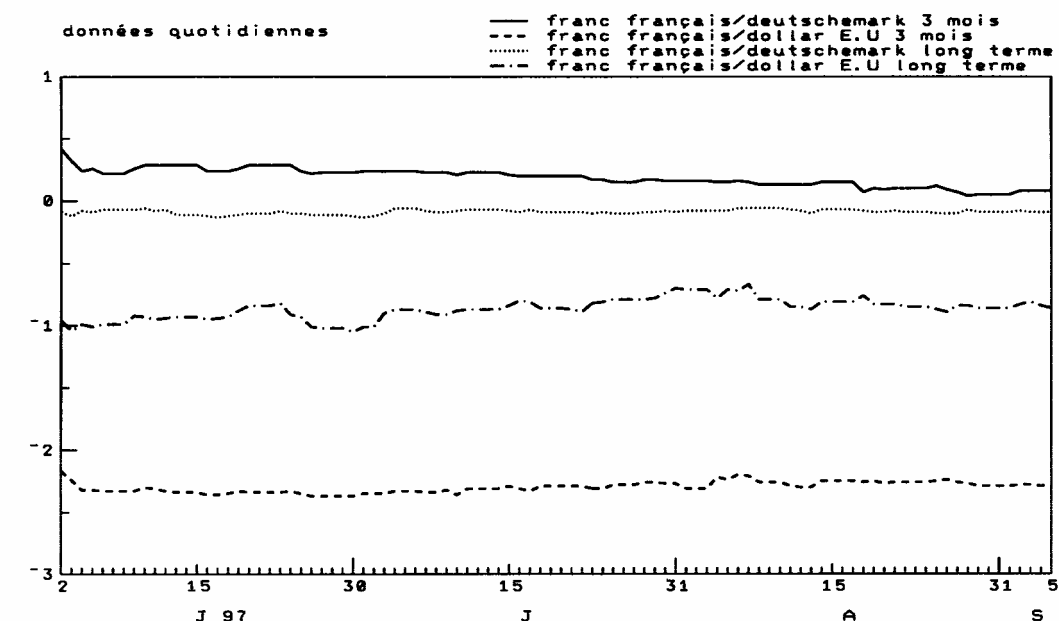
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 9 septembre 1997

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise a enregistré en août l'écart positif moyen le plus important. Elle est restée durant tout le mois en opposition avec le franc français. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est très légèrement réduit.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Mise à jour le 9 septembre 1997

En août, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne est demeuré pratiquement stable, du fait de la faible variation des taux dans les deux pays. L'écart entre taux français et américains a suivi la même évolution.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne s'est maintenu aux alentours des - 10 points de base, les taux ayant évolué dans le même sens dans les deux pays. De son côté, l'écart négatif entre taux français et américains s'est légèrement creusé, sous l'effet de la hausse des taux enregistrée début août aux États-Unis.

3.3. Le marché de l'or

D'une fin de période à l'autre, les prix internationaux de l'or sont demeurés pratiquement inchangés autour de 325 dollars l'once ; en fait, cette stabilité n'a été qu'apparente, les cours faisant preuve d'une forte volatilité. Plusieurs éléments expliquent cette évolution :

- le comportement du dollar sur les marchés de change, notamment vis-à-vis des monnaies d'Extrême-Orient : toute appréciation marquée de la devise américaine pèse sur les achats traditionnels de la bijouterie asiatique, réglés en monnaies locales ;

- l'attitude, réelle ou supposée, de certaines banques centrales concernant leurs avoirs en métal fin : l'annonce des ventes australiennes, le 7 juillet dernier, avait poussé le prix de l'once à leur plus bas niveau depuis 12 ans (313,95 dollars). Les opérateurs semblent redouter de plus en plus une extension de ces cessions officielles, soit pour financer des interventions en devises (pays du Sud-Est asiatique), soit pour se procurer des ressources supplémentaires (cas de pays candidats à l'Union monétaire).

La vive poussée du dollar en début de période a ainsi été à l'origine d'un recul de près de 2 % des cours, qui ont touché 318,5 dollars le 6 août. À ce niveau attrayant, la demande physique (bijouterie-dentisterie) s'est manifestée, entraînant une brusque remontée des prix à 328,5 dollars le 10 août. Ce mouvement a également été favorisé par :

- l'amorce d'une tendance à la baisse de la devise américaine ;
- la publication d'un projet du gouvernement indien (l'Inde est un des plus gros détenteurs d'or) d'autoriser les banques locales à importer librement du métal précieux ;
- des arbitrages suscités par le retournement de tendance observé sur les marchés de valeurs mobilières à partir du 6 août.

La reprise de la spéculation sur les monnaies asiatiques a, cependant, de nouveau entraîné des dégagements en milieu de mois. Les cours se sont par la suite stabilisés, fluctuant dans un couloir étroit (322 dollars-325 dollars) qui traduit l'incertitude des professionnels sur les évolutions futures du dollar et du marché de l'or. Ce dernier, bien que fragile, pourrait, toutefois, bénéficier de facteurs de soutien :

- selon un rapport récent du *World Gold Council*, la demande physique de métal a été particulièrement soutenue au deuxième trimestre (+ 36 % en Inde par rapport à 1996, par exemple) et devrait demeurer forte durant le second semestre ;

- l'offre des producteurs devrait être moins importante en raison de la fermeture de nombreuses mines (notamment en Australie), devenues non rentables avec des prix aussi bas.

COURS DE L'OR			
	Au 31 juillet 1997	Au 29 août 1997	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (1e kg).....	64 700,00	62 800,00	- 2,94
Lingot (1e kg).....	65 250,00	63 700,00	- 2,38
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	372,00	365,00	- 1,88
Vreneli	373,00	365,00	- 2,14
Union latine	373,00	366,00	- 1,88
Souverain	495,00	498,00	0,61
20 dollars	125,00	118,50	- 5,20
Peso mexicain	2 370,00	2 375,00	0,21
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	326,35	325,35	- 0,31
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31 Mise à jour le 29 août 1997			

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en août 1997¹

Les indicateurs

En août, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la variation des prix de détail a atteint + 0,3 %, traduisant une progression de 1,5 % sur douze mois. La hausse s'établit à 0,8 % depuis le début de l'année, contre 1,0 % en août 1996.

D'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 1,0 % en volume (aux prix de l'année 1980) au deuxième trimestre 1997, après une progression de 0,2 % au trimestre précédent. À la fin du deuxième trimestre 1997, l'acquis de croissance du produit intérieur brut est de 1,5 %. Pour l'ensemble de l'année 1996, la croissance du PIB s'établit à 1,5 %.

Dans le BTP (en données brutes), une reprise, essentiellement d'origine saisonnière, a été enregistrée au deuxième trimestre 1997. Sur les sept premiers mois de 1997, le nombre de logements commencés s'est inscrit en léger recul (– 1,7 %, avec 161 900 unités) : la construction collective est toujours en repli (– 8,4 %), tandis que l'habitat individuel enregistre une hausse (+ 3,8 %).

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,3 % au cours du deuxième trimestre 1997 et s'établit à 13 377 600 emplois. Sur les douze derniers mois, les créations nettes d'emplois atteignent 45 200 unités.

En juillet, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a diminué de 0,6 % par rapport à juin ; sur un an, il a progressé de 1,7 %, pour atteindre 3 113 000 personnes. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) est en baisse de 0,1 %, s'établissant à 3 547 500 personnes.

Le taux de chômage (au sens du BIT) a reculé de 0,1 point, à 12,5 % de la population active (contre 12,4 % un an auparavant).

¹ La Banque de France ne réalise pas d'enquête mensuelle de conjoncture pour le mois d'août, faute d'un nombre suffisant d'informateurs.

4.2. La balance des paiements en juin 1997

En juin, en données brutes, l'excédent du compte de transactions courantes s'est inscrit à un niveau très élevé (21,7 milliards de francs), en raison, notamment, du solde des biens et services.

La capacité de financement dégagée par l'excédent des transactions courantes se retrouve dans les placements nets à l'étranger enregistrés au compte financier, dont le solde atteint 15,9 milliards de francs.

Les investissements de portefeuille ont fait l'objet d'entrées nettes de 26,1 milliards de francs, après des sorties de 35,1 milliards en mai, tandis que les investissements directs et les « autres investissements » (dépôts et crédits) se sont traduits par des sorties. Les résidents, après un mois de mai où ils avaient largement acquis des titres étrangers (58 milliards de francs), ont effectué des cessions, à hauteur de 22,5 milliards. Les non-résidents se sont portés acquéreurs pour 3,5 milliards de francs de titres français, poursuivant à un rythme réduit le mouvement constaté en avril et en mai ; ils ont toutefois désinvesti en valeurs du Trésor (– 10 milliards de francs).

Sur le premier semestre, l'excédent des transactions courantes dépasse déjà celui de l'année 1996 (118 milliards de francs, à rapprocher de 105 milliards).

La bonne orientation du commerce de biens (+ 77,8 milliards de francs sur six mois, contre + 35,1 milliards au cours de la période correspondante de 1996) — en raison d'une augmentation des exportations de 9,8 %, très supérieure à celle des importations (+ 4,2 %) — ainsi que la nette amélioration du solde des revenus, qui est devenu excédentaire (+ 7,5 milliards de francs, au lieu de – 10,5 milliards), et la progression de l'excédent des services expliquent cette évolution.

Au sein du compte financier, les soldes des investissements de portefeuille et des autres investissements présentent un profil moins accentué qu'au premier semestre 1996. Des sorties d'un faible niveau sont enregistrées dans les autres investissements au titre des opérations du secteur bancaire, tandis que les entrées provoquées par le retour des non-résidents sur les valeurs françaises (63,7 milliards de francs) ne compensent qu'en partie la poursuite des achats de titres étrangers par les résidents (– 131,4 milliards, contre – 175 milliards).

Les avoirs de réserve ont progressé de 19,5 milliards de francs.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Méthodologie au 1^{er} janvier 1997 (a)

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1996 (b)	1 ^{er} trim. 1997 (c)	Mars 1997 (c)	Avril 1997 (d)	Mai 1997 (d)	Juin 1997 (d)	6 mois 1996 (b)	6 mois 1997 (d)
COMPTE DE								
TRANSACTIONS COURANTES	104 984	55 805	12 296	20 267	20 246	21 723	48 303	118 041
<i>Biens.....</i>	<i>76 515</i>	<i>28 891</i>	<i>14 866</i>	<i>17 108</i>	<i>14 171</i>	<i>17 671</i>	<i>35 136</i>	<i>77 841</i>
<i>Services.....</i>	<i>77 281</i>	<i>16 374</i>	<i>8 118</i>	<i>8 303</i>	<i>8 640</i>	<i>12 963</i>	<i>31 923</i>	<i>46 280</i>
<i>Autres biens et services.....</i>	<i>5 965</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>2 976</i>	<i>0</i>
Total « Biens et services »	159 761	45 265	22 984	25 411	22 811	30 634	70 035	124 121
<i>Revenus.....</i>	<i>- 10 019</i>	<i>9 443</i>	<i>- 5 313</i>	<i>- 3 115</i>	<i>2 692</i>	<i>- 1 503</i>	<i>- 10 467</i>	<i>7 517</i>
<i>Transferts courants.....</i>	<i>- 44 758</i>	<i>1 097</i>	<i>- 5 375</i>	<i>- 2 029</i>	<i>- 5 257</i>	<i>- 7 408</i>	<i>- 11 265</i>	<i>- 13 597</i>
COMPTE DE CAPITAL	6 295	3 560	1 497	435	8	1 925	3 970	5 928
COMPTE FINANCIER	- 115 872	- 66 618	- 20 889	- 39 701	- 17 746	- 15 932	- 30 160	- 139 997
<i>Investissements directs</i>	<i>- 43 275</i>	<i>- 3 660</i>	<i>- 9 006</i>	<i>- 4 970</i>	<i>- 1 355</i>	<i>- 20 196</i>	<i>- 25 934</i>	<i>- 30 181</i>
– Français à l'étranger	- 155 615	- 22 014	- 18 184	- 10 148	- 20 585	- 24 046	- 77 646	- 76 793
– Étrangers en France	112 340	18 354	9 178	5 178	19 230	3 850	51 712	46 612
<i>Investissements de portefeuille.....</i>	<i>- 308 995</i>	<i>- 73 308</i>	<i>- 43 883</i>	<i>14 577</i>	<i>- 35 093</i>	<i>26 088</i>	<i>- 218 733</i>	<i>- 67 736</i>
– Avoirs	- 271 414	- 104 134	- 35 756	8 222	- 58 035	22 534	- 174 956	- 131 413
– Engagements.....	- 37 581	30 826	- 8 127	6 355	22 942	3 554	- 43 777	63 677
<i>Autres investissements</i>	<i>237 627</i>	<i>22 333</i>	<i>36 692</i>	<i>- 41 988</i>	<i>18 668</i>	<i>- 21 643</i>	<i>214 835</i>	<i>- 22 630</i>
– Avoirs	136 858	- 10 431	9 770	- 17 151	- 51 939	- 384	87 301	- 79 905
– Engagements.....	100 769	32 764	26 922	- 24 837	70 607	- 21 259	127 534	57 275
<i>Avoirs de réserve</i>	<i>- 1 229</i>	<i>- 11 983</i>	<i>- 4 692</i>	<i>- 7 320</i>	<i>34</i>	<i>- 181</i>	<i>- 328</i>	<i>- 19 450</i>
ERREURS ET OMISSIONS NETTES	4 593	7 253	7 096	18 999	- 2 508	- 7 716	- 22 113	16 028
(a) Cf. présentation des changements méthodologiques dans <i>Bulletin de la Banque de France</i> n° 40 (avril 1997)								
(b) Chiffres définitifs								
(c) Chiffres semi-définitifs								
(d) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France								
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 8 septembre 1997								

4.2.1. Les transactions courantes

D'un niveau déjà élevé en mai, l'excédent du compte de transactions courantes enregistre en juin une nouvelle progression, à + 21,7 milliards de francs en données brutes et + 18,4 milliards en données cvs, qui repose sur des résultats commerciaux exceptionnels et sur une orientation favorable des échanges de services.

En données cumulées sur les six premiers mois de l'année, le solde s'élève à + 118 milliards de francs (+ 111 milliards en données cvs), après + 48,3 milliards (+ 42,4 milliards en données cvs) sur la période correspondante de 1996, et s'inscrit même en sensible progression par rapport à l'excédent enregistré sur l'ensemble de l'année 1996.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Compte de transactions courantes et compte de capital
Méthodologie au 1^{er} janvier 1997

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Mai 1997 (b)	Juin 1997 (b)	6 mois 1996 (a)	6 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	104 984	20 246	21 723	48 303	118 041
Biens	76 515	14 171	17 671	35 136	77 841
<i>Marchandises générales</i>	<i>65 853</i>	<i>13 654</i>	<i>17 096</i>	<i>28 772</i>	<i>73 580</i>
Services	77 281	8 640	12 963	31 923	46 280
<i>Transports</i>	<i>- 2 306</i>	<i>- 289</i>	<i>- 334</i>	<i>- 2 503</i>	<i>- 1 589</i>
– Transports maritimes	– 6 082	– 582	– 724	– 3 027	– 3 755
– Transports aériens	– 1 811	– 150	– 132	– 1 383	– 406
– Autres	5 587	443	522	1 907	2 572
<i>Voyages</i>	<i>54 287</i>	<i>6 034</i>	<i>8 200</i>	<i>24 074</i>	<i>30 758</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>21 216</i>	<i>2 482</i>	<i>4 422</i>	<i>8 593</i>	<i>14 402</i>
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	<i>- 2 139</i>	<i>- 89</i>	<i>80</i>	<i>- 1 413</i>	<i>- 665</i>
Autres biens et services	5 965	0	0	2 976	0
Total « Biens et services »	159 761	22 811	30 634	70 035	124 121
Revenus	- 10 019	2 692	- 1 503	- 10 467	7 517
Transferts courants	- 44 758	- 5 257	- 7 408	- 11 265	- 13 597
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	<i>- 40 301</i>	<i>- 4 854</i>	<i>- 7 059</i>	<i>- 9 894</i>	<i>- 10 870</i>
COMPTE DE CAPITAL	6 295	8	1 925	3 970	5 928
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	<i>- 94</i>	<i>3</i>	<i>7</i>	<i>4</i>	<i>8</i>

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Mai 1997 (b)	Juin 1997 (b)	6 mois 1996 (a)	6 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	105 035	22 324	18 436	42 352	111 041
Biens	78 048	14 029	18 895	35 187	76 874
<i>Marchandises générales</i>	<i>67 513</i>	<i>13 128</i>	<i>17 852</i>	<i>29 119</i>	<i>72 890</i>
Services	77 006	10 278	10 043	34 733	49 266
– Transports maritimes	– 6 027	– 681	– 758	– 3 001	– 3 727
– Transports aériens	– 1 838	– 87	– 161	– 896	207
<i>Voyages</i>	<i>54 187</i>	<i>6 099</i>	<i>5 777</i>	<i>25 280</i>	<i>32 021</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>21 021</i>	<i>3 636</i>	<i>3 949</i>	<i>8 656</i>	<i>14 499</i>
Revenus	- 9 250	- 92	- 2 950	- 5 742	14 473
Transferts courants	- 45 532	- 5 050	- 6 285	- 17 367	- 18 073
<i>dont : Envois de fonds des travailleurs</i>	<i>- 6 694</i>	<i>- 532</i>	<i>- 410</i>	<i>- 3 314</i>	<i>- 2 032</i>

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 8 septembre 1997

4.2.1.1. Évolutions du commerce extérieur de marchandises (source Douanes)

Évolution globale (en données FAB-FAB cvs)

L'excédent commercial s'établit à 18,8 milliards de francs en données cvs (après 16,3 milliards en mai), portant le solde semestriel à 82,1 milliards, contre 39,8 milliards à la fin du premier semestre 1996 (avec une progression de 10,5 % des exportations, contre une croissance des importations de 4,9 %). Sur douze mois glissants à fin juin 1997, le solde cumulé enregistre une nette augmentation par rapport à la période correspondante arrêtée à fin juin 1996 (+ 131,8 milliards de francs, contre + 66,4 milliards).

Compte tenu d'une reprise des échanges de matériel militaire, et alors que les livraisons d'Airbus se maintiennent à haut niveau d'un mois à l'autre, l'excédent industriel (14,6 milliards de francs) atteint un nouveau record. Les résultats des échanges avec l'Union européenne observés au mois de juin portent l'excédent à l'égard de la zone à 41,7 milliards de francs (contre 10,6 milliards au premier semestre 1996).

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs)

Les faits les plus marquants sont les suivants.

– À 8,5 milliards de francs, le solde des échanges sur l'*Union européenne* atteint le niveau historiquement le plus élevé, et porte le cumul des douze mois glissants arrêté à juin à + 60 milliards de francs, contre + 18,4 milliards sur la période correspondante arrêtée à fin juin 1996. Les principaux soldes bilatéraux sont en progression d'un mois à l'autre. Les échanges avec le Royaume-Uni ont dégagé un excédent stable à 2,7 milliards de francs. Les exportations se sont accrues de 8,9 % vers l'Espagne et de 8,3 % vers l'Allemagne.

– Les échanges avec les *autres pays de l'OCDE* se traduisent par un déficit en sensible accentuation (1,8 milliard de francs, contre 1,3 milliard en mai) principalement en raison de la contraction de l'excédent avec la Suisse (1,4 milliard, au lieu de 1,8 milliard). Toutefois, le déficit avec les États-Unis est en net repli (0,9 milliard de francs, après 2,1 milliards en mai), en liaison avec la contraction des importations de 13,5 %.

– Les excédents enregistrés avec les *pays d'Asie à développement rapide* et avec les *pays du Moyen-Orient* se replient d'un mois à l'autre, après un mois de mai caractérisé par quelques opérations exceptionnelles.

Évolution par produit(en données CAF-FAB cvs)

Plusieurs évolutions peuvent être signalées.

– Les échanges de *produits industriels* (y compris le matériel militaire) dégagent un excédent record, à 14,6 milliards de francs, après un niveau déjà élevé de + 13,1 milliard au mois de mai. En cumul sur les douze mois glissants à fin juin 1997, l'excédent atteint ainsi 83,4 milliards de francs, contre 19,9 milliards pour la période correspondante arrêtée à fin juin 1996.

Sur les six premiers mois de 1997, les exportations industrielles progressent de 11,1 %, alors que les importations croissent à un rythme moins marqué (+ 4,2 %), et sont soutenues en juin par la progression des livraisons de matériel militaire d'une part (à + 2,8 milliards de francs, après + 1,8 milliard en mai), et par la livraison de deux satellites pour un montant total de 1 milliard d'autre part. Les livraisons d'Airbus se maintiennent au même niveau qu'en mai. Les échanges d'équipement automobile des ménages ont été particulièrement dynamiques, avec un excédent de 3,3 milliards de francs et un solde cumulé sur les six premiers mois de 1997 à + 16,3 milliards, contre – 0,9 milliard pour la période correspondante de 1996. Le secteur des biens d'équipement professionnels (+ 6,8 milliards de francs, après + 7,6 milliards en mai) continue de bénéficier d'un environnement favorable qui se traduit par un excédent cumulé de 30,3 milliards de francs depuis le début de l'année, contre 22,6 milliards pour la période correspondante de 1996.

– L'excédent des *échanges agro-alimentaires* s'accroît légèrement, à 5,6 milliards de francs, après 4,9 milliards en mai, et réalise une meilleure performance sur les douze mois glissants arrêtés à fin juin 1997 que sur la période correspondante à fin juin 1996 (+ 59,2 milliards, contre + 46,3 milliards). En juin, la progression de l'excédent agricole est due à parts égales aux échanges de produits bruts et aux produits transformés.

– Le *déficit énergétique* s'allège sensiblement d'un mois à l'autre, à 5,6 milliards de francs, contre 5,9 milliards en mai. Sur les douze mois glissants à fin juin 1997, le déficit cumulé atteint 86,4 milliards de francs, après 65,9 milliards sur la période correspondante arrêtée à fin juin 1996. L'accentuation du déficit sur l'ensemble de la période est liée à l'appréciation du dollar, alors que le prix de l'énergie tend à se stabiliser.

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

Le solde des échanges de biens bénéficie de l'excédent du commerce extérieur et atteint + 18,9 milliards de francs, après + 14 milliards au mois de mai. L'excédent cumulé depuis le début de l'année est porté à 76,9 milliards de francs (contre 35,2 milliards sur la même période de 1996), avec une croissance soutenue des recettes des biens, de 9,8 %, alors que les dépenses ne progressent que de 4,2 % sur l'ensemble de la période.

Les services (en données cvs)

À 10 milliards de francs, l'excédent des services reproduit pratiquement le résultat du mois de mai (10,3 milliards) et porte le cumul sur les six premiers mois de l'année à + 49,3 milliards, contre + 34,7 milliards pour la période correspondante de 1996. Sur l'ensemble de la période, les recettes s'accroissent trois fois plus rapidement que les dépenses (10,2 %, contre 3,8 %).

Premier solde contributeur à l'excédent des services, les voyages enregistrent un surplus de 5,8 milliards de francs en données cvs (+ 8,2 milliards en données brutes), ce qui amène le cumul sur les six premiers mois de l'année à + 32 milliards, contre 25,3 milliards pour la période correspondante de 1996. La forte progression des recettes, de 13 % sur la période, alors que les dépenses s'accroissent à un rythme voisin de celui des dépenses de l'ensemble des services (+ 4,3 %), explique le haut niveau atteint par l'excédent. En termes de recettes, les prestataires de services touristiques ont enregistré depuis le début de l'année des résultats cumulés historiquement les plus élevés (78,5 milliards de francs, contre 69,9 milliards en 1996), sous-tendus, en particulier, par une revalorisation des parités de certaines monnaies de pays clients traditionnels de la France.

Les échanges portant sur le *négoce international* sont marqués par une stabilité de l'excédent à son niveau de mai (1,9 milliard de francs, après 2 milliards). Le cumul des six premiers mois de 1997 atteint ainsi + 12,2 milliards de francs, contre + 5,2 milliards sur la période correspondante de 1996. Les résultats du négoce pétrolier sont, en particulier, à l'origine de fortes marges d'intermédiation enregistrées par ces échanges de services. L'appréciation du dollar et le maintien à un niveau élevé des prix du pétrole au cours du premier semestre contribuent aussi à dégager des résultats en forte progression.

Le solde des *transports* enregistre un déséquilibre similaire à celui de mai (– 0,4 milliard de francs), ce qui porte le cumul sur les six premiers mois de l'année à – 1,4 milliard, contre – 2,4 milliards pour la période correspondante de 1996. Outre l'amélioration des échanges portant sur le transport aérien (solde de juin à – 0,1 milliard de francs et cumul des six premiers mois à + 0,2 milliard en 1997, après – 0,9 milliard en 1996), qui confirme la poursuite du redressement du secteur, l'amélioration du solde est liée aux autres transports (chemin de fer, transport spatial et oléoducs) qui dégagent en juin un excédent de 0,5 milliard (portant le cumul du premier semestre à + 2,4 milliards, contre un excédent de + 1,7 milliard pour la période correspondante de 1996).

Les *services divers aux entreprises*, qui recouvrent pour une large part les échanges de services techniques, dégagent un excédent de 2,7 milliards de francs en juin. En données cumulées sur les six premiers mois de l'année, le solde s'élève ainsi à + 6,5 milliards de francs, contre + 9,6 milliards pour la période correspondante de 1996. Les travaux d'ingénierie, en particulier dans les domaines spatial et informatique, sont les principaux contributeurs aux recettes de la ligne.

Les revenus (en données cvs)

Le solde des revenus s'établit à – 2,9 milliards de francs, après un équilibre au mois de mai. Sur les six premiers mois de 1997, l'excédent cumulé ressort à 14,5 milliards de francs, en nette amélioration par rapport au solde de la période correspondante de 1996 (– 5,7 milliards). Si les rémunérations des salariés jouent un rôle neutre dans la résorption du déficit (le solde cumulé reste identique d'une période à l'autre, à + 5,3 milliards de francs), les revenus des investissements s'améliorent, sous l'effet, principalement, des revenus des investissements directs.

Les *revenus des investissements directs* enregistrent en juin un solde de + 3,5 milliards de francs, ce qui porte le cumul des six premiers mois de l'année à + 35,2 milliards, contre + 15,3 milliards pour la période correspondante de 1996. Le doublement du solde provient, pour l'essentiel, des investissements du secteur des entreprises, dont les recettes s'élèvent à 19,1 milliards de francs sur l'ensemble de la période, contre 11,2 milliards sur les six premiers mois de 1996. La croissance des recettes est liée à la fois au stock des investissements directs français à l'étranger (estimé à fin décembre 1995 à 903,5 milliards de francs, auxquels s'ajoutent 155,6 milliards enregistrés en cumul de flux d'investissements directs dans le compte financier en 1996) et aux bons résultats des entreprises étrangères investies par les résidents.

Les *revenus des investissements de portefeuille*, avec un solde de – 8,9 milliards de francs en juin, reviennent, toutefois, à un déficit cumulé de 26,8 milliards, contre – 30,2 milliards pour la période correspondante de 1996, sous l'effet d'une augmentation, à peu près parallèle, des recettes et des dépenses.

Les *autres revenus des investissements* ressortent en juin à + 1,7 milliard de francs, ce qui porte le cumul depuis le début de l'année à + 13,2 milliards, contre + 10,5 milliards pour la période correspondante de 1996. Les intérêts sur échanges financiers (*swaps*) contribuent principalement à l'amélioration.

Les transferts courants (en données brutes)

Avec 7,4 milliards de francs en juin, le déficit des transferts courants atteint sur les six premiers mois de 1997 un solde cumulé de – 13,6 milliards, en léger accroissement en comparaison avec le déficit de 11,3 milliards enregistré pour la période correspondante de 1996. Principale composante, les transferts avec les institutions de l'Union européenne dégagent un solde net de – 3,6 milliards de francs en juin, et de + 8,5 milliards depuis le début de l'année.

4.2.2. Le compte de capital (en données brutes)

En juin, les transferts en capital ont dégagé un excédent de 1,9 milliard de francs, principalement en raison du solde des opérations d'assurance dommages (excédent de 1,3 milliard). Sur les six premiers mois de l'année, le solde cumulé du compte de capital ressort à + 5,9 milliards de francs, contre + 4 milliards pour la période correspondante de 1996.

Méthodologie au 1^{er} janvier 1997

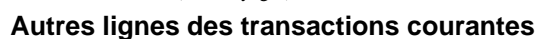
saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs

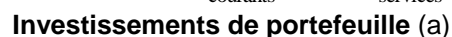


saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs

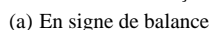
saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 8 septembre 1997

4.2.3. Le compte financier

En juin, les flux financiers se sont traduits par des sorties nettes de 15,9 milliards de francs. Les avoirs de réserve sont restés stables.

Investissements directs

Les *investissements directs* (y compris les bénéfices réinvestis) ont enregistré des sorties nettes, en forte progression puisqu'elles ont atteint 20,2 milliards de francs, contre 1,4 milliard en mai.

Les sorties nettes d'*investissements directs français à l'étranger* se sont élevées à 24 milliards de francs, contre 20,6 milliards en mai, les entrées nettes liées aux *investissements étrangers en France* ayant sensiblement diminué en juin (3,8 milliards, contre 19,2 milliards en mai).

Les sorties nettes enregistrées au titre des investissements directs français à l'étranger ont principalement concerné les opérations en capital (17,8 milliards de francs, contre 5,7 milliards pour les opérations de prêts et placements entre affiliés).

De même, les flux nets d'investissements étrangers en France ont résulté davantage d'opérations en capital (2,8 milliards de francs) que d'opérations de prêts et placements (1,6 milliard).

Investissements de portefeuille

En juin, les investissements de portefeuille ont été à l'origine d'entrées nettes de 26,1 milliards de francs.

Les résidents ont cédé 22,5 milliards de francs de titres étrangers. Les ventes ont porté essentiellement sur les obligations et titres assimilés (13,7 milliards de francs) et, plus accessoirement, sur les instruments du marché monétaire (5,7 milliards) et les actions (1,4 milliard).

Les non-résidents ont acquis des titres français, à hauteur de 3,6 milliards de francs. Alors que les obligations du Trésor français ont été sujettes à des dégagements de la part des non-résidents (– 12,1 milliards de francs), les achats nets ont surtout concerné les obligations du secteur bancaire et du secteur des entreprises (12,4 milliards) et, dans une moindre mesure, les titres du marché monétaire pour 1,8 milliard et les actions pour 1,1 milliard.

Autres investissements

Les « autres investissements » ont été à l'origine de sorties nettes de 21,6 milliards de francs, sous l'effet principal d'une baisse des engagements de 21,3 milliards, alors que les avoirs demeuraient quasiment stables (– 0,4 milliard).

L'analyse par secteur montre que cette évolution s'explique essentiellement par les opérations du secteur bancaire, qui se sont soldées par des placements nets à l'étranger, à hauteur de 31,5 milliards de francs, résultant d'une augmentation des créances des banques de 11,2 milliards et d'une contraction de leurs engagements vis-à-vis de l'étranger de 20,3 milliards.

À l'inverse, les flux financiers des « autres secteurs » ont dégagé un solde positif de 10,4 milliards de francs.

Au premier semestre 1997, les mouvements de capitaux des « autres investissements » se sont traduits par des sorties nettes de 22,6 milliards de francs, pour l'essentiel initiées par le secteur bancaire (– 32,3 milliards) et partiellement compensées par celles des « autres secteurs » (+ 16,8 milliards).

Avoirs de réserve

En juin 1997, les avoirs de réserve ont peu varié (+ 0,2 milliard de francs).

Au total, sur les six premiers mois de l'année 1997, les réserves de change ont progressé de 19,5 milliards de francs.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

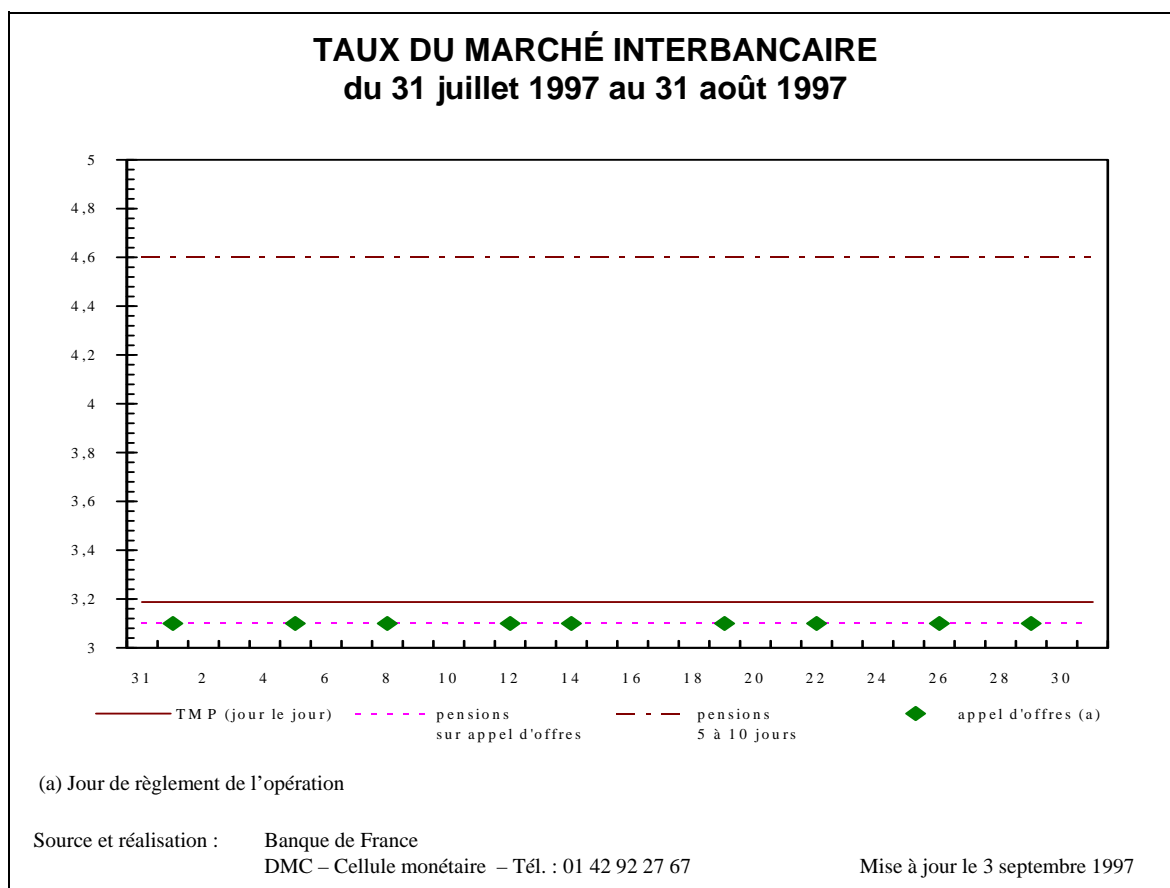
Au cours du mois d'août, l'évolution des marchés de taux français a été marquée par un léger mouvement de repentification de la courbe des rendements sur les échéances au-delà de six mois.

Ce mouvement a été lié à un renforcement des anticipations de resserrement des politiques monétaires en Europe, qui s'est développé à la faveur de la fermeté du dollar et de la confirmation de la reprise économique sur le continent.

Déjà amorcé au cours du mois de juillet sur les échéances intermédiaires de six mois à cinq ans, il s'est propagé au mois d'août aux échéances plus longues. En effet, le marché obligataire français a subi l'influence des évolutions aux États-Unis, où la vigueur de la croissance a conduit les opérateurs à continuer d'anticiper une remontée des taux des fonds fédéraux.

La hausse des taux longs sur le marché français, comme sur les principaux marchés européens, a toutefois été plus limitée que celle enregistrée outre-Atlantique. D'une fin de mois à l'autre, le taux à dix ans français est ainsi passé de 5,44 % à 5,60 %, l'écart négatif avec le taux obligataire américain, sur la même période, est passé de 70 à 84 points de base, alors que celui constaté avec son homologue allemand demeurerait stable, à une dizaine de points de base.

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



Durant le mois d'août, le loyer de l'argent au jour le jour s'est maintenu dans une fourchette comprise entre 3 1/8 % et 3 1/4 %.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 juillet-15 août se sont élevées à 20,4 milliards de francs (dont 14,4 milliards sous forme de billets), pour une moyenne requise de 19,7 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Juillet 1997	Août 1997	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 259,6	- 261,8	- 2,2
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	- 5,7	- 5,9	- 0,2
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	140,9	140,5	- 0,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	7,1	6,5	- 0,6
DIVERS	- 7,6	- 14,3	- 6,7
TOTAL	- 124,9	- 135,0	- 10,1
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d’offres	87,3	91,0	3,8
– Autres pensions	24,3	28,3	4,0
– Bons du Trésor achetés ferme	15,7	15,9	0,2
– Opérations d’escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 2,3	- 0,2	2,1
TOTAL	124,9	135,0	10,1

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

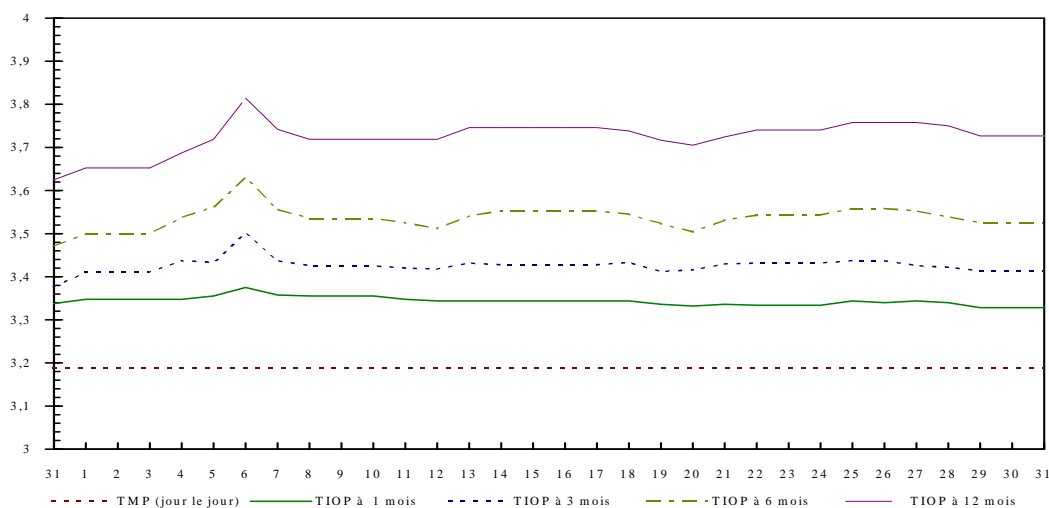
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

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

Mise à jour le 3 septembre 1997

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 juillet 1997 au 31 août 1997



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

Mise à jour le 3 septembre 1997

Par contraste avec le mouvement de détente qui avait prévalu au cours du mois précédent, les taux interbancaires français ont enregistré quelques tensions au début du mois. Ils se sont néanmoins rapidement stabilisés et n'ont guère varié par la suite, dans un marché dont l'activité s'est, il est vrai, nettement réduite. Cette évolution d'ensemble peut être décomposée en trois phases :

- au cours de la première semaine, les taux se sont tendus en liaison avec leurs homologues allemands, dans un contexte dominé par l'appréciation du dollar par rapport au deutschemark, qui a contribué à rendre aux yeux des opérateurs les perspectives plus incertaines quant à l'orientation à venir des politiques monétaires en Europe continentale ;

- entre le 7 août et le 12 août, les rendements courts ont renoué avec une tendance baissière, alors que le dollar s'inscrivait en repli face au deutschemark ;

- des tensions, d'ampleur il est vrai très limitée, sont réapparues à partir du 20 août. À la différence du début du mois, ce n'est pas tant l'évolution de la parité du dollar/deutschemark que la parution d'indicateurs venant confirmer le scénario de reprise économique en Europe continentale qui en ont été à l'origine.

Au total, ces évolutions se sont traduites par une modeste remontée des rendements, laquelle n'a affecté au demeurant que les échéances supérieures ou égales à six mois, ce qui a abouti à une légère accentuation de la pente de la courbe des taux sur ce segment. Dans le même temps, les écarts de taux avec l'Allemagne se sont quelque peu resserrés sur l'ensemble des échéances, pour s'établir dans une fourchette comprise entre 3 points de base et 7 points de base en fin de mois (contre 11 à 17 points de base à la fin juillet).

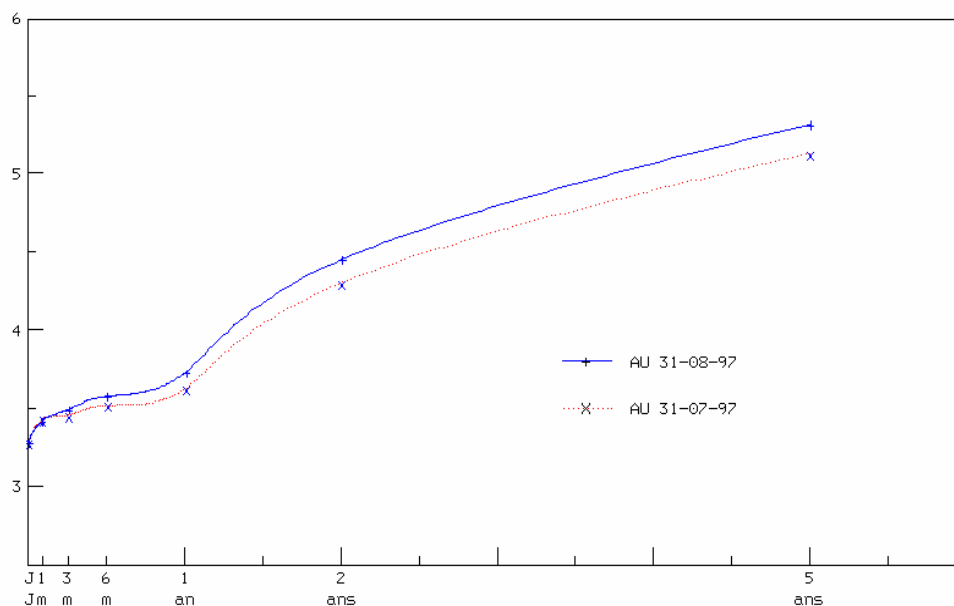
Sur le Matif, les taux implicites ont suivi une évolution différente selon l'éloignement de l'échéance des contrats Pibor considérés. Sur l'échéance septembre 1997, le taux implicite se détend quelque peu, passant de 3,49 % le 31 juillet à 3,45 % le 29 août, convergeant progressivement vers les cours au comptant. En revanche, sur les échéances plus éloignées, les taux implicites se tendent selon un mouvement d'ampleur croissante.

Au 29 août, la prime des taux implicites par rapport au taux au comptant s'établissait à 5 points de base sur le contrat septembre 1997 et à 23 points de base sur le contrat décembre 1997, contre respectivement 12 points de base et 22 points de base le 31 juillet. Sur l'échéance décembre 1998, la prime atteignait, le 29 août, 90 points de base, traduisant les anticipations de resserrement des politiques monétaires en Europe.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 juillet 1997	31 août 1997	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,33010	3,33789	0,00779
TIOP à 3 mois.....	3,38670	3,37695	- 0,00975
TIOP à 6 mois.....	3,43160	3,47070	0,03910
TIOP à 1 an.....	3,52150	3,62500	0,10350
Taux à 2 ans.....	4,16000	4,30000	0,14000
Taux à 5 ans.....	5,17000	5,13000	- 0,04000

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ

Taux actuariels



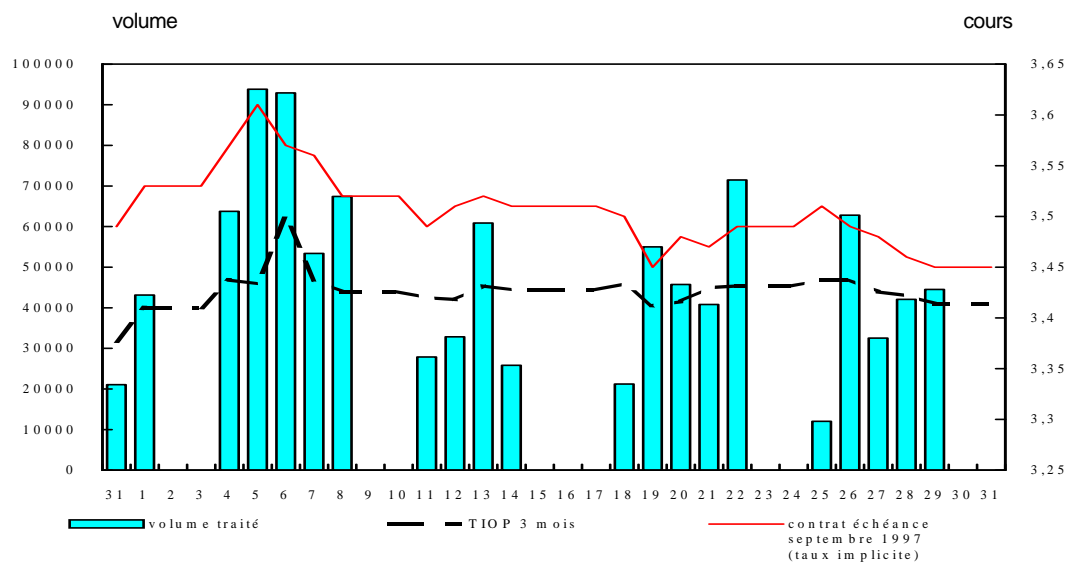
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 16 septembre 2008

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ

SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS

du 31 juillet 1997 au 31 août 1997



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

Mise à jour le 3 septembre 1997

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois d'août, le Trésor a procédé à l'adjudication de 114,4 milliards de francs de bons à taux fixe en francs (19,6 milliards de francs de BTAN et 94,8 milliards de francs de BTF).

L'encours total de bons en circulation s'élevait, le 31 août, à 1 233,1 milliards de francs, en léger recul par rapport au 31 juillet, date à laquelle il atteignait 1 239,5 milliards. Le montant des bons en écus est demeuré constant, à 7,9 milliards d'écus.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date	Catégorie	Durée	Soumis- sions	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire
(a)	(b)		(c)		(d)	(e)			(f)
4 août 1997	BTF	6 sem.	19 300	5 399	399	3,22	3,23	3,32	3,45
4 août 1997	BTF	13 sem.	34 200	19 796	788	3,31	3,33	3,41	3,53
4 août 1997	BTF	26 sem.	8 000	3 061	59	3,43	3,44	3,52	3,62
11 août 1997	BTF	13 sem.	42 520	17 821	1 816	3,27	3,28	3,37	3,51
11 août 1997	BTF	41 sem.	10 000	3 333	330	3,48	3,49	3,55	3,63
18 août 1997	BTF	13 sem.	45 300	17 088	2 084	3,28	3,28	3,37	3,56
18 août 1997	BTF	29 sem.	22 950	5 705	702	3,44	3,44	3,51	3,66
21 août 1997	BTAN 4,75 %	2 ans	24 000	6 480	0	101,36	101,34	3,86	4,40
21 août 1997	BTAN 4,50 %	5 ans	28 314	13 154	84	99,07	99,04	4,72	5,20
25 août 1997	BTF	13 sem.	48 119	19 187	2 177	3,28	3,29	3,38	3,53
25 août 1997	BTF	28 sem.	13 350	3 375	375	3,45	3,46	3,54	3,64
(a) Date d'adjudication (b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel (c) En millions de francs ou en millions d'écus pour les bons émis en écus (d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives) (e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté (f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente Source : Banque de France DST – Tél. : 01 42 92 55 99 Réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67 Mise à jour le 3 septembre 1997									

S'agissant des BTF 13 semaines, on observe une très légère augmentation des taux moyens actuariels à l'émission entre les dernières adjudications de juillet et d'août, de 3,35 % à 3,38 %. En revanche, la tension est plus marquée pour les taux à l'émission des BTF 28 semaines, qui passent de 3,41 % à 3,54 %.

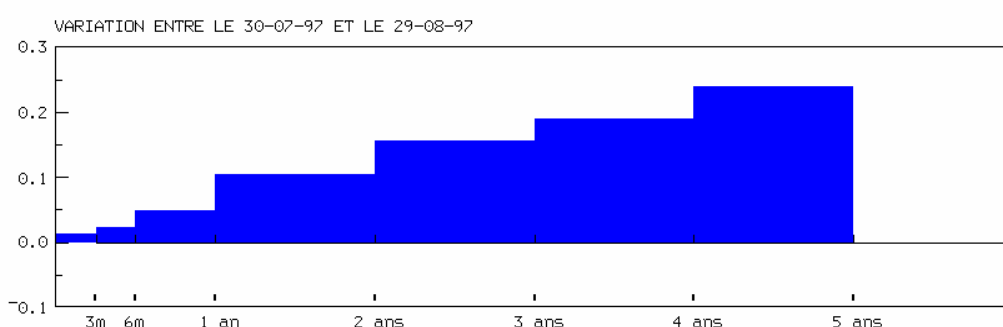
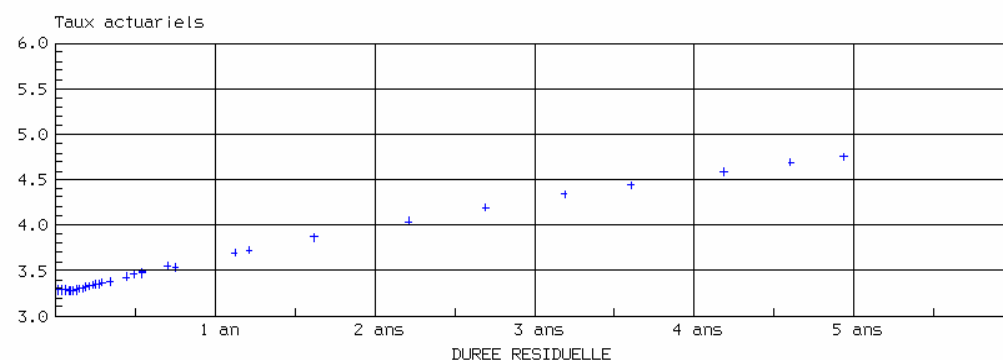
Pour ce qui concerne les BTAN 5 ans émis en francs, les taux à l'émission progressent de 15 points de base, passant de 4,57 % à 4,72 %.

Marché secondaire

Au cours du mois d'août, les rendements des bons du Trésor se sont sensiblement tendus. La courbe des rendements s'est pentifiée, le mouvement apparaissant plus marqué sur les échéances les plus lointaines entre un an et cinq ans.

Les volumes traités sont demeurés peu étoffés, aussi bien sur le compartiment des BTF que sur celui des BTAN.

BONS DU TRÉSOR TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE au 31 août 1997



Source et réalisation : Banque de France

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

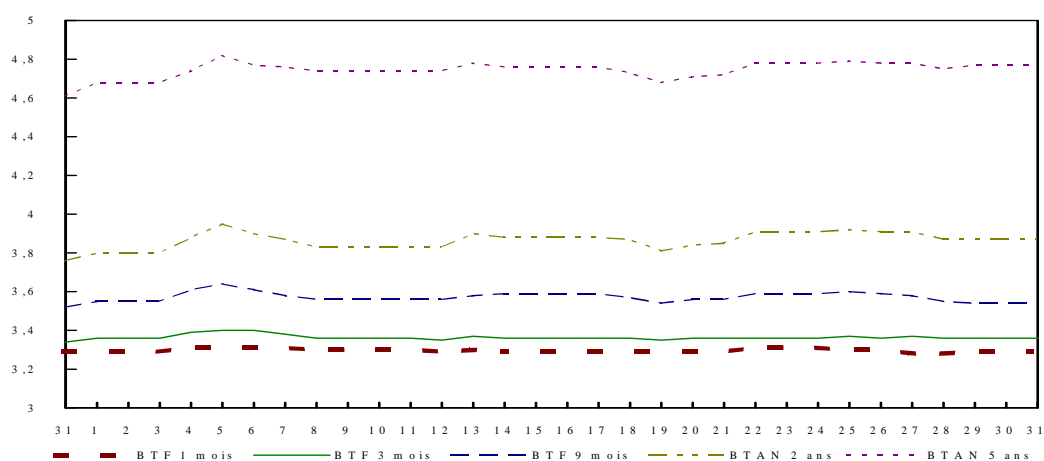
Mise à jour le 16 septembre 2008

Sur l'ensemble de la période, la tension sur les taux des BTF courts, jusqu'au trois mois, est restée très limitée à 1 point de base, ces échéances bénéficiant de la stabilité du taux au jour le jour.

Au-delà du 3 mois et jusqu'à l'année, les rendements des BTF et des BTAN ont enregistré une tension légèrement plus marquée d'environ 5 points de base, affectés, notamment, par la baisse équivalente des cours des contrats Pibor.

Sur les échéances les plus longues, les taux de rendement des BTAN ont progressé beaucoup plus fortement : 12 points de base sur l'échéance à deux ans et 19 points de base sur l'échéance à cinq ans.

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 juillet 1997 au 31 août 1997



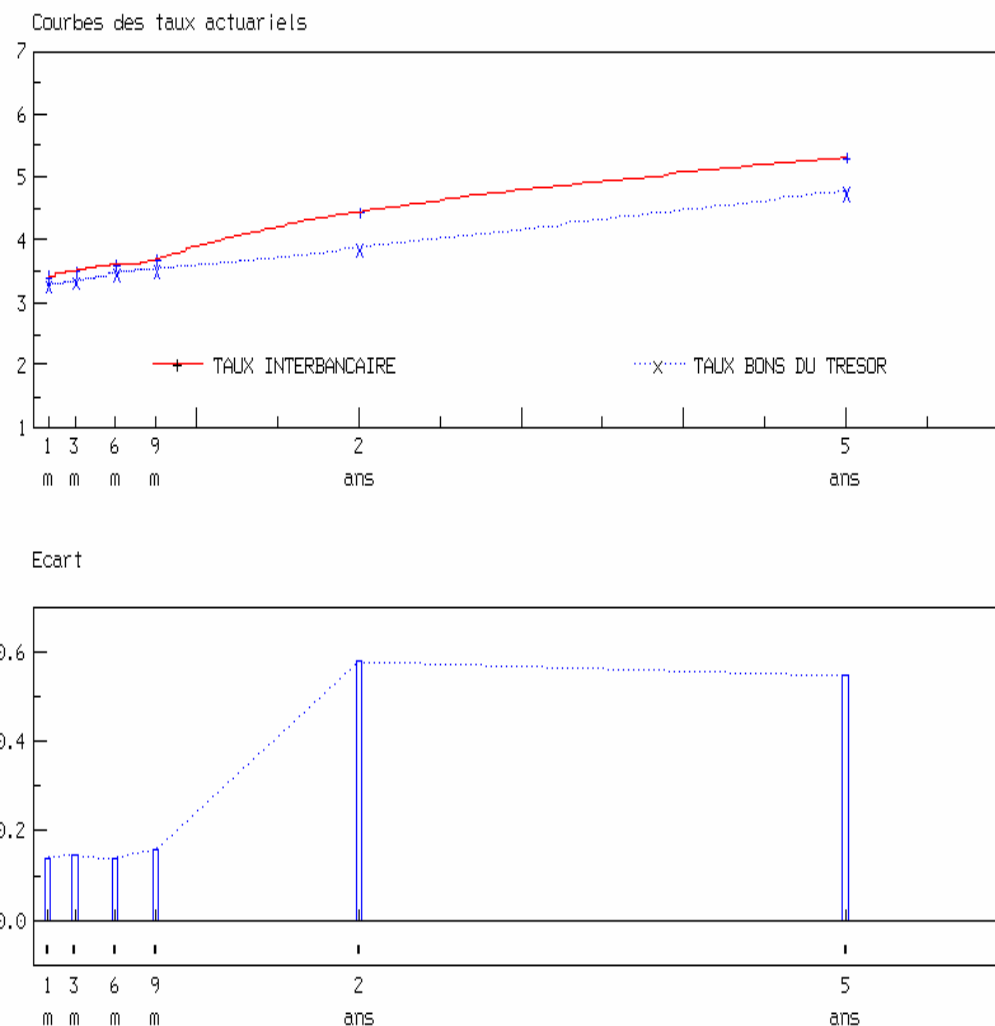
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 septembre 1997

La pentification de la courbe de rendement des bons du Trésor se marque par une hausse de l'écart de taux entre le deux ans et le cinq ans, de 143 à 150 points de base.

COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE au 31 août 1997



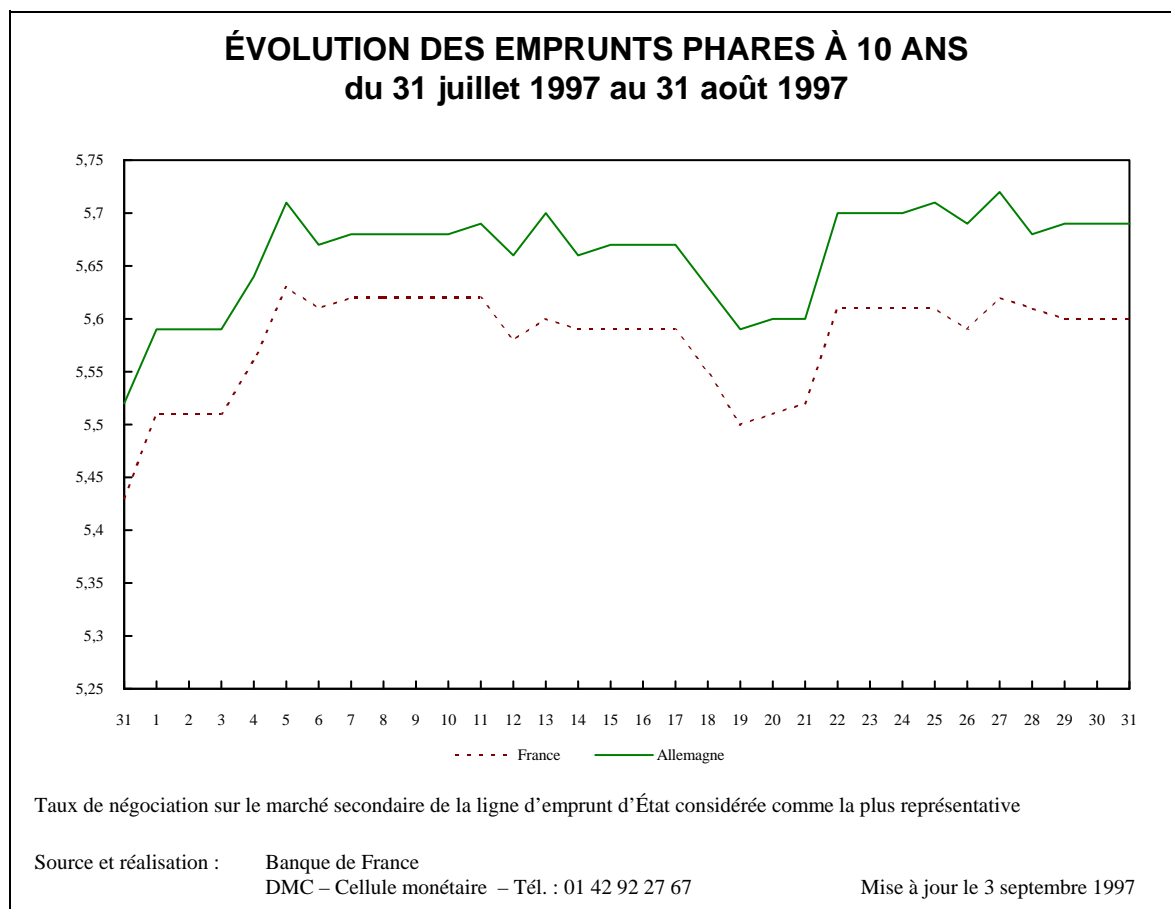
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 septembre 1997

Les écarts de rendement entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire sont restés stables sur les échéances à un mois, trois mois et neuf mois et se réduisent de 3 points de base sur l'échéance à six mois. Sur les échéances plus longues, l'écart sur le deux ans progresse de 5 points de base et l'écart sur le cinq ans se réduit de 5 points de base. Ces évolutions ne traduisent pas d'évolution notable sur la demande de bons du Trésor.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

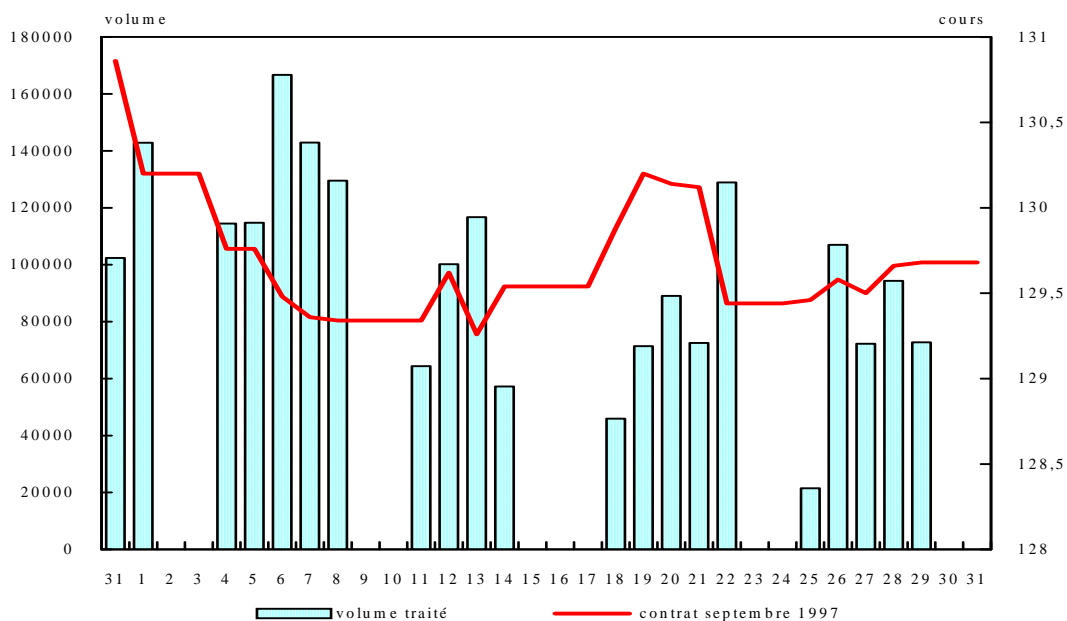
Sur l'ensemble du mois d'août, le marché obligataire français et le Matif notionnel ont subi une dégradation sensible sous l'effet de l'intensification des craintes de resserrement monétaire en Allemagne et aux États-Unis.



Sur la période, le rendement de l'emprunt phare français s'est tendu de 20 points de base, atteignant en fin de mois un niveau de 5,60 %, tandis que dans le même temps l'échéance décembre du contrat notionnel sur le Matif s'est repliée de 128 points de base. Ce mouvement s'est fait en forte corrélation avec les évolutions du marché allemand, l'écart OAT-*Bund* restant relativement stable au cours du mois ; il s'établissait, au 29 août, à 9 points de base en faveur de la France.

Cette tendance d'ensemble laisse place à une évolution heurtée au cours du mois : dans les premiers jours du mois d'août, la hausse des taux de rendement a été assez forte, en liaison avec le développement des craintes de remontée des taux à la fois du Système de réserve fédérale (notamment après la publication d'indicateurs reflétant la persistance d'un niveau élevé d'activité) et de la Banque fédérale d'Allemagne (consécutive à la forte hausse du taux de change dollar/deutschemark). Les taux longs français ont ensuite principalement évolué dans le sillage du marché obligataire américain, se détendant jusqu'au 19 août en raison de la publication de chiffres d'inflation satisfaisants aux États-Unis, puis s'inscrivant à nouveau en hausse, après la publication de statistiques confirmant la vigueur de la croissance américaine.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 juillet 1997 au 31 août 1997



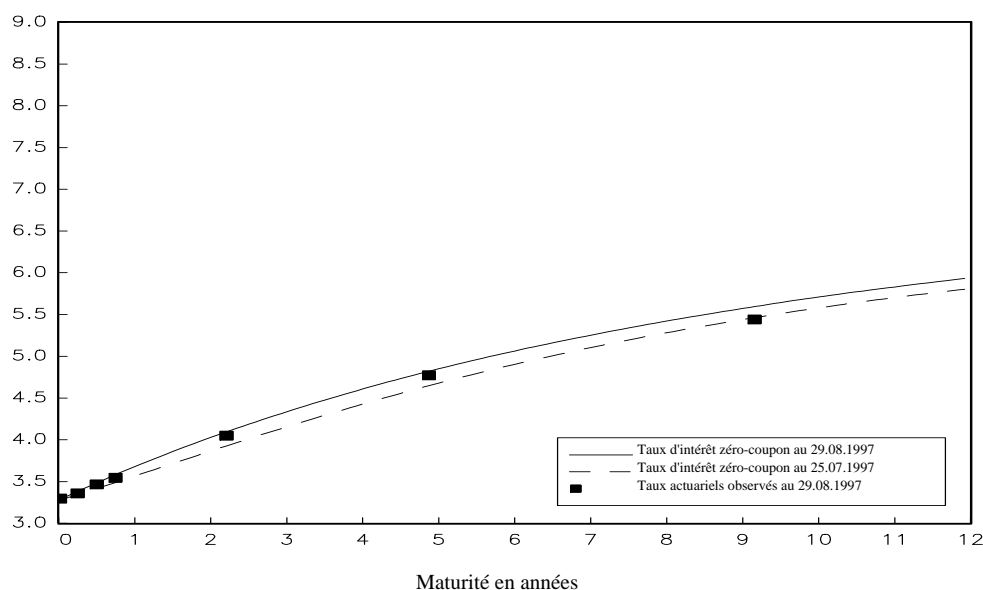
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 3 septembre 1997

Cette baisse des cours sur le marché obligataire français s'est faite dans des volumes de transactions assez faibles sur le comptant et sur les marchés dérivés sur les trois dernières semaines du mois, phénomène toutefois classique pendant la période estivale.

Lors des tensions de début de période, l'activité avait été plus soutenue, de l'ordre de 130 000 contrats notionnels échangés en moyenne chaque jour.

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 3 septembre 1997

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

(arrêtée au 8 septembre)

Depuis le début du mois, les marchés de taux ont évolué dans des marges de fluctuations étroites, tout en marquant une légère amélioration. Les anticipations de resserrement des politiques monétaires en Europe se sont quelque peu estompées, ce qui a favorisé un léger recul des taux à court terme et une stabilisation du marché obligataire.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 318,4 milliards de francs à la fin du mois d'août, contre 1 326,1 milliards à fin juillet. Cette décade est commune à la totalité des titres de créances négociables à l'exception des billets de trésorerie. La baisse la plus conséquente a concerné les certificats de dépôt, dont l'encours a diminué de 8,1 milliards de francs ; cette évolution s'explique essentiellement par un important volume de titres échus se rapportant à des opérations initiées à la fin du mois de mai. L'encours des bons des institutions et des sociétés financières a régressé de 4,3 milliards de francs et celui des bons à moyen terme négociables a diminué de 1,7 milliard. Enfin, l'encours des billets de trésorerie a progressé de 6,4 milliards de francs, pour s'établir à 243,9 milliards.

Les moyennes de taux à l'émission relevées pour les titres courts émis pendant la période traduisent une relative stabilité pour les émissions effectuées à moins de six mois et une relative tension au-delà. Cette tendance est confirmée par les écarts observés sur les taux de rendement des bons à moyen terme négociables émis sur les maturités inférieures ou égales à cinq ans, qui sont compris entre 15 points de base et 30 points de base, selon les échéances.

En raison de la traditionnelle trêve estivale observée en début de période, le montant des émissions obligataires réglées en août a reculé par rapport à celui de juillet. Cette évolution reflète d'une part une forte diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur et d'autre part un léger accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment le premier emprunt en francs du Fonds de développement social du Conseil de l'Europe (3 milliards de francs).

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 610,5 milliards de francs le 29 août, contre 618,6 milliards le 25 juillet et 641,8 milliards le 27 juin.

Les émissions réalisées au cours du mois d'août ont atteint 378,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 292,1 milliards en juillet et 274,3 milliards en juin (respectivement 386,4 milliards, contre 315,2 milliards et 288,7 milliards, pour les tombées). L'augmentation des émissions au cours du mois sous revue (+ 86,2 milliards de francs) a été contrebalancée par celle des tombées, s'élevant à 71,2 milliards. La majeure partie des titres venus à échéance provient des fortes émissions survenues au cours de la semaine du 26 au 30 mai, période caractérisée également par une hausse significative des taux.

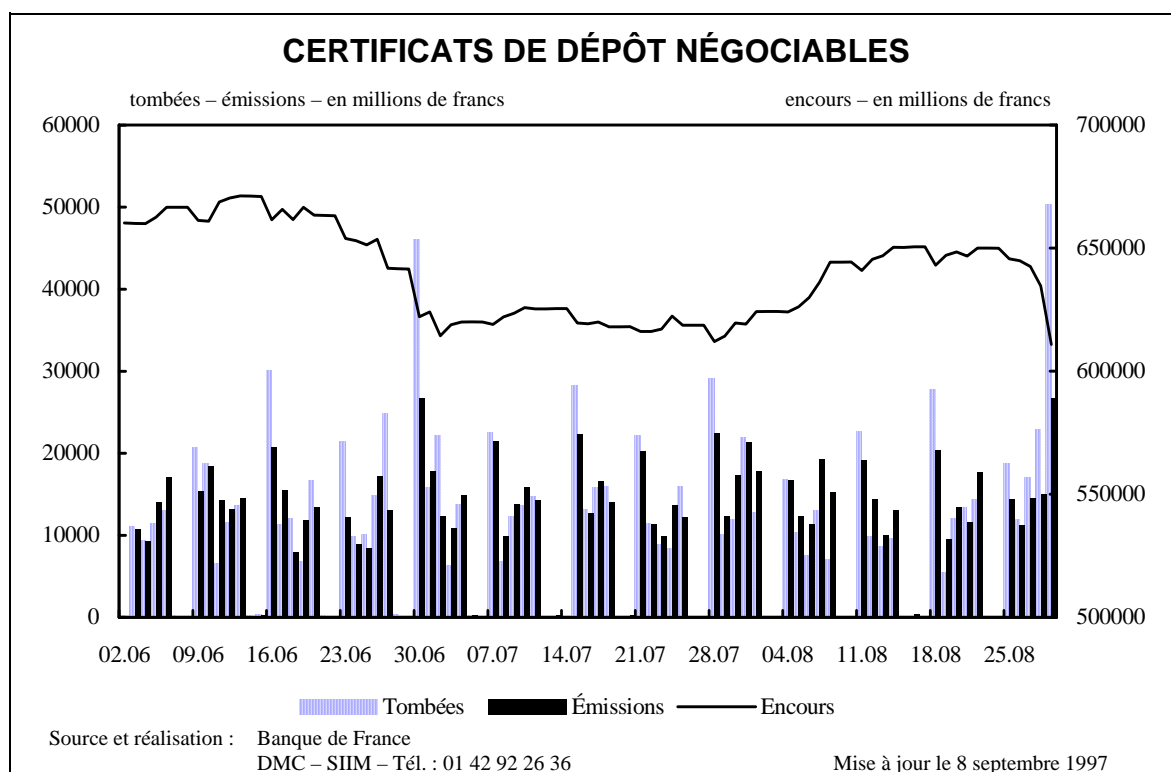
Onze émetteurs ont accru leur encours au-delà de 1 milliard de francs et sept d'entre eux de plus de 2 milliards : la Caisse des dépôts et consignations (5,5 milliards), ING Bank NV (5,3 milliards), la Caisse nationale de crédit agricole (4 milliards), la Banque Paribas (3,7 milliards), le Crédit lyonnais (2,9 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (2,1 milliards), la Compagnie financière du crédit mutuel de Bretagne (2,1 milliards). À l'inverse, dix émetteurs ont enregistré une décade supérieure à 1 milliard de francs pendant la même période ; les baisses les plus conséquentes, supérieures à 2 milliards de francs, concernent la Banque fédérative du crédit mutuel (8,5 milliards), Dresner Kleinwort

Benson (4,5 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (3,4 milliards), l'Union de banques suisses (2,6 milliards), la Deutsche Bank (2,4 milliards) et la Banque CPR (2,1 milliards).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* est restée assez similaire à celle des deux mois précédents. Les établissements de crédit ont représenté 31,1 % du montant total d'émission, contre 30,4 % le mois précédent, devant les OPCVM (24,2 %, contre 20,7 %), les sociétés et entreprises individuelles (22,1 %, contre 25,9 %), et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (17,6 %, contre 16,1 %).

Les diverses plages de *durées à l'émission* ont été sollicitées dans des proportions assez proches de celles du mois de juillet. La part des émissions réalisées entre un mois et trois mois est passée à 40,5 % de la production, contre 44,4 % le mois précédent ; la plage comprise entre trois mois et six mois a recueilli 39,4 %, contre 33,3 %, et les opérations d'une durée initiale comprise entre dix jours et un mois ont représenté 18,4 % du total (contre 19,3 % en juillet).

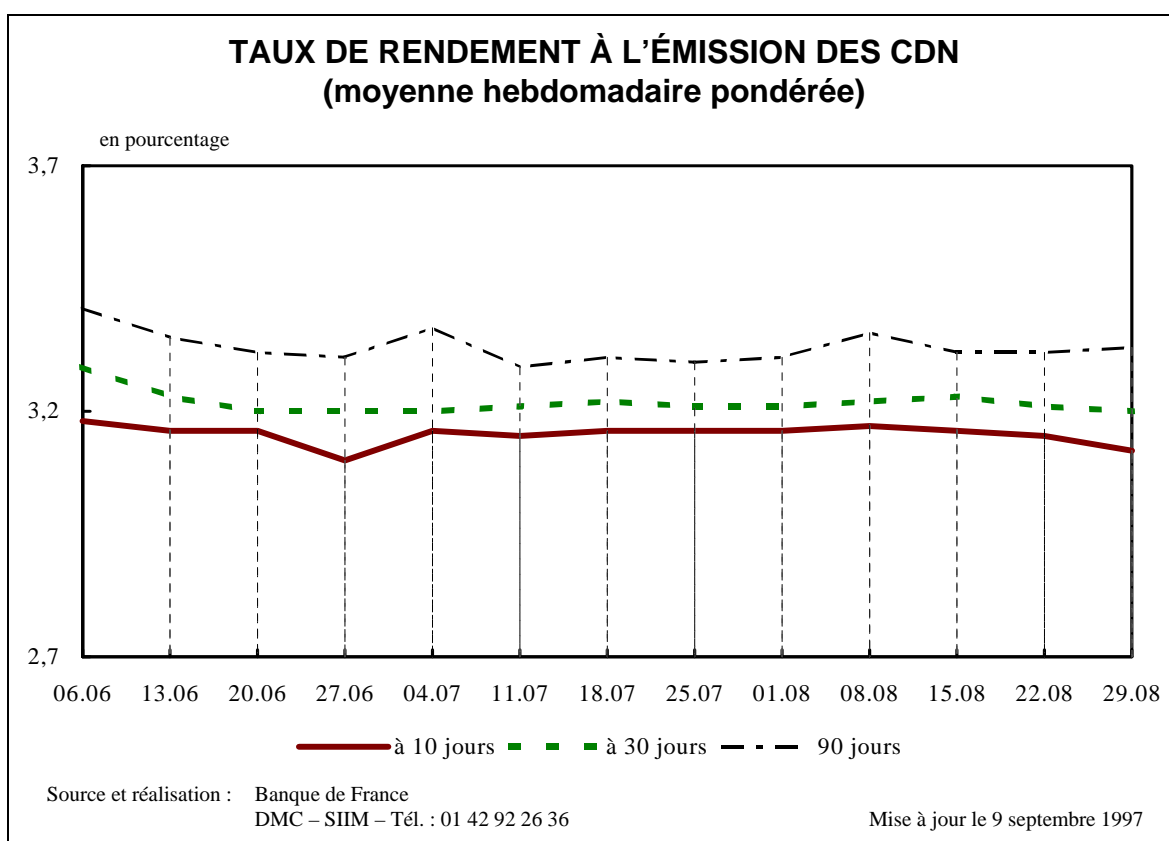
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	69,9	18,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	153,4	40,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	149,3	39,4
De 6 mois à 1 an.....	6,3	1,7
Total.....	378,9	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 328 le 29 août, contre 332 le 25 juillet et le 27 juin.

Les *taux à l'émission* se sont légèrement appréciés entre le 1^{er} et le 8 août, puis se sont globalement détendus à partir de la troisième semaine. Calculés en moyenne mensuelle pondérée, les écarts s'échelonnent entre 2 points de base pour les certificats à un mois, 3 points de base pour ceux à trois mois, 5 points de base pour ceux se rapportant à la durée de six mois et 12 points de base pour les titres émis à un an.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN					
	(en pourcentage)				
	28 juillet au 1 ^{er} août	4 au 8 août	11 au 14 août	18 au 22 août	25 au 29 août
Certificats à 10 jours (moyenne)	3,16	3,17	3,16	3,15	3,12
Certificats à 30 jours (moyenne)	3,21	3,22	3,23	3,21	3,20
Certificats à 90 jours (moyenne)	3,31	3,36	3,32	3,32	3,33
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	2,80	2,97	2,80	2,61	2,80
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	3,26	3,30	3,27	3,27	3,27
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,34	3,35	3,34	3,33	3,33
TIOP à 1 mois (plus haut)	3,35	3,38	3,35	3,34	3,34



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

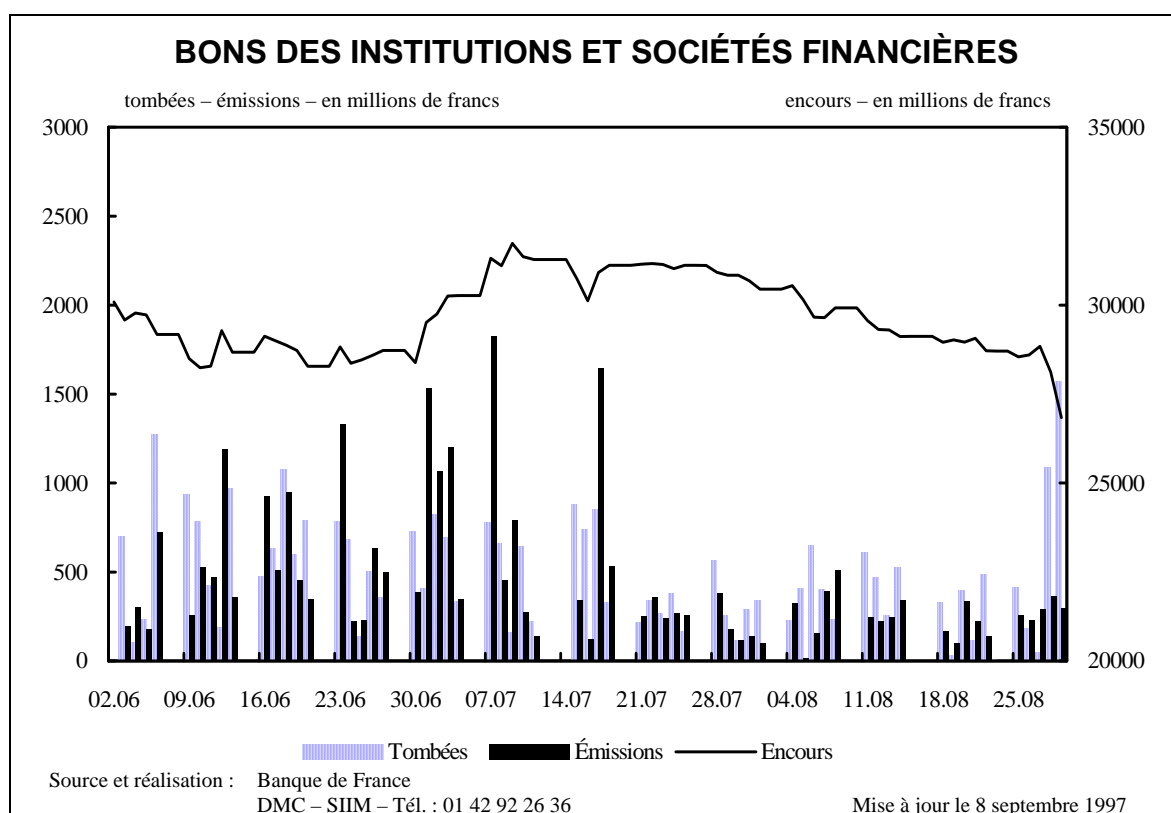
L'encours de ces bons se montait à 26,8 milliards de francs le 29 août, contre 31,1 milliards le 25 juillet et 28,7 milliards le 27 juin. À fin août, 83,4 % de l'encours global correspondait aux opérations de six émetteurs disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, dont 37,3 % pour le seul Crédit local de France, soit 10 milliards de francs.

Les émissions réalisées au cours du mois d'août ont atteint 5,8 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 12 milliards en juillet et 10,6 milliards en juin (respectivement 10 milliards, contre 9,6 milliards et 12,3 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de BISF a progressé par rapport au mois précédent (67,2 %, contre 49,1 % en juillet et 64,5 % en juin), confirmant leur prédominance. Les OPCVM ont contribué à hauteur de 27,3 % et les sociétés et entreprises individuelles ont souscrit 2,6 % de la production.

L'examen des *durées à l'émission* fait ressortir un raccourcissement des maturités avec un report des opérations effectuées entre trois mois et six mois (65,4 % du total, contre 81,8 % en juillet) sur les durées inférieures à trois mois (28,3 %, contre 13,5 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,1	1,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	1,6	28,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	3,8	65,4
De 6 mois à 1 an.....	0,3	4,7
Total.....	5,8	100,0



Calculés en moyenne mensuelle pondérée, les *taux de rendement à l'émission* se sont légèrement tendus sur les durées de trois mois et six mois, termes les plus traités, les taux gagnant respectivement 4 points de base et 10 points de base.

Billets de trésorerie (BT)

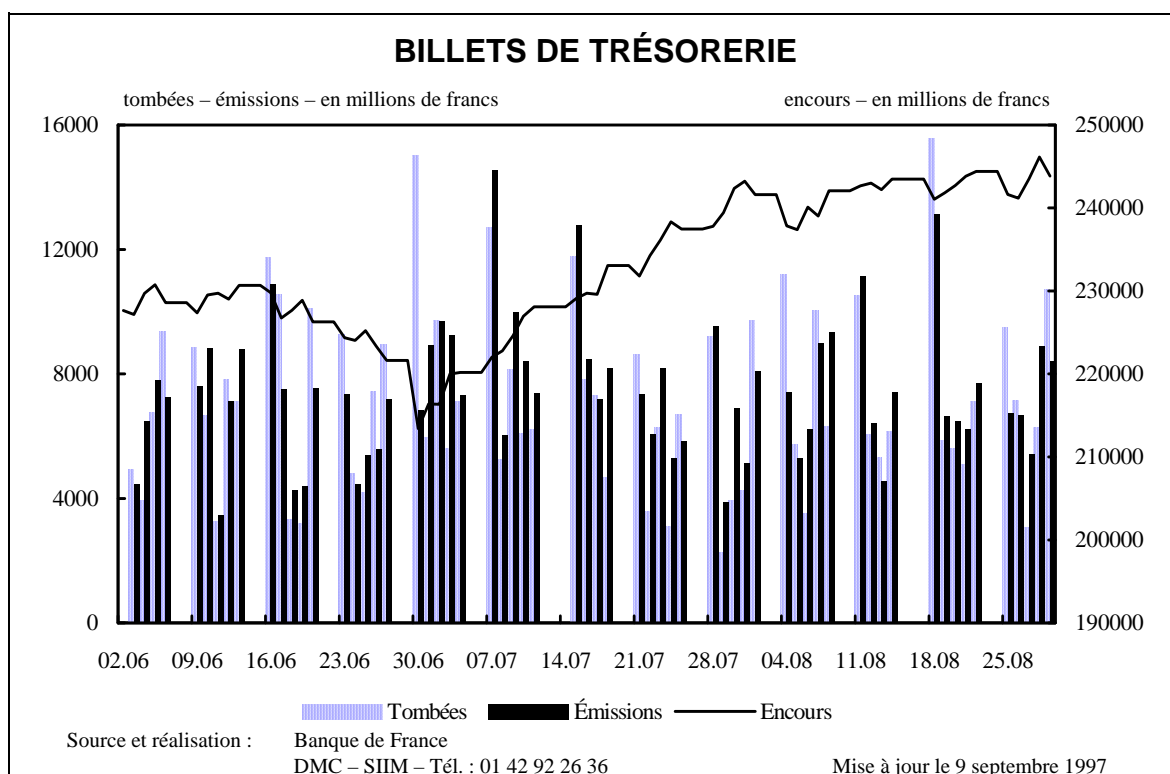
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 243,9 milliards de francs le 29 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 237,5 milliards le 25 juillet et 221,6 milliards le 27 juin. Le 29 août, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 97, contre 93 à la fin des mois de juin et de juillet. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 176,5 milliards de francs, contre 157,6 milliards en juillet et 130,6 milliards en juin (respectivement 170,1 milliards, contre 141,8 milliards et 139 milliards, pour les tombées).

Cinq émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus au cours du mois ; il s'agit de la Cades (3,8 milliards de francs), la SNCF (3,7 milliards), AGF Cash (1,5 milliard), Pechiney (1,1 milliard) et EDF (1 milliard). À l'opposé, trois émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : Elf Aquitaine Finance et Sofira (1,9 milliard de francs chacune) et la Compagnie générale des Eaux (1,4 milliard). Un nouvel émetteur, Cofiroute, disposant d'un programme de 3 milliards de francs, est apparu sur le marché ; son encours s'élevait à 960 millions de francs à la fin du mois d'août.

Les établissements de crédit ont souscrit 77,8 % des titres émis, contre respectivement 76,8 % et 77,5 % pour les deux mois précédents. La part des OPCVM a représenté 11,1 % de la production et celle des sociétés et entreprises individuelles 6,5 %. Les assurances, caisses de retraite et mutuelles ont contribué aux souscriptions, à hauteur de 3,4 %.

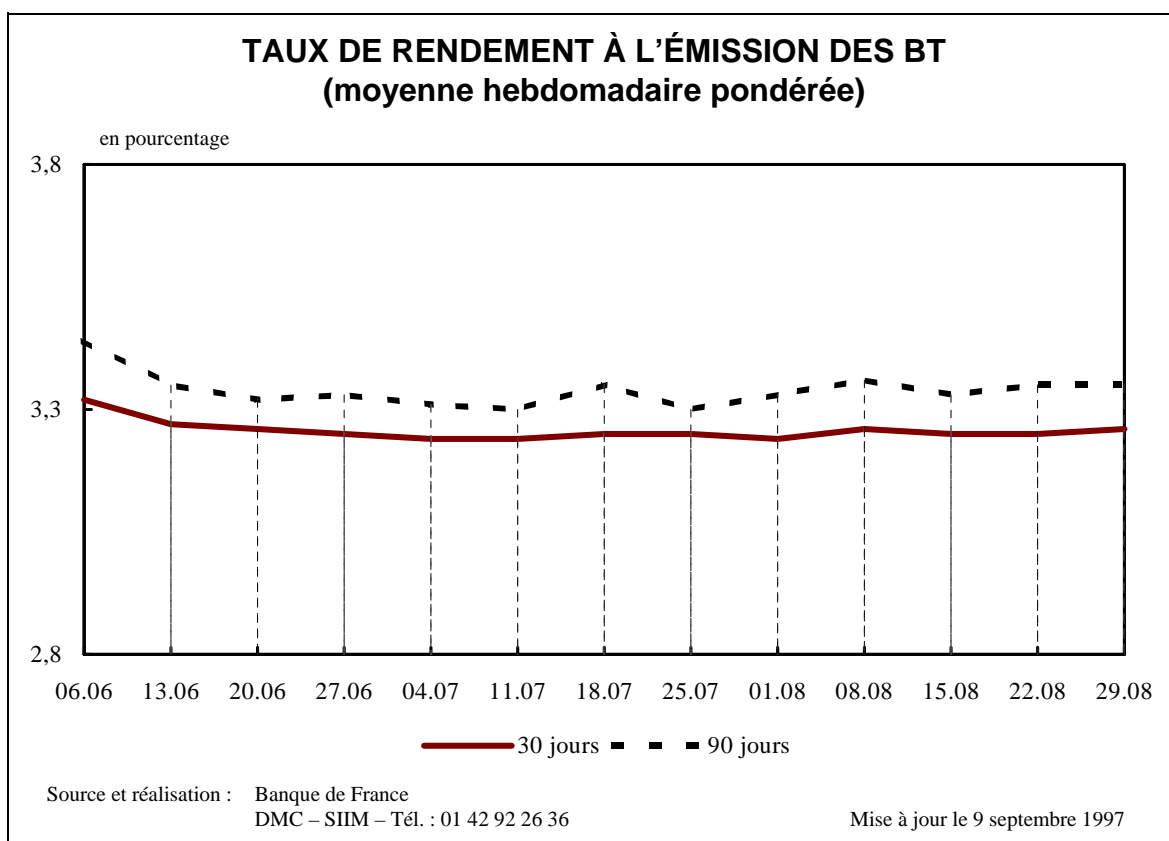
La répartition mensuelle des émissions par durée se caractérise par un léger raccourcissement des maturités par rapport au mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentrée sur les durées inférieures à trois mois, avec 88,4 % du montant global (81,9 % en juillet). Les opérations comprises entre trois mois et six mois ont constitué 10,8 % du total, contre 17,4 % pour le mois de juillet.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	23,7	13,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	132,4	75,0
De 3 mois à moins de 6 mois.....	19,0	10,8
De 6 mois à 1 an	1,4	0,8
Total.....	176,5	100,0



Les *taux de rendement à l'émission*, calculés en moyenne mensuelle et pondérés par les montants, sont restés à des niveaux assez proches de ceux de juillet pour toutes les échéances inférieures ou égales à trois mois ; ils ont gagné 13 points de base pour les billets émis sur la durée de six mois.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	28 juillet au 1 ^{er} août	4 au 8 août	11 au 14 août	18 au 22 août	25 au 29 août
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,23	3,21	3,20	3,23	3,24
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,24	3,26	3,25	3,25	3,26
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,33	3,36	3,33	3,35	3,35
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,13	3,20	3,21	3,20	3,19
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,36	3,38	3,35	3,30	3,39
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,34	3,35	3,34	3,33	3,33
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,35	3,38	3,35	3,34	3,34



Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 437,2 milliards de francs le 29 août (dernier chiffre provisoire disponible), contre 438,9 milliards au 25 juillet et 443,2 milliards au 27 juin.

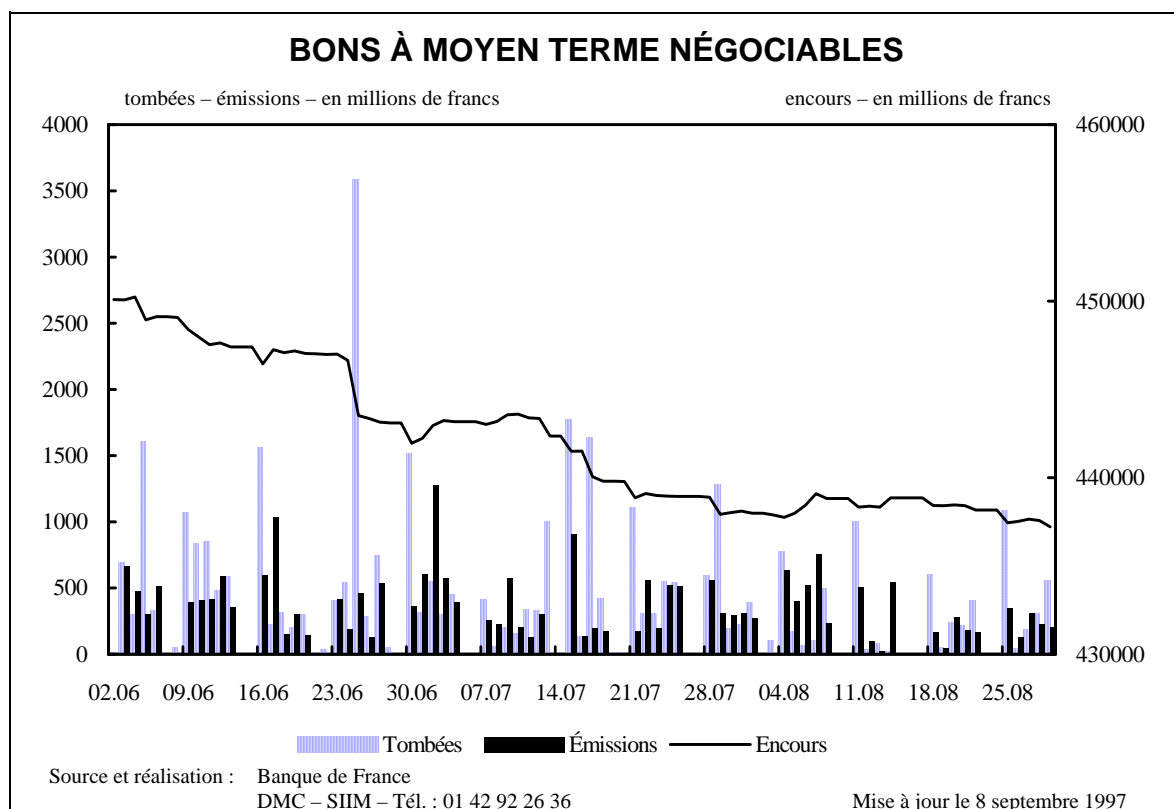
Les émissions réalisées au cours du mois d'août se sont élevées à 7,5 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 8,3 milliards en juillet et 8,9 milliards en juin (respectivement 9,2 milliards, contre 12,5 milliards et 15,8 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 236 au 29 août, contre 233 au 25 juillet et 235 au 27 juin. Les hausses d'encours les plus significatives observées au cours du mois d'août concernent la Société générale (733 millions de francs), la Bred (368 millions) et le CIC (320 millions), alors que les baisses les plus accentuées concernent la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (940 millions), le Crédit lyonnais (781 millions) et Natexis banque (730 millions).

La répartition par catégorie de *souscripteurs* révèle un accroissement de la part des établissements de crédit, avec 75,5 % du montant global d'émission, contre 65,8 % pour le mois précédent, ainsi que des assurances, caisses de retraite et mutuelles (11,5 %, contre 3,7 %). À l'opposé, la souscription des sociétés et entreprises individuelles s'est sensiblement rétractée (5,0 %, contre 15,1 %), de même que celle des non-résidents qui n'ont constitué qu'un apport marginal (1,3 % du total, contre 6,1 % en mai) et ont retrouvé un niveau similaire à celui du mois de juin (0,6 %).

La répartition des émissions par tranche de durée traduit un léger raccourcissement des maturités travaillées ; les opérations à moins de trois ans ont ainsi représenté 61,6 % de la production, contre 53,3 % au cours du mois de juillet, alors que 21,0 % des émissions ont été réalisées sur des durées supérieures à cinq ans, contre 30,1 % pour la période passée.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	2,2	29,3
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,4	32,3
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,3	17,4
De 5 ans à moins de 7 ans.....	1,2	15,6
De 7 ans et plus	0,4	5,4
Total.....	7,5	100,0



Les *taux à l'émission* se sont tendus sur l'ensemble des durées inférieures ou égales à cinq ans, dans des proportions comprises entre 14 points de base pour les bons à cinq ans et 29 points de base pour les rémunérations relatives aux titres émis à trois ans.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	28 juillet au 1 ^{er} août	4 au 8 août	11 au 14 août	18 au 22 août	25 au 29 août
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,58	3,76	3,66	3,77	–
Bons à 2 ans (moyenne).....	3,96	4,02	3,99	4,11	4,12
Bons à 3 ans (moyenne).....	4,29	–	4,40	4,42	4,47
Bons à 5 ans (moyenne).....	4,75	4,89	–	4,90	4,84
Bons à 7 ans (moyenne).....	–	–	–	–	–
Bons à 10 ans (moyenne).....	5,85	–	–	–	–

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1996		1997		
	Août	Décembre	Juin	Juillet	Août
SICAV	1 706,8	1 638,4	1 684,3	1 711,0	1 685,8
– monétaires	947,0	843,3	816,4	807,2	798,5
– obligations et autres titres de créance	456,8	469,4	467,2	471,9	467,9
– actions	184,6	200,0	249,8	271,0	260,4
– diversifiées	116,2	123,1	147,8	157,8	155,9
– garanties	2,2	2,6	3,1	3,1	3,1
FCP	1 097,7	1 129,7	1 301,5	1 343,8	1 357,0
– monétaires	323,1	288,8	304,7	300,2	296,3
– obligations et autres titres de créance	328,9	347,1	369,4	372,7	375,4
– actions	88,7	102,2	134,0	147,4	144,8
– diversifiés	246,9	272,8	351,4	372,4	377,7
– garantis	110,1	118,8	142,0	151,1	162,8
OPCVM	2 804,5	2 768,1	2 985,8	3 054,8	3 042,8
– monétaires	1 270,1	1 132,1	1 121,1	1 107,4	1 094,8
– obligations et autres titres de créance	785,7	816,5	836,6	844,6	843,3
– actions	273,3	302,2	383,8	418,4	405,2
– diversifiés	363,1	395,9	499,2	530,2	533,6
– garantis	112,3	121,4	145,1	154,2	165,9
Source : Commission des opérations de bourse Réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 4 septembre 1997					

En août, l'encours de titres d'OPCVM monétaires s'est replié de 12,6 milliards de francs, pour se situer à 1 094,8 milliards. Les performances de ces placements sont restées faibles.

Après une progression en juillet, l'encours de titres d'OPCVM « obligations » a été assez stable (843,3 milliards de francs, contre 844,6 milliards en juillet).

L'encours de titres d'OPCVM « actions » s'est replié de 13,2 milliards de francs, pour s'établir à 405,2 milliards. Concernant les Sicav, ce mouvement est dû à un effet performance négatif (– 20,9 milliards de francs) et à une quasi-absence de souscriptions. Leur taux de rendement annuel, bien qu'en repli par rapport à juillet, reste très élevé (33,9 %).

Les encours de titres d'OPCVM « diversifiés » et d'OPCVM « garantis » ont progressé respectivement de 3,4 milliards de francs et 13,7 milliards, pour atteindre 533,6 milliards et 165,9 milliards.

Au cours du mois, l'encours de l'ensemble des titres d'OPCVM s'est réduit de 12 milliards de francs, pour s'établir à 3 042,8 milliards.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en août

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

En raison de la traditionnelle trêve estivale observée en début de période, le montant des émissions obligataires réglées en août a reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution reflète d'une part une forte diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur et d'autre part un léger accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment le premier emprunt en francs du Fonds de développement social du Conseil de l'Europe (3 milliards de francs).

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 57 milliards de francs, après 74 milliards en juillet et 46 milliards en juin. Plus de 46 % des titres réglés en août ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 4 % l'ont été en écus. Le compartiment international a, pour sa part, enregistré 50 % des émissions, dont 2,0 % en euro-écus et 2,4 % en eurolires.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES (a)								
ventilation par marché								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1997	8 mois 1997	8 mois 1996	Année 1996		Août 1997	8 mois 1997	8 mois 1996	Année 1996
MARCHÉ INTÉRIEUR								
25,5	232,1	206,5	301,2	État	25,5	109,5	172,3	248,4
2,9	51,2	42,0	68,6	Établissements de crédit et assimilés	- 3,1	- 18,1	- 44,1	- 53,9
-	21,7	40,5	55,1	Sociétés non financières	- 1,7	0,6	21,9	30,2
0,1	10,9	25,9	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,4	9,1	23,5	46,4
28,6	316,0	314,9	474,8	Ensemble des résidents	20,4	101,1	173,6	271,1
0,1	0,2	-	-	Non-résidents	0,1	- 4,1	- 0,3	- 1,8
28,7	316,2	314,9	474,8	TOTAL	20,5	97,0	173,4	269,3
2,1	25,8	15,9	24,4	dont émissions en écus (b)	2,1	19,4	15,9	24,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
7,2	22,5	19,2	25,5	Établissements de crédit et assimilés	6,9	10,4	- 2,9	- 6,8
-	2,1	4,7	6,2	Sociétés non financières	-	- 4,8	3,5	2,9
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	- 0,3	- 0,3	-	-
7,2	24,6	23,9	31,7	Ensemble des résidents	6,6	5,2	0,6	- 3,8
21,5	118,0	92,2	161,4	Non-résidents	17,1	94,1	80,6	139,3
28,7	142,6	116,0	193,1	TOTAL	23,8	99,3	81,2	135,5
1,0	4,7	-	2,6	dont émissions en écus	1,0	- 3,8	- 2,1	0,5
1,0	3,4	-	2,6	dont émissions en écus des résidents	1,0	- 3,9	- 2,1	0,5
1,4	1,4	-	-	dont émissions en liras des résidents	1,4	1,4	-	-
(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 4 septembre 1997								

La **collecte des résidents** est ressortie à 36 milliards de francs (51 milliards en juillet), soit plus de 62 % des émissions réglées en août.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES (a)								
ventilation par devise								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Août 1997	8 mois 1997	8 mois 1996	Année 1996		Août 1997	8 mois 1997	8 mois 1996	Année 1996
ÉMISSIONS en FRANCS								
23,5	206,3	190,6	276,8	État	23,5	90,1	156,5	224,0
7,8	68,9	61,2	91,5	Établissements de crédit et assimilés	1,4	- 5,3	- 44,9	- 61,2
—	23,8	45,2	61,3	Sociétés non financières	- 1,7	- 4,2	25,4	33,1
0,1	10,9	25,9	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,7	8,8	23,5	46,4
31,3	309,9	322,9	479,5	Ensemble des résidents	22,6	89,4	160,4	242,3
21,6	116,9	92,2	161,4	Non-résidents	17,2	89,9	80,3	137,5
52,9	426,8	415,1	640,9	TOTAL	39,8	179,3	240,8	379,8
26,6	290,4	299,0	450,4	dont émissions intérieures	18,4	77,5	157,5	244,9
26,5	290,2	299,0	450,4	dont émissions intérieures des résidents	18,3	81,7	157,8	246,7
ÉMISSIONS en ÉCUS								
2,1	25,8	15,9	24,4	État	2,1	19,4	15,9	24,4
1,0	3,4	—	2,6	Établissements de crédit et assimilés	1,0	- 3,9	- 2,1	0,5
—	—	—	—	Sociétés non financières	—	—	—	—
—	—	—	—	Autres émetteurs résidents	—	—	—	—
3,1	29,2	15,9	27,0	Ensemble des résidents	3,1	15,6	13,8	24,9
—	1,3	—	—	Non-résidents	—	—	—	—
3,1	30,5	15,9	27,0	TOTAL	3,1	15,6	13,8	24,9
2,1	25,8	15,9	24,4	dont émissions intérieures	2,1	19,4	15,9	24,4
2,1	25,8	15,9	24,4	dont émissions intérieures des résidents	2,1	19,4	15,9	24,4
ÉMISSIONS en LIRES								
1,4	1,4	—	—	Établissements de crédit et assimilés	1,4	1,4	—	—
1,4	1,4	—	—	TOTAL	1,4	1,4	—	—
—	—	—	—	dont émissions intérieures	—	—	—	—
(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 4 septembre 1997			

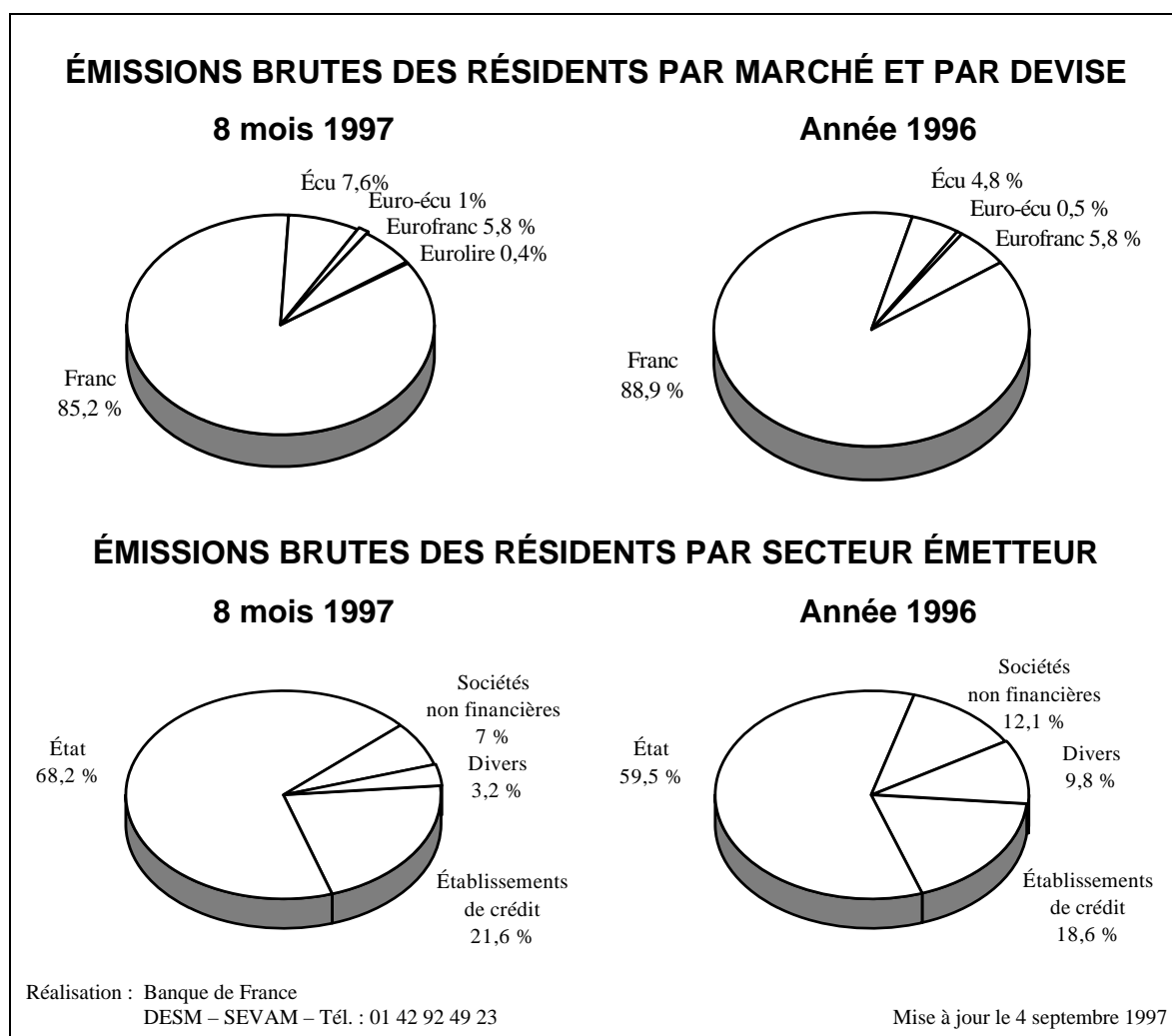
Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 25,5 milliards de francs (27,3 milliards en juillet). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 5,50 % octobre 2007¹, l'OAT 6,50 % avril 2011 et l'OAT 6 % octobre 2025. Lors de l'adjudication du 7 août, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 22 milliards de francs, auquel il faut ajouter 696 millions au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,61 %, en hausse de 2 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée également le 7 août et qui portait sur l'OAT 5,50 % avril 2007. Le montant nominal émis s'est élevé à 326 millions d'écus, soit environ 2,1 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 5,98 %, en baisse de 14 points de base par rapport à l'adjudication du 12 juin.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché international, est passée de 6,6 milliards de francs à 10,2 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit ont levé 10,1 milliards de francs, tandis que les sociétés financières ne sont pas intervenues sur le marché.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 7 au 21 août) ont atteint 819 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,35 %.

La collecte des **émetteurs non résidents** a atteint 21,6 milliards de francs en août, après 22,8 milliards en juillet.



Au terme des huit premiers mois de 1997, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 341 milliards de francs, contre 339 milliards durant la même période en 1996. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État a représenté plus de 68 % de la collecte brute globale en francs et en devises effectuée en 1997 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 60 % en 1996.

Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois d'août

Sur le marché intérieur, comme l'avait annoncé le Trésor fin 1996, la ligne d'OAT en écus a été adjugée et réglée pour la première fois à la même date que les 3 lignes d'OAT en francs.

Par ailleurs, la ville d'Aubagne est la première commune de moins de 50 000 habitants à émettre un emprunt.

Sur le marché international, la Banque Paribas a procédé à l'émission en parallèle d'une obligation libellée en trois devises (franc, écu, lire). Le lancement simultané d'un emprunt aux caractéristiques identiques dans plusieurs devises permettra de fusionner ces différentes lignes en un seul titre libellé en euro, après le démarrage de la troisième étape de l'Union économique et monétaire.

Par ailleurs, la banque allemande Hypothekbank in Essen AG a émis de nouveau une obligation hypothécaire libellée en franc. Cet emprunt bénéficie d'une garantie provenant du nantissement d'un *pool* d'actifs constitué de créances appartenant à l'émetteur. Ces créances résultent de prêts consentis au secteur public allemand.

Enfin, les emprunts de la Caisse autonome de refinancement (300 millions de francs) et de la société britannique Halifax PLC (300 millions) ont pour point commun de proposer des taux d'intérêt fixes successifs.

5.2.4. Le marché primaire des actions en juillet

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Juin 1997	Juillet 1997	7 mois 1997	7 mois 1996	Année 1996
TOTAL ÉMIS (a).....	10,0	41,5	157,3	165,5	286,0
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	8,8	38,7	143,2	149,6	264,9
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	1,2	2,6	4,6	11,6	16,4
COMPAGNIES D'ASSURANCE.....	–	0,2	9,5	4,3	4,7
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,0	5,8	16,9	28,3	40,3
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0,9	4,8	13,9	23,2	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 Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23					
Mise à jour le 4 septembre 1997					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 41,5 milliards de francs en juillet, après 10 milliards en juin. Au terme des sept premiers mois de 1997, leur montant (157,3 milliards de francs) apparaît en diminution d'environ 5 % d'une année à l'autre ¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 28,3 milliards de francs à 16,9 milliards, soit une baisse de 40 %. À fin juillet 1997, elles représentaient 11 % 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 de 40 % d'une année à l'autre.

¹ 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

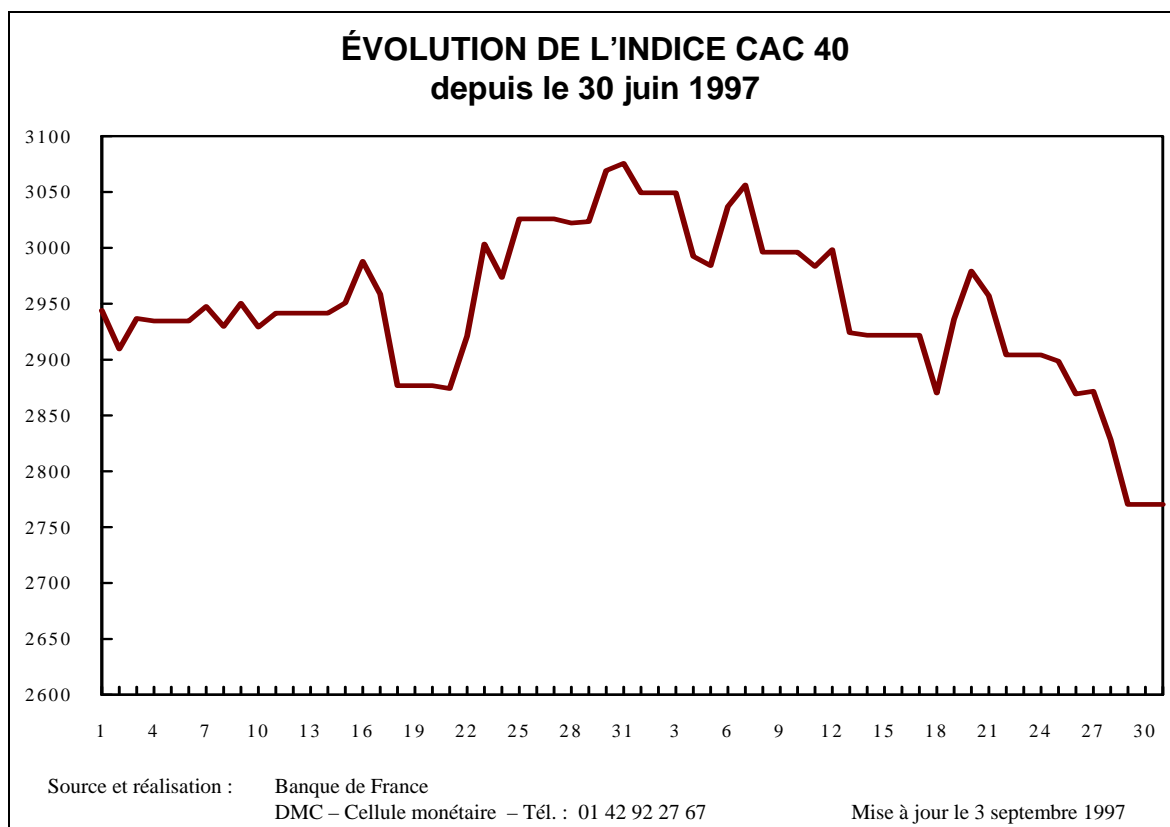
Durant le mois d'août, la Bourse de Paris s'est sensiblement repliée, à l'instar des principales places boursières mondiales. Après la forte progression de ces derniers mois, ce mouvement de correction a été d'ampleur relativement importante, quoique inférieur à celui observé sur d'autres places, telles que Francfort ou Tokyo.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a largement subi la dégradation observée à New York, au point que la cote a reculé de près de 10 % sur l'ensemble du mois civil. S'agissant du règlement mensuel, la liquidation a fait apparaître un repli plus modeste de 2,33 %, soit la première liquidation négative depuis le terme d'avril.

Après avoir atteint un ultime record le 31 juillet, à 3 075,65 points, l'indice CAC 40 s'est inscrit en repli sensible pratiquement tout au long du mois, franchissant successivement à la baisse le seuil des 2 900 points, puis celui des 2 800 points. Le vendredi 29 août, dernier jour ouvré du mois, la Bourse de Paris reculait de 2,01 %. Ce mouvement de correction à l'œuvre en France est intervenu en dépit de l'attente de bons résultats semestriels pour les grandes entreprises et de la perspective d'opérations boursières importantes sur le marché parisien.

INDICES BOURSIERS				
	31 juillet 1997	31 août 1997	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones)	8 222,61	7 622,42	- 7,30	18,21
Londres (FT 100)	4 907,50	4 817,50	- 1,83	16,97
Tokyo (Nikkei)	20 331,43	18 229,42	- 10,34	- 5,85
Paris (CAC 40)	3 075,67	2 770,49	- 9,92	19,64
Francfort (DAX)	4 438,93	3 906,03	- 12,01	35,22
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67				
Mise à jour le 3 septembre 1997				



5.3.2. La tendance au début du mois de septembre (arrêtée au 8)

La Bourse de Paris a enregistré une forte reprise depuis le début du mois de septembre, à l'image des principales autres places mondiales. La progression du CAC 40 a, toutefois, été particulièrement soutenue : elle atteint 6,15 % entre le 31 août et le 8 septembre, contre 2,79 % pour le Dow Jones et 3,48 % pour le Footsie au cours de la même période. Il est à noter que, le 2 septembre, le CAC 40 a augmenté de 4,11 %, soit la plus forte hausse observée au cours d'une séance depuis le 7 janvier 1991.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En juillet 1997, les moyens de paiement *M1* se sont accrus de 0,8 %, leur croissance s'établissant à 5,1 % sur un an. L'essor des livrets à taux administré s'est poursuivi. Ainsi, l'agrégat *M2* a progressé de 1,1 % en juillet et de 7,8 % sur un an. L'ensemble des placements liquides référencés aux taux monétaires (*M3* – *M2*) s'est à nouveau contracté. Au total, l'agrégat *M3* a enregistré une croissance de 0,3 % en juillet et son glissement annuel est revenu à – 0,5 %, après – 0,9 % le mois précédent (il s'établissait à – 3,1 % en décembre 1996).

L'accroissement des placements d'épargne contractuelle (agrégat *P1*), essentiellement soutenu par le dynamisme des plans d'épargne-logement, s'est poursuivi. Aussi la progression de l'ensemble *M3* + *P1* s'est-elle légèrement accélérée tant en juillet (+ 0,6 %, après + 0,3 %) qu'au cours des douze derniers mois (+ 3,4 %, après + 3,1 %).

En juin 1997, l'*endettement intérieur total* a progressé de 0,4 %, après + 0,2 % en mai. Sur un an, sa progression s'est amplifiée (+ 3,3 %, après + 2,5 % à fin mai). Cette évolution recouvre une reprise globale des crédits à l'économie (+ 1,1 % sur un an, après – 1,8 %), notamment des crédits aux sociétés et des concours octroyés à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acosse), alors que la croissance des financements obtenus sur les marchés internes tend à décélérer. La progression de l'endettement de l'État s'est légèrement ralentie (+ 6,9 % sur un an, après + 7,0 % le mois précédent). La reprise de la distribution de nouveaux prêts, amorcée en avril, s'est confirmée (+ 7,7 % sur les six premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1996).

AGRÉGATS			
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)			
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
AGRÉGATS DE MONNAIE À FIN JUILLET 1997			
M1	1 759,4	0,8	5,1
M2	3 389,5	1,1	7,8
M3	5 282,4	0,3	- 0,5
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN JUILLET 1997			
P1	2 057,9	1,3	14,9
M3 + P1	7 340,3	0,6	3,4
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN JUIN 1997			
Endettement intérieur total	11 085,2	0,4	3,3
dont : <i>État</i>	3 691,4		6,9
<i>Crédits à l'économie</i> (c)	6 392,9	1,4	1,1
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX À FIN JUIN 1997 (d)	–	–	7,7
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs (b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts (c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents (d) Flux cumulés depuis le 1 ^{er} 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 2 septembre 1997			

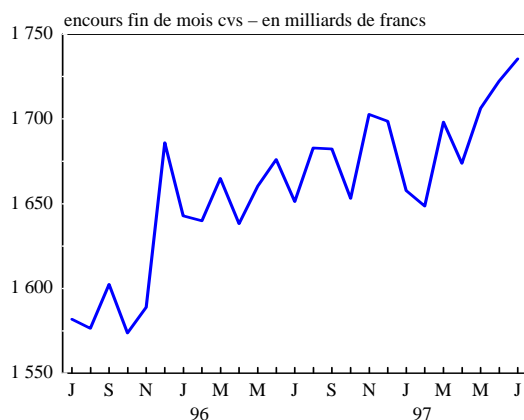
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin juillet 1997)

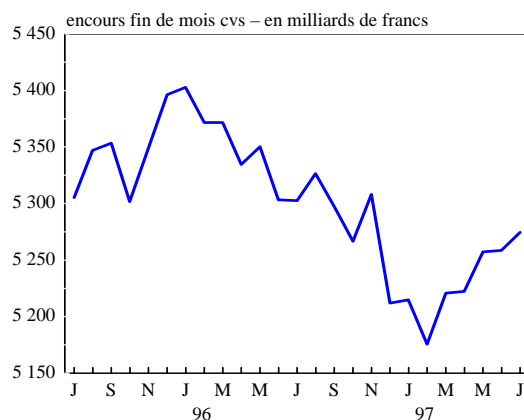
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts	
	Juillet 1997	Juin 1997	Juillet 1997	Décembre 1996	Juillet 1997
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	262,3	0,1	0,0	0,8	1,9
<i>Dépôts à vue</i>	1 497,1	1,1	0,9	0,8	5,7
Total M1	1759,4	0,9	0,8	0,8	5,1
M2 – M1	1 630,1	0,9	1,4	7,1	10,8
<i>Livrets A</i>	681,0	0,5	0,4	-7,3	2,5
<i>Livrets bleus</i>	93,0	0,7	0,7	- 5,7	3,6
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	159,0	0,7	1,1	8,0	8,1
<i>Codevi</i>	210,8	1,4	1,3	4,6	7,7
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	188,1	1,7	2,3	69,9	22,4
<i>Livrets jeunes.....</i>	27,8				
<i>Livrets soumis à l'impôt.....</i>	270,3	1,6	3,9	25,2	35,8
Total M2	3 389,5	0,9	1,1	3,6	7,8
M3 – M2	1 892,9	- 1,5	- 1,1	- 13,0	- 12,6
<i>Dépôts et TCN en devises.....</i>	113,4			3,8	8,1
<i>Dépôts à terme (a).....</i>	337,9	- 2,2	- 2,1	- 24,5	- 18,6
<i>Bons de caisse et d'épargne.....</i>	167,3	0,8	- 1,7	- 12,1	- 4,7
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	294,4	2,7	- 3,2	- 22,7	- 8,0
– Certificats de dépôt et BMTN.....	279,9			- 23,1	- 6,1
– Bons et BMTN des ISF	14,5			- 14,7	- 34,3
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	969,1	- 1,0	- 1,9	- 5,2	- 13,9
<i>Parts de fonds communs de créances ..</i>	10,8				
Total M3	5 282,4	0,0	0,3	- 3,1	- 0,5
M4 – M3	101,1	- 1,9	8,6	7,7	19,5
<i>Bons du Trésor négociables</i>	74,6			0,1	15,5
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	26,5			33,3	32,8
Total M4	5 383,5	0,0	0,4	- 3,0	- 0,2
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 007,1	1,3	1,4	23,8	18,3
<i>Autres comptes d'épargne (c).....</i>	17,5				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	612,8			15,6	13,3
– dont : Entreprises d'assurance	136,9				
<i>Titres d'OPCVM garantis.....</i>	136,3			32,7	36,3
<i>Bons de capitalisation.....</i>	284,2	- 0,1	- 0,1	- 0,9	- 0,9
Total P1	2 057,9	1,0	1,3	17,4	14,9
Total M3 + P1	7 340,3	0,3	0,6	1,6	3,4
<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 DESME – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14 Mise à jour le 2 septembre 1997</p>					

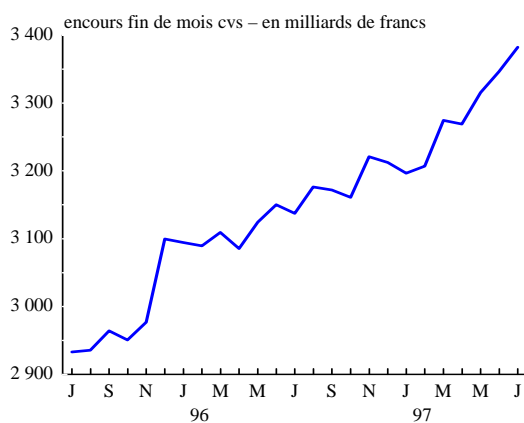
AGRÉGAT M1



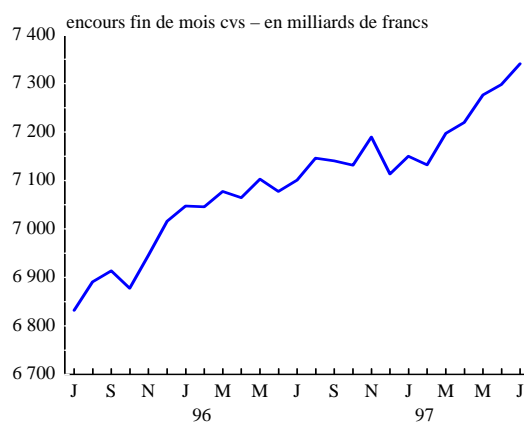
AGRÉGAT M3



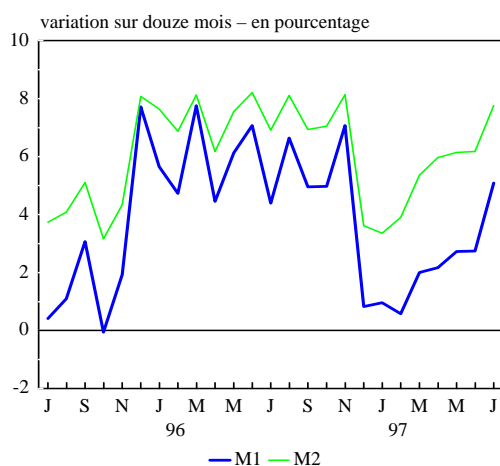
AGRÉGAT M2



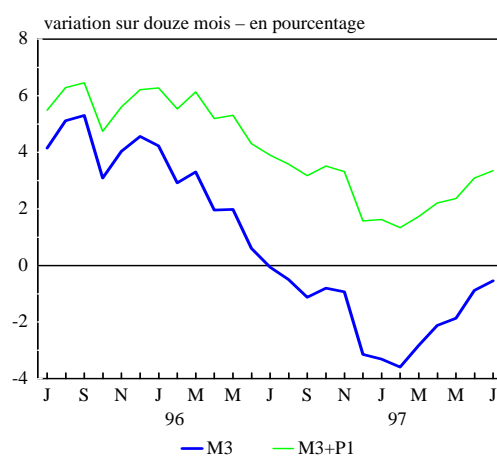
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



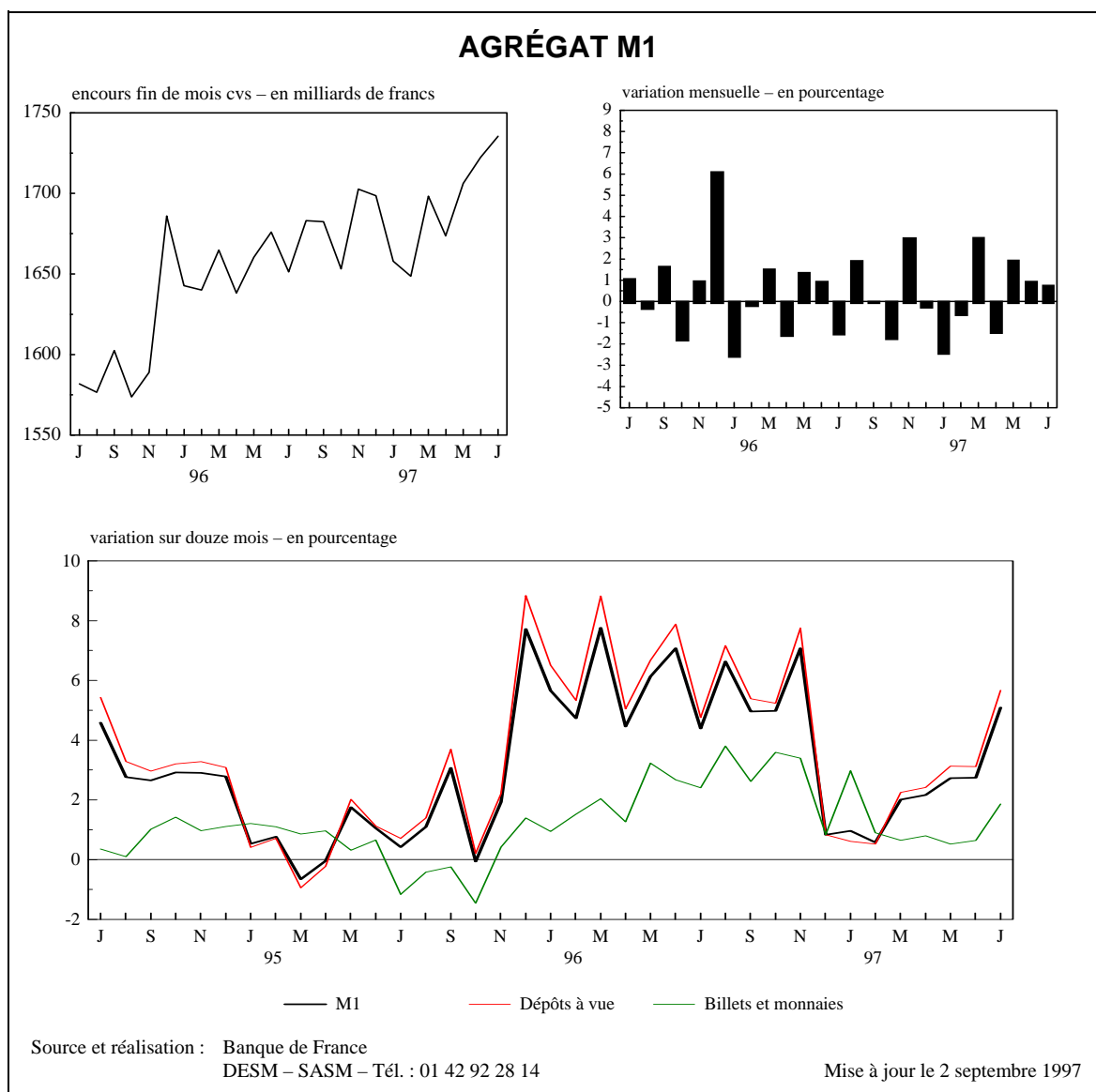
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 2 septembre 1997

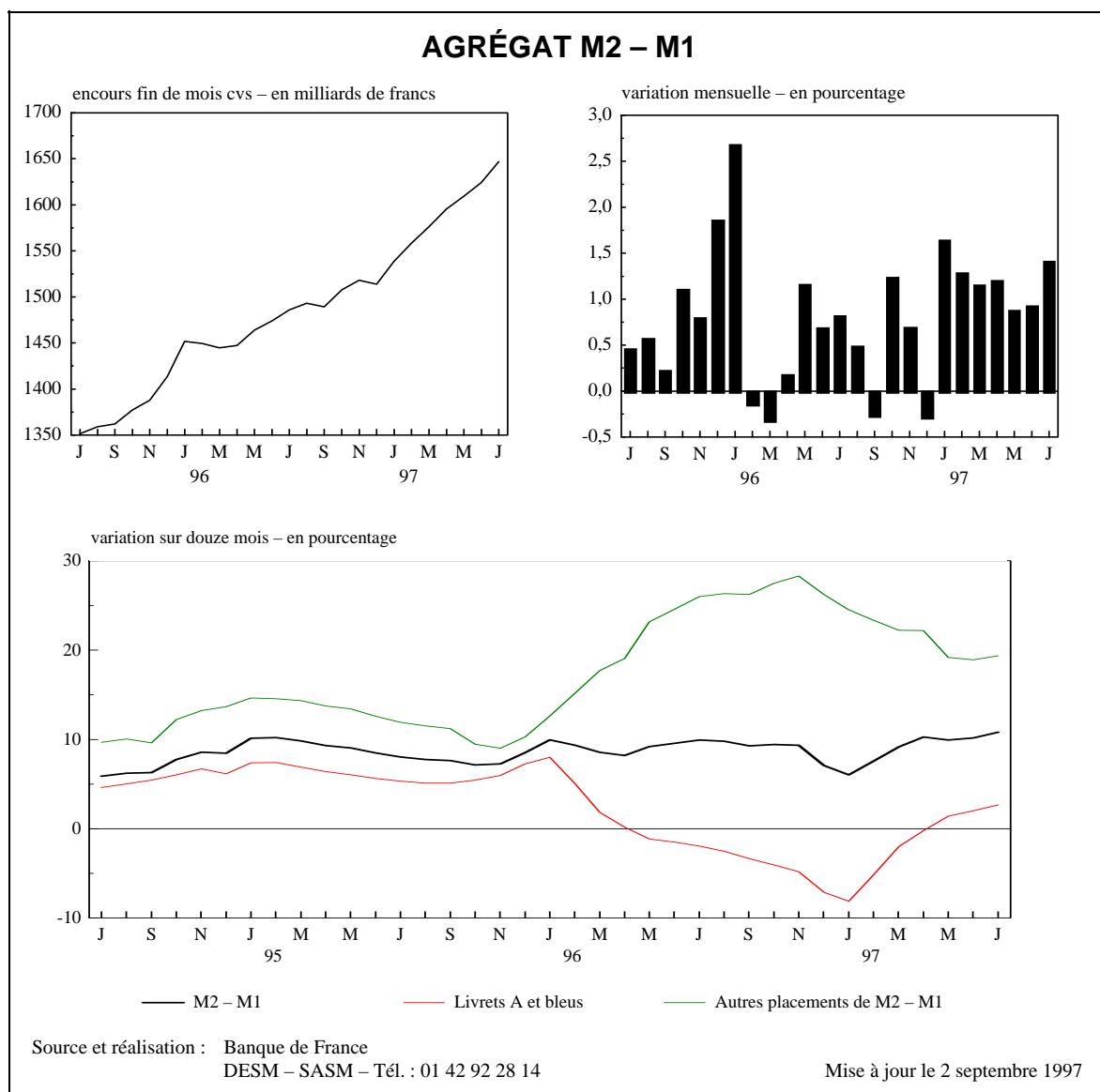
6.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En juillet, l'agrégat M1 a progressé sensiblement au même rythme que le mois précédent (+ 0,8 %, après + 0,9 %, chiffre révisé). Son encours brut s'est établi à 1 759,4 milliards de francs.

En glissement annuel, cet agrégat s'est accru fortement (+ 5,1 % en juillet, après + 2,7 % en juin, chiffre révisé). Les dépôts à vue ont augmenté de 5,7 % et les billets et monnaies de 1,9 %.

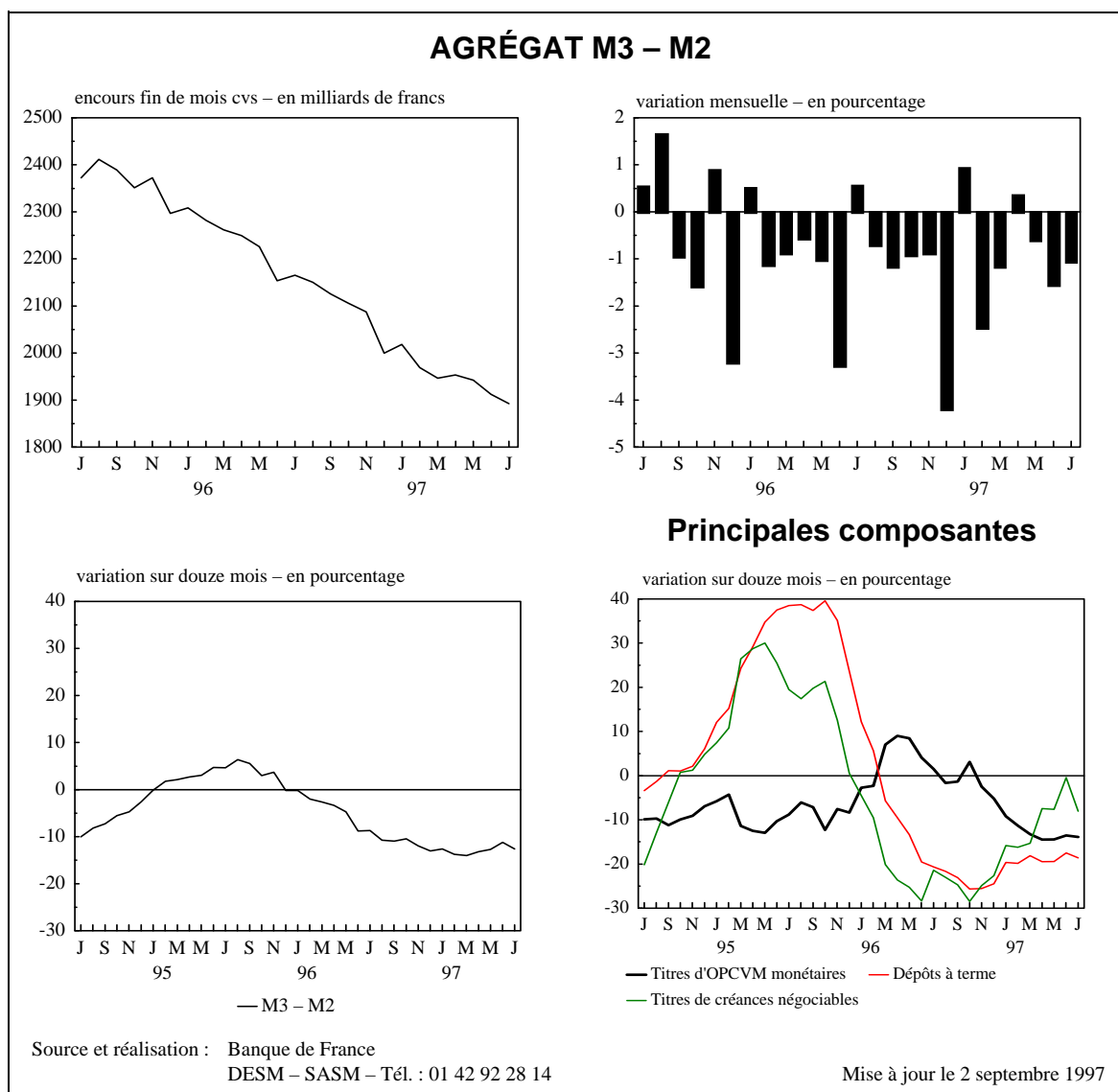
6.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



Constitué des placements à taux réglementé, l'agrégat M2 – M1 s'est accru de 1,4 % en juillet, après une progression révisée de 0,9 % en juin.

Sur un an, le rythme de progression de cet agrégat a atteint 10,8 %, ce qui confirme l'attrait des agents privés pour les types de placement le composant. Depuis le début de l'année, le rythme de progression des premiers livrets n'a cessé de se renforcer, passant de – 8,1 % en janvier à + 2,7 % en juillet. Les livrets soumis à l'impôt et les livrets d'épargne populaire ont continué de se développer à un rythme soutenu. Les Codevi et les comptes d'épargne-logement ont également enregistré un dynamisme accru, mais à un degré moindre.

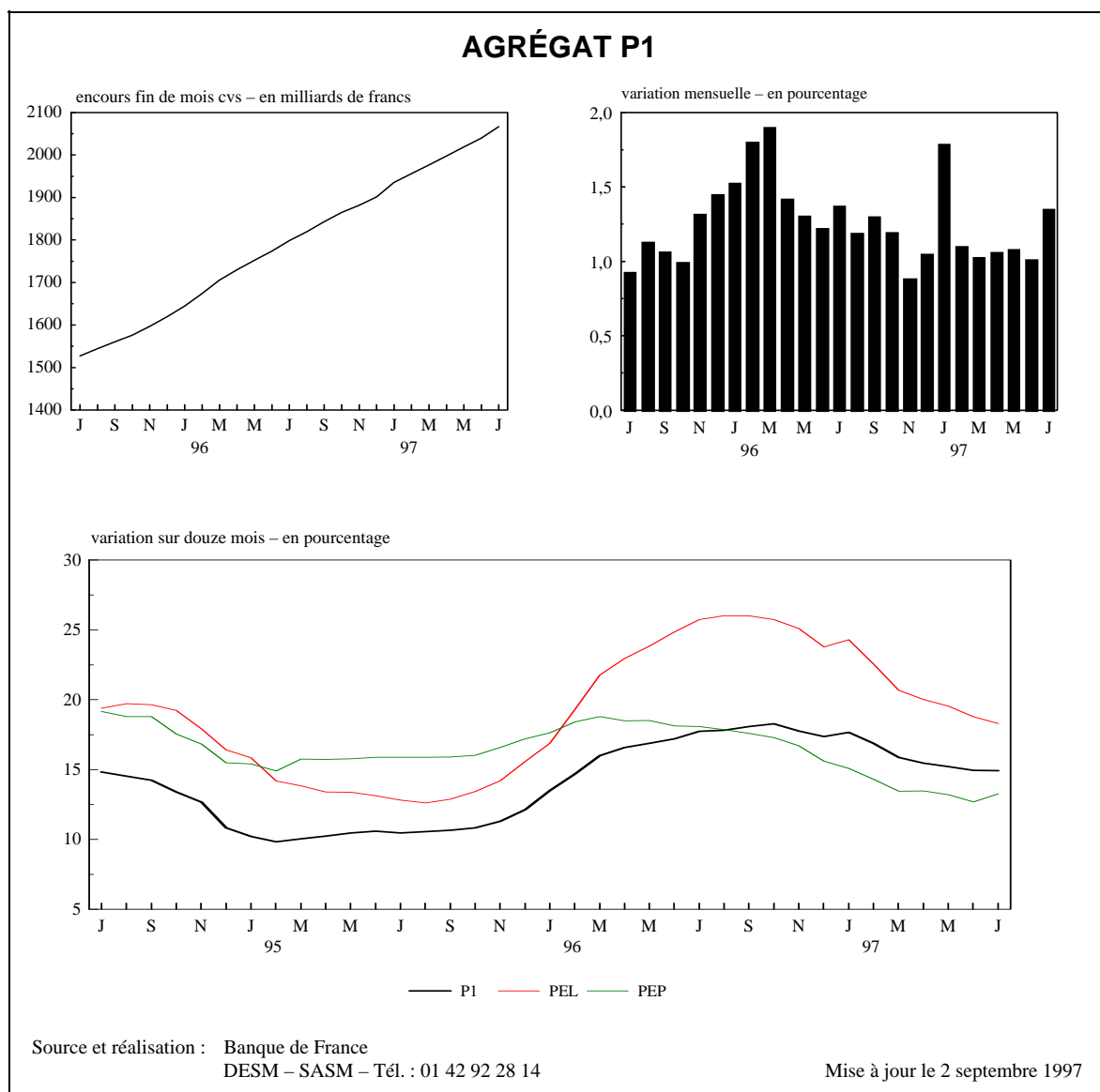
6.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



Le repli de l'agrégat M3 – M2 a atteint 1,1 % en juillet, après – 1,5 % le mois précédent (chiffre révisé).

En glissement annuel, le recul de cet agrégat s'est accentué pour se situer à – 12,6 % en juillet, après – 11,2 % en juin (chiffre révisé). À l'exception des dépôts en devises, l'ensemble des placements à taux de marché s'est contracté. Les placements à terme se sont réduits de 14,5 %, les titres de créances négociables de 8,0 % et les titres d'OPCVM monétaires de 13,9 %.

6.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



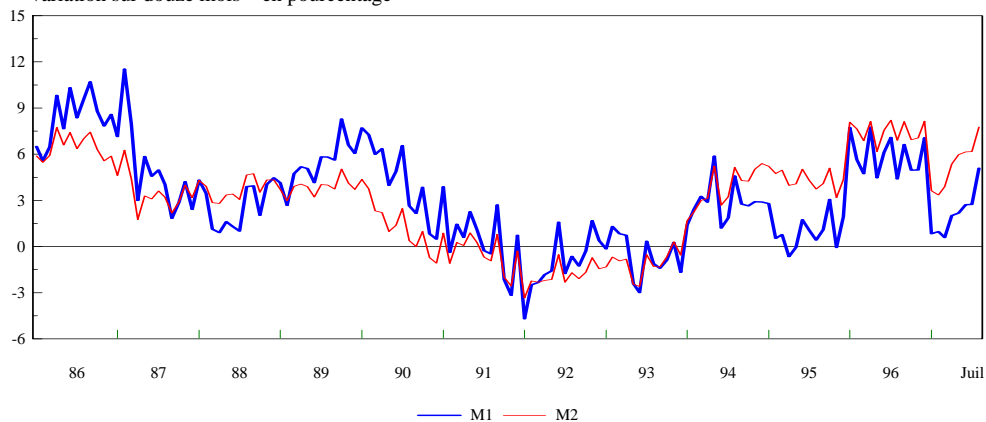
La progression mensuelle des produits d'épargne contractuelle regroupés dans P1 s'est renforcée (+ 1,3 %, après + 1,0 % en juin, chiffre révisé).

En glissement annuel, l'accroissement de P1 est resté élevé (+ 14,9 % en juillet, comme en juin, chiffre révisé). Les taux de progression des plans d'épargne populaire et des titres d'OPCVM garantis se sont établis respectivement à + 13,3 % et + 36,3 %. L'encours des plans d'épargne-logement a progressé de 18,3 %.

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

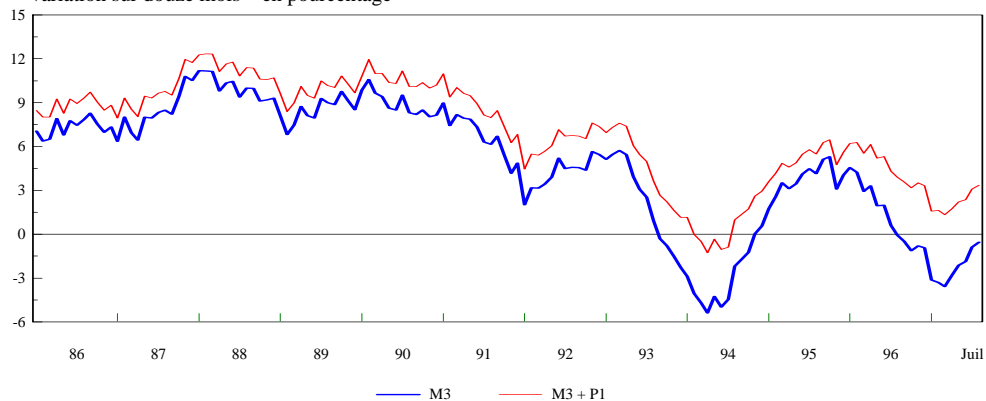
M1 ET M2 (données mensuelles)

variation sur douze mois – en pourcentage



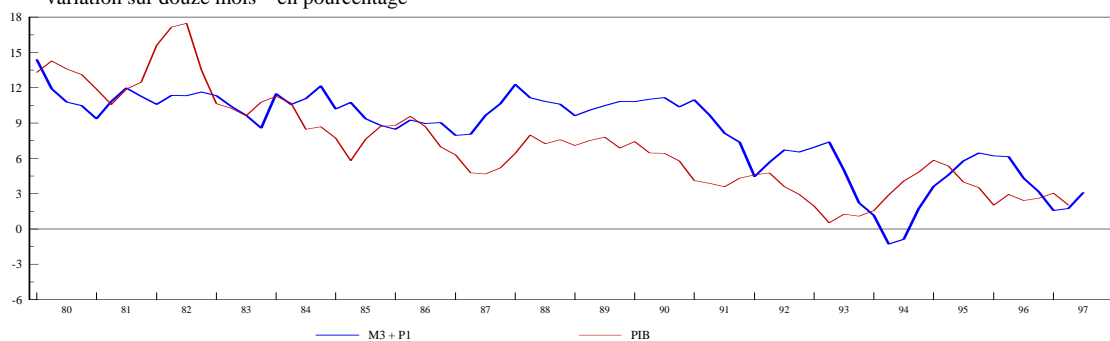
M3 ET M3 + P1 (données mensuelles)

variation sur douze mois – en pourcentage



M3 + P1 ET PIB (données trimestrielles)

variation sur douze mois – en pourcentage



Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

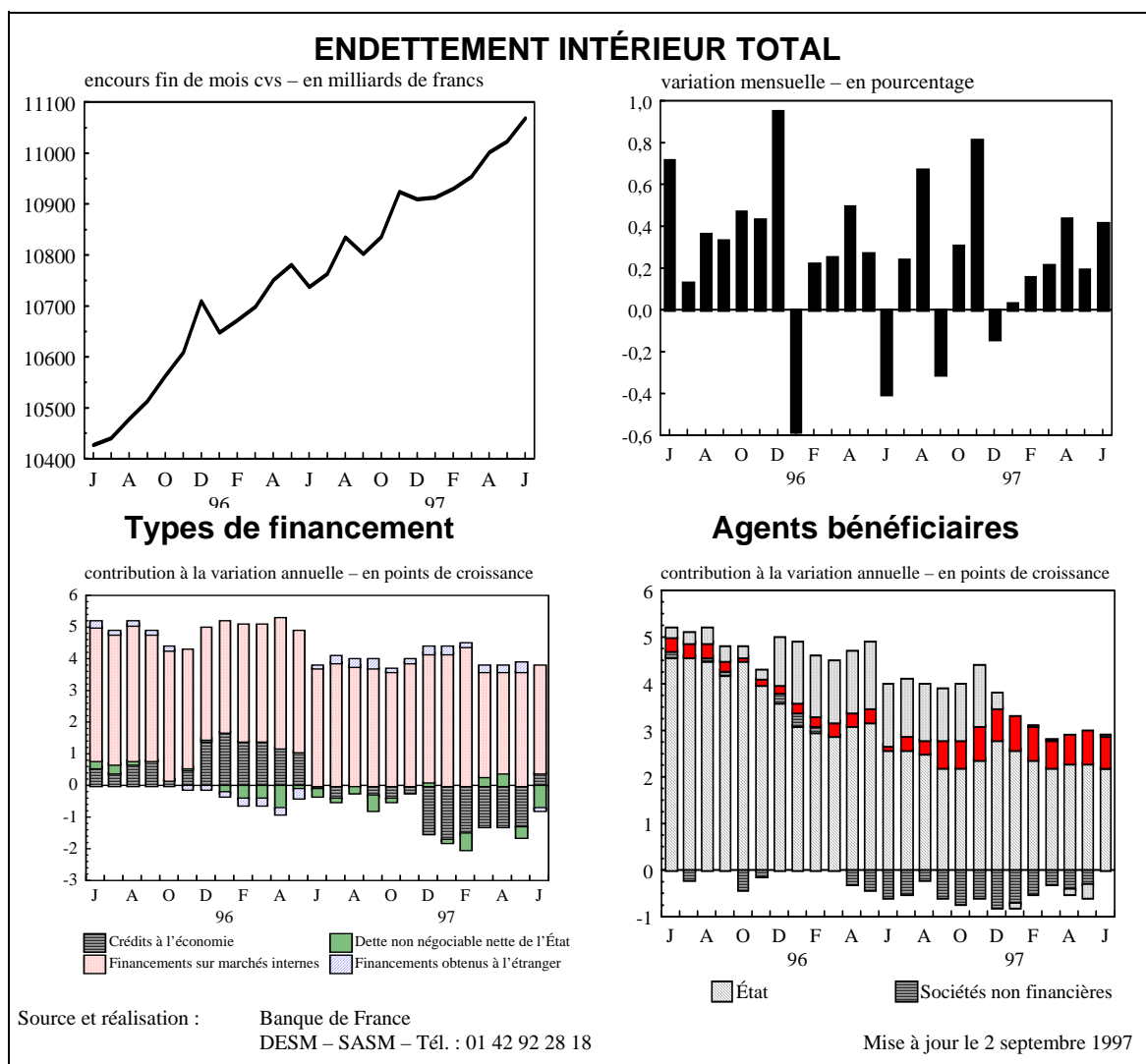
Mise à jour le 2 septembre 1997

6.2. Le financement de l'économie

(à fin juin 1997)

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
<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 bruts (a)	
	Juin 1997	Mai 1997	Juin 1997	Décembre 1996	Juin 1997
ENDETTEMENT INTÉRIEUR					
TOTAL	11 085,2	0,2	0,4	3,2	3,3
– État	3 691,4			9,1	6,9
– Sociétés	3 784,1			- 2,2	0,1
– Ménages	2 600,8			3,1	3,2
– Autres (b).....	1 008,9			2,6	0,3
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE.....	6 392,9	0,1	1,4	- 2,1	1,1
– Sociétés	2 932,8	- 0,1	1,7	- 4,5	- 1,8
– Ménages	2 600,8	0,0	- 0,1	3,1	3,2
– Autres (b).....	859,3	- 1,1	4,1	- 10,6	2,0
DETTE NON NÉGOCIABLE					
NETTE DE L'ÉTAT (c).....	266,9	- 7,1	- 18,2	5,5	- 21,4
FINANCEMENTS SUR					
LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 176,6	1,2	0,5	12,4	9,7
Sur le marché monétaire	1 442,5	0,8	2,2	8,8	5,2
– État.....	1 218,0			2,8	6,3
– Sociétés	203,5			27,7	10,8
– Autres (b).....	21,0			–	–
Sur le marché obligataire	2 734,1	1,5	- 0,5	14,3	12,3
– État	2 179,7			13,8	13,1
– Sociétés	454,5			7,0	3,5
– Autres (b)	99,9			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS					
DES NON-RÉSIDENTS	112,1	- 1,8	- 0,9	9,5	- 17,8
OBLIGATIONS ÉMISES					
À L'ÉTRANGER	136,7	- 5,0	- 0,1	11,6	5,9
<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>					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18				Mise à jour le 29 août 1997	

6.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

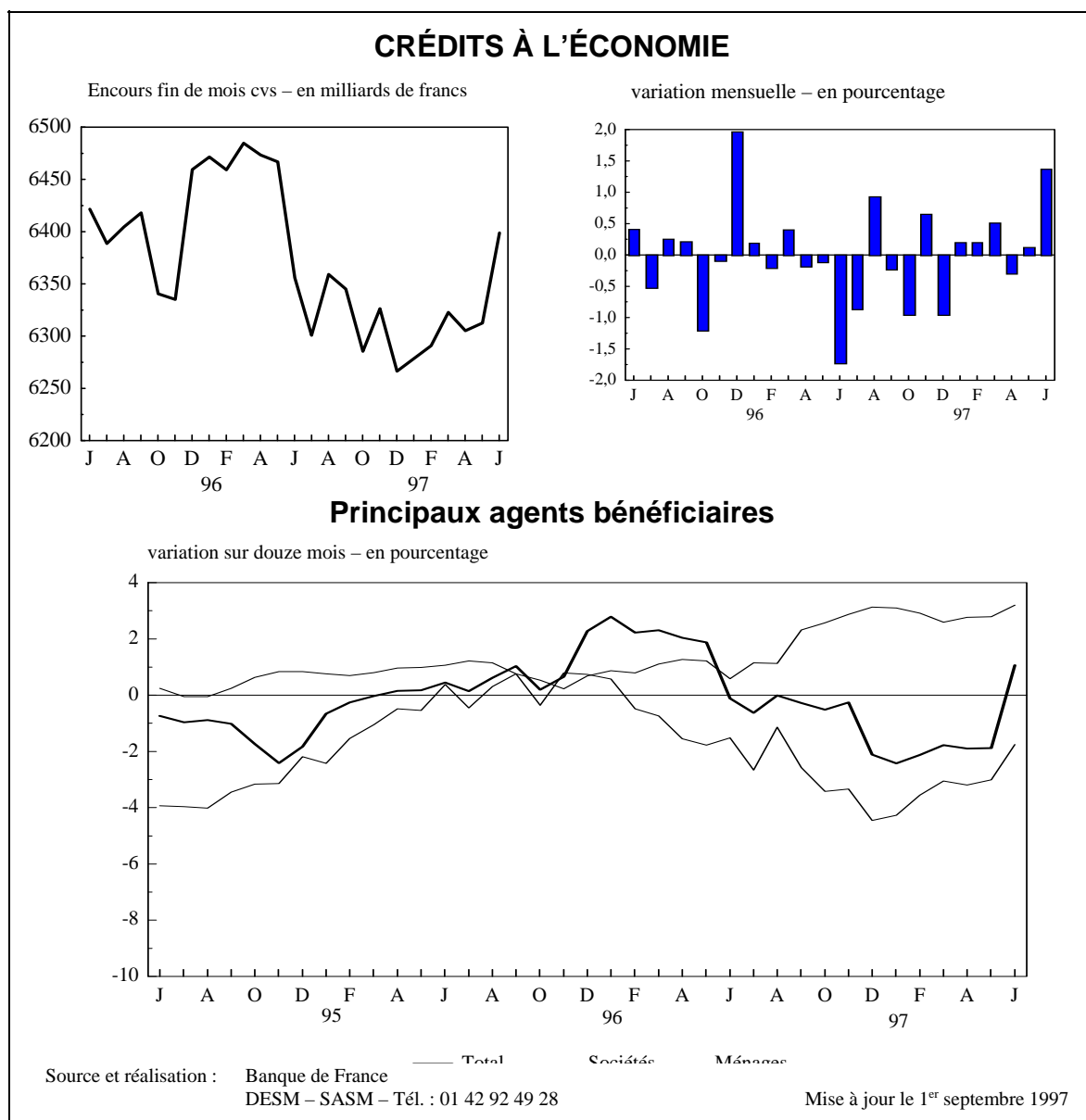


La progression mensuelle de l'endettement intérieur total s'est accentuée en juin (+ 0,4 %, après + 0,2 % en mai, chiffre révisé). Son encours brut s'est établi à 11 085,2 milliards de francs.

En rythme annuel, la croissance de l'EIT s'est accélérée (+ 3,3 % à fin juin, après + 2,5 % à fin mai, chiffre révisé). Cette évolution recouvre une reprise globale des crédits à l'économie (+ 1,1 % à fin juin, après – 1,8 % à fin mai) et une décélération de la croissance des financements obtenus sur les marchés internes, essentiellement sur le marché obligataire.

La progression annuelle de l'endettement de l'État s'est légèrement ralentie (+ 6,9 %, après + 7,0 % le mois précédent). Le glissement annuel de l'endettement des sociétés est passé de – 0,8 % à fin mai à + 0,1 % à fin juin, renouant ainsi avec une croissance interrompue depuis plus d'un an. Au redressement des crédits dont elles bénéficient, notamment pour le financement des besoins de trésorerie, s'oppose un fléchissement des émissions de titres sur le marché monétaire. L'accroissement de l'endettement des ménages s'est renforcé (+ 3,2 % à fin juin, après + 2,8 % à fin mai).

6.2.2. Les crédits ¹



En juin 1997, les crédits à l'économie se sont accrus à un rythme soutenu (+ 1,4 %) sous l'effet d'une reprise des crédits aux sociétés, confirmant ainsi l'orientation à la hausse évoquée dans l'*Enquête financière – Deuxième trimestre 1997*² de la Banque de France et d'une forte croissance des concours octroyés à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acosse).

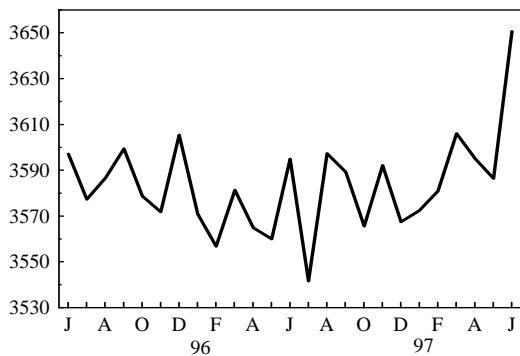
En glissement annuel, ce mouvement s'est traduit par une hausse de 1,1 % des crédits à l'économie, interrompant ainsi une tendance à la baisse amorcée en juin 1996. Toutefois, hors concours à l'Acosse, leur encours enregistre encore une légère contraction de 0,1 %. Les crédits aux ménages ont progressé de 3,2 % (contre + 2,8 % le mois précédent), tandis que ceux attribués aux sociétés ont baissé de 1,8 % (contre – 3,0 % le mois précédent).

¹ 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.

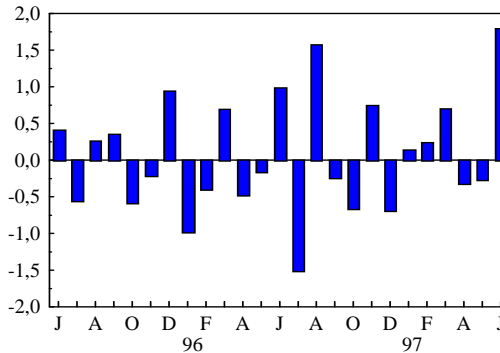
² Cf. enquête publiée dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 44 (août 1997) par la direction de la Conjoncture.

CRÉDITS BANCAIRES

encours fin de mois cvs – en milliards de francs

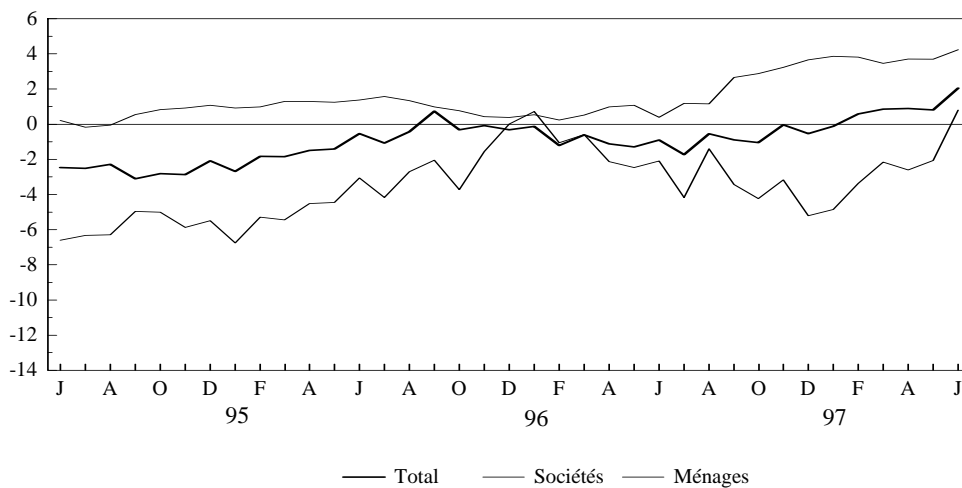


variation mensuelle – en pourcentage



Principaux agents bénéficiaires

variation sur douze mois – en pourcentage



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

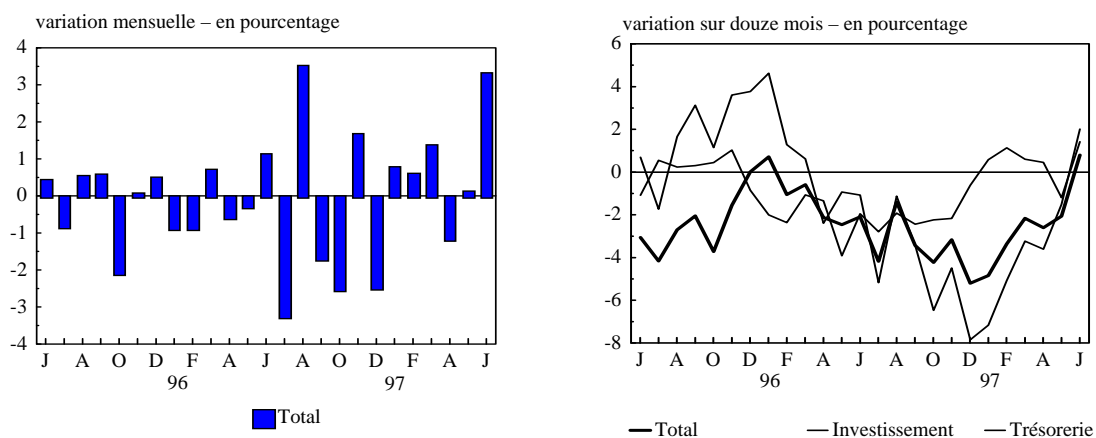
Mise à jour le 1^{er} septembre 1997

Les crédits bancaires ont atteint 3 663,6 milliards de francs (encours brut), en augmentation de 1,8 % sur le mois, après un repli de 0,2 % en mai 1997 (chiffre révisé).

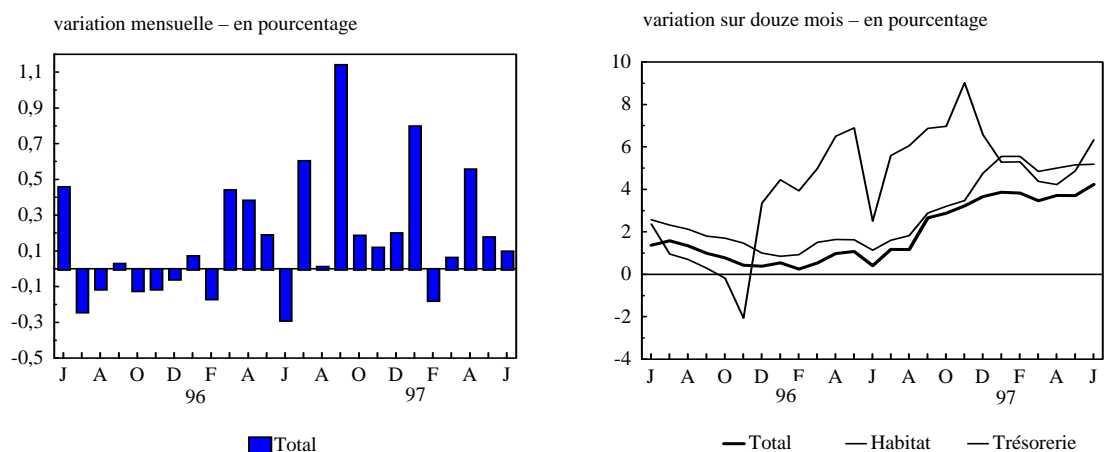
Leur glissement annuel s'est établi à + 2,2 %. Sur un an, le taux de croissance des crédits aux sociétés est redevenu légèrement positif (+ 0,8 %, contre - 2,1 % à fin mai), et celui des crédits aux ménages s'est renforcé (+ 4,2 %, après + 3,7 % à fin mai).

CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENT ET PAR OBJET

Sociétés



Ménages



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

Mise à jour le 1^{er} septembre 1997

Les crédits bancaires aux sociétés ont enregistré une forte hausse en juin 1997 (+ 3,3 %, après une quasi-stabilité en mai). Sur un an, leur légère progression (+ 0,8 %) reflète principalement le retour à la croissance des crédits de trésorerie et d'investissement (respectivement + 1,4 % et + 2,0 %).

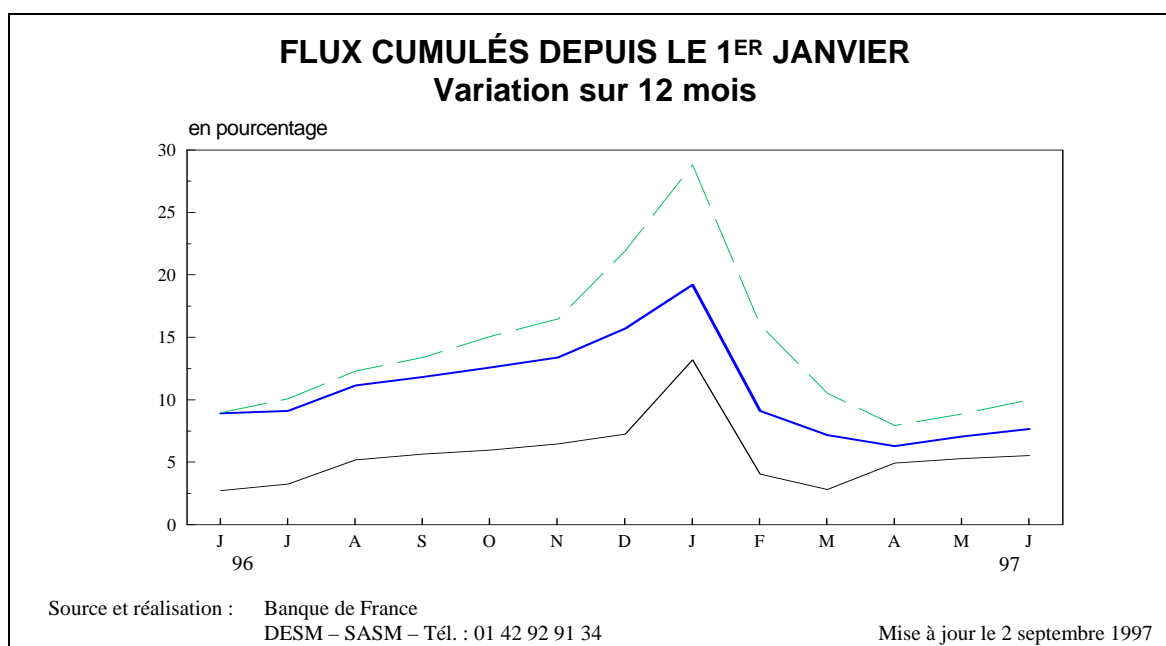
Les crédits bancaires aux ménages se sont quasiment stabilisés en juin 1997 (+ 0,1 %, après + 0,2 % en mai). En glissement annuel, ils ont progressé de 4,2 %. Les crédits à l'habitat (+ 5,2 % sur douze mois) et les crédits de trésorerie aux particuliers (+ 6,3 %) ont continué de s'accroître à un rythme soutenu.

6.2.3. Estimation des prêts nouveaux ¹

FLUX CUMULÉS DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER Variation sur 12 mois <i>(en pourcentage)</i>			
	Total	Habitat	Investissement
1996			
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	6,0
Novembre	13,4	16,5	6,5
Décembre	15,7	22,0	7,3
1997			
Janvier	19,2	28,8	13,2
Février	9,1	16,0	4,1
Mars	7,2	10,5	2,8
Avril	6,3	7,9	4,9
Mai	7,1	8,9	5,3
Juin	7,7	10,0	5,5

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 91 34

Mise à jour le 2 septembre 1997



Pour l'ensemble des prêts nouveaux, le flux décaissé sur les six premiers mois de 1997 a augmenté de 7,7 % par rapport à la période correspondante de 1996, confirmant la reprise amorcée au mois d'avril, notamment pour le financement de l'habitat.

La progression de cet indicateur s'est établie à 5,5 % pour les prêts à l'investissement et à 10,0 % pour les prêts à l'habitat.

¹ Les prêts nouveaux se limitent aux prêts amortissables. Les données sont collectées auprès d'un échantillon d'établissements de crédit (cf. notice méthodologique dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 41 – mai 1997).

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

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en août 1997

Cahier des titres de créances négociables – juillet 1997

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

Les études de l'Observatoire des entreprises Les risques sectoriels – La fabrication de matériel électrique (S97/03)

Direction des Entreprises – Observatoire des Entreprises
(Tél. : 01 42 92 36 20 – Télécopie : 01 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 600 TTC

Problèmes juridiques liés à la dématérialisation des moyens de paiement et des titres – mai 1997 – et Annexes

Conseil national du crédit et du titre
(Tél. : 01 42 92 27 10 – Télécopie : 01 42 92 27 52)
Prix : FRF 375 TTC les deux volumes

Note d'information – n° 107 – juillet 1997 Les futurs billets en euros

Direction de la Communication
(Tél. : 01 42 92 39 08 – Télécopie : 01 42 92 39 40)

2. Contribution à des publications extérieures

Réduire la durée du travail : l'exemple des Pays-Bas

par Gilbert Cette, adjoint de direction à la direction des Études économiques et de la Recherche
et Jean-Yves Boulin
(*Futuribles* – juillet-août 1997)

Chômage : « les moyens d'en sortir » Observations sur l'ouvrage de Michel Rocard

par Gilbert Cette, adjoint de direction à la direction des Études économiques et de la Recherche
(*Futuribles* – juillet-août 1997)

Demain une croissance forte

par Maxime Maury, directeur à Nanterre-La Défense
(*Vie et Sciences économiques* – Printemps 1997 – n° 148-149)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
sur Europe 1, le 27 août 1997

Le Club de l'Économie

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
sur LCI, le 5 septembre 1997

É T U D E S

RÈGLE DE TAYLOR : PRESENTATION, APPLICATION, LIMITES

Popularisée par une étude de Goldman Sachs en 1996, la règle de Taylor est régulièrement évoquée dans les publications officielles d'organismes français et internationaux, notamment l'OCDE. Elle s'inscrit désormais de manière habituelle dans le débat sur la politique monétaire.

La règle de Taylor a pour ambition de définir une ligne de conduite qui s'impose aux autorités monétaires. Elle se fonde sur le calcul d'un taux d'intérêt de court terme, supposé « optimal », compatible avec l'objectif d'inflation de la banque centrale et l'évolution de « l'*output gap* ». Le taux de Taylor ainsi calculé est comparé au taux d'intérêt à court terme observé pour juger de l'adéquation de la politique monétaire aux données économiques fondamentales.

Cette note est consacrée, dans un premier temps, à la construction d'une règle de Taylor. Son application rétrospective au cas français se révèle non concluante.

Dans un deuxième temps, on illustre la sensibilité de la règle de Taylor à ses paramètres et le caractère plus ou moins arbitraire de leur choix, ce qui conduit à mettre en doute sa valeur normative.

FRANÇOISE DRUMETZ
ADRIEN VERDELHAN
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur la politique monétaire*

Barro et Gordon ¹ ont démontré que, pour être efficace, la politique monétaire doit être crédible et qu'une politique fondée sur des règles de conduite est plus crédible qu'une politique discrétionnaire. Un courant de la littérature académique s'est attaché à identifier des règles opérationnelles de politique monétaire susceptibles de limiter au maximum, voire d'éliminer, le recours à la « discrétion ».

Ainsi Friedman a préconisé l'utilisation d'une règle automatique (ou « non activiste »), c'est-à-dire indépendante de l'état de l'économie, selon laquelle la banque centrale devrait viser un taux de croissance constant de la masse monétaire.

L'application aveugle de règles automatiques risquant de conduire à une forte variabilité de la production, d'autres auteurs (comme Mc Callum) ont tenté de définir des règles non automatiques (ou « activistes ») de politique monétaire. Ces règles « activistes » prévoient que l'orientation de la politique monétaire puisse être modifiée en fonction des événements qui affectent l'économie. Elles comportent donc des éléments de rétroaction (*feedback*). Toutefois, leur complexité limite fréquemment leur caractère opérationnel.

La règle de Taylor s'inscrit dans cette recherche d'une règle « activiste » de politique monétaire et des conditions de son insertion dans le processus de décision de la banque centrale. À la différence d'autres règles de ce type, sa formulation, qui relie le niveau du taux d'intérêt à très court terme, contrôlé par la banque centrale, à l'inflation et à « l'*output gap* », est simple et attrayante, ce qui a certainement contribué à son succès.

Présentée en 1993, la règle de Taylor a été précisée et popularisée par une étude de Goldman Sachs en 1996. Sous cette deuxième forme, elle est régulièrement évoquée dans des publications officielles d'organismes français (ministère de l'Économie et des Finances) et internationaux (OCDE, notamment dans la dernière étude annuelle sur la France). Ainsi, cette règle s'inscrit désormais de manière habituelle dans le débat sur la politique monétaire.

1. Construction d'une règle de Taylor et présentation des résultats obtenus dans le cas de la France

Si la formulation théorique de la règle de Taylor est attrayante, son application au cas français se révèle non concluante.

1.1. Une formulation attrayante

1.1.1. La règle de Taylor initiale

Dans le but d'étudier « le rôle des règles de politique monétaire dans un monde où les formulations simples et algébriques de telles règles ne peuvent pas et ne devraient pas être appliquées mécaniquement par les décideurs », Taylor propose pour les États-Unis la règle « hypothétique mais représentative » suivante ² :

$$r = 2 + p + 0,5y + 0,5(p - 2)$$

où r désigne le taux des fonds fédéraux, p le taux d'inflation des quatre derniers trimestres et y l'écart entre le PIB effectif réel et le PIB tendanciel. Quand l'inflation est égale à sa valeur cible de 2 % et que le PIB atteint sa valeur tendancielle, le taux d'intérêt réel ou taux neutre (2 %) est équivalent au taux de croissance tendanciel de l'économie (2,2 % sur la période 1984-1992).

¹ R. Barro et D.B. Gordon, « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics* n° 12, 1983

² J.B. Taylor, « Discretion Versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n° 39, 1993

Taylor constate que cette règle « hypothétique » très simple reproduit assez fidèlement l'évolution du taux des fonds fédéraux, c'est-à-dire serait proche de la fonction de réaction des autorités monétaires américaines, sur la période 1987-1992. La seule exception notable interviendrait en 1987 en raison de l'incidence du krach boursier.

1.1.2. La règle de Taylor généralisée

*Goldman Sachs*¹ a partiellement aménagé la règle de Taylor initiale, en soulignant la nécessaire prise en compte des anticipations d'inflation, sous la forme suivante :

$$r_{\text{nominal}} = r_{\text{neutre réel}} + p_{\text{anticipée}} + 0,5y + 0,5(p - p_{\text{cible}})$$

où, avec les mêmes notations que précédemment, $p_{\text{anticipée}}$ est l'inflation anticipée et p_{cible} la cible d'inflation choisie par la banque centrale. La cible d'inflation peut ainsi varier selon les pays et/ou les périodes et l'introduction formelle d'une anticipation d'inflation permet de se rapprocher du comportement d'une banque centrale qui doit agir à titre préventif. En revanche, les pondérations de l'écart d'inflation et de « l'output gap » restent, comme chez Taylor, fixées à 0,5.

Goldman Sachs puis l'OCDE² ont généralisé l'équation de Taylor ainsi aménagée en l'appliquant à l'ensemble des pays du G 7, notamment aux données françaises. Leurs travaux appellent, en se limitant au seul choix des variables de l'équation, deux remarques :

- la détermination de $p_{\text{anticipée}}$ se révèle délicate. Elle peut être soit calculée à partir d'un modèle économétrique, soit reprise des « *Consensus Forecasts* » du Fonds monétaire international (FMI), soit approchée par le taux d'inflation courant. Dans la pratique, cette dernière solution est le plus souvent retenue ;

- ainsi que l'a relevé Mc Callum³, Taylor puis les utilisateurs successifs de sa règle retiennent, pour le calcul du taux neutre à la date t , des données inconnues à cette date par la banque centrale à cause de leur délai de calcul⁴, ce qui limite le caractère opérationnel des résultats obtenus.

1.2. Des résultats non concluants dans le cas français

Si l'application rétrospective de la règle de Taylor aux données américaines permettait de retracer approximativement l'évolution du taux des fonds fédéraux à court terme sur la période 1987-1992, un calcul similaire avec des données françaises conduit à des résultats non concluants. Pour mettre en évidence ce phénomène, il convient de reprendre les paramètres utilisés par ces précédents travaux et de comparer le taux de Taylor au Pibor 3 mois observé.

1.2.1. Construction de la règle de Taylor

Afin de ne tenir compte pour le calcul du taux de Taylor à la date t que des données disponibles à cette date, on retient la formule suivante :

$$r_{\text{nominal}}(t) = r_{\text{neutre réel}} + p_{\text{lissée}}(t-1) + 0,5y_{(t-1)} + 0,5(p_{\text{lissée}}(t-1) - p_{\text{cible}})$$

où $p_{\text{lissée}}(t-1)$ est le taux d'inflation calculé au trimestre précédent grâce à un lissage exponentiel du taux de croissance de l'indice des prix à la consommation⁵.

¹ Goldman Sachs, « *The International Economic Analyst* », volume 11, issue 6, juin 1996.

² Étude annuelle sur la France 1996-1997, notamment. Dans la pratique, l'OCDE a repris la méthodologie de Goldman Sachs.

³ B. Mc Callum, « Discretion Versus Policy Rules in Practice: Two Critical Points. A Comment », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n° 39, 1993

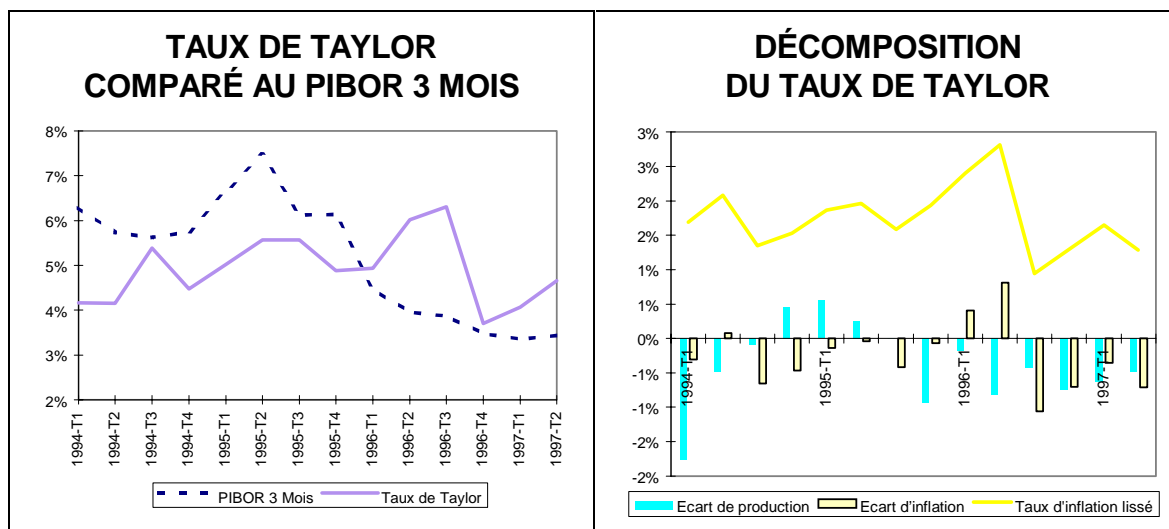
⁴ Goldman Sachs et à sa suite l'OCDE, utilisent ainsi « l'output gap » de la période courante et le taux d'inflation courant (comme approximation de l'inflation anticipée). En revanche, A. Stuart, dans ses travaux sur le Royaume-Uni, prend, elle aussi, le taux d'inflation courant, mais décalé d'un trimestre pour tenir compte du délai de calcul usuel — et donc de disponibilité pour la banque centrale — de cet indice.

⁵ Le taux d'inflation lissé du trimestre t se calcule, à partir du taux d'inflation constaté, selon la formule suivante, dans laquelle le coefficient d'atténuation du lissage exponentiel est pris égal à 0,5 : $p_{\text{lissée}}(t) = 0,5 p_{(t)} + 0,5 p_{\text{lissée}}(t-1)$.

Le taux neutre sera pris égal à 3,5 % (comme préconisé par Goldman Sachs) et la cible d'inflation à 2 %. L'écart de production utilisé est celui calculé par le service d'Études macro-économiques sur la France (SEMEF) de la Banque de France.

1.2.2. Une application rétrospective au cas français

Le graphique suivant retrace les évolutions du taux calculé et du taux nominal de marché observé depuis 1994.



La comparaison du taux de Taylor et du taux Pibor à 3 mois sur la période 1994-1997 fait apparaître deux périodes, dont l'analyse est facilitée par la décomposition du taux de Taylor :

- de 1994 jusqu'au dernier trimestre de 1995, le taux de Taylor et le taux de marché sont approximativement en phase. L'écart entre taux calculé et taux constaté, imputable à des tensions sur les marchés de change qui ont imposé un relèvement provisoire des taux courts au premier semestre de 1995, se réduit très sensiblement au second semestre pour s'annuler en fin d'année ;
- à partir de 1996, le taux observé devient inférieur au taux de Taylor.

Le taux de Taylor ne retrace donc que très approximativement l'évolution passée du taux à court terme. Toutefois, on ne peut en inférer un jugement sur l'adéquation aux données fondamentales de l'économie de la politique monétaire menée depuis 1994, car la règle de Taylor est très sensible au choix de ses coefficients et de ses variables de référence.

2. La sensibilité de la règle de Taylor à ses coefficients et à ses variables de référence

La portée rétrospective et opérationnelle de la règle de Taylor est affaiblie par :

- son caractère plus descriptif que normatif qui résulte du choix des coefficients de l'équation ;
- la marge d'incertitude qui affecte la détermination des variables de référence de l'équation (taux d'intérêt réel neutre, « output gap »).

2.1. L'équation de Taylor est-elle normative ou descriptive ? Le problème du choix des coefficients

2.1.1. Les conditions d'application de la règle telles que les envisageait Taylor

Rappelons que deux coefficients interviennent dans la règle de Taylor : l'un (α_1) devant l'écart de PIB, l'autre (α_2) devant l'écart entre l'inflation constatée et sa cible. Taylor prenait ces coefficients égaux à 0,5, sans justifier véritablement ce choix, *si ce n'est que l'équation ainsi formulée reproduisait convenablement le comportement passé des autorités monétaires américaines*. D'ailleurs, il précisait que rien ne permettait de déterminer si α_1 devait être plus grand ou plus petit qu' α_2 .

De ce fait, examinant *la manière dont cette règle pourrait être incorporée en pratique dans le processus de décision, il concluait que sa mise en œuvre ne pourrait être que très pragmatique*. Par exemple, il suggérait que la gamme d'indicateurs à la disposition des membres du Comité fédéral de l'*Open Market* (FOMC) soit complétée par les prévisions du taux des fonds fédéraux obtenues à partir de la règle. Si, comme cela a été le cas de 1987 à 1992, ces prévisions s'avéraient conformes aux décisions prises en l'absence de la règle, il serait possible que l'usage de la règle s'impose progressivement, ce qui serait une garantie de continuité lorsque les membres du FOMC sont renouvelés. Alternativement, il proposait que le FOMC examine plusieurs versions de la règle résultant de l'application de coefficients différents.

2.1.2. Le choix des coefficients de la règle de Taylor ne repose sur aucune justification précise, particulièrement dans le cas français

Comme on le voit, la genèse de la règle de Taylor est marquée par un glissement progressif :

- du descriptif vers le normatif (ou de la notion de fonction de réaction de la banque centrale vers celle de règle de politique monétaire), Taylor proposant en substance au FOMC d'ériger sa fonction de réaction en règle ;

- et du normatif vers l'indicatif, Taylor suggérant explicitement que sa règle soit insérée, dans un premier temps en tout cas, dans la batterie d'indicateurs suivis par le Système de réserve fédérale ou qu'elle ne soit pas appliquée mécaniquement.

Or il convient de remarquer qu'une fonction de réaction ne peut tenir systématiquement lieu de règle d'action. L'équation de Taylor repose sur des coefficients fondés sur l'observation du comportement passé des autorités monétaires. Ces coefficients influencent les trajectoires de la production et de l'inflation. Pour que son équation puisse prétendre au statut de règle normative, il aurait fallu que Taylor démontre que ces trajectoires soient optimales, ce qu'il n'a pas fait. Conscient de cette faiblesse, L. Ball¹ relie ces coefficients à un arbitrage entre variances de la production et de l'inflation : un modèle économique simple lui permet alors de proposer une relation entre α_1 et α_2 (par exemple, pour $\alpha_2 = 0,5$, le taux de Taylor serait optimal si $\alpha_1 = 1$).

La plupart des utilisateurs ultérieurs de la règle ont gardé pour tous les pays étudiés, dont la France, la valeur de 0,5. Cette option, dont la rigidité va à l'encontre des suggestions de Taylor, paraît d'autant moins justifiée qu'elle ne peut, contrairement au cas des États-Unis, s'appuyer sur le comportement passé des autorités monétaires (cf. 1.2.). On remarque, à cet égard, que la formulation de la règle ne prend pas en considération les stratégies d'objectif intermédiaire de change.

¹ L. Ball, « Efficient Rules for Monetary Policy », *NBER Working Paper* n° 5952, mars 1997

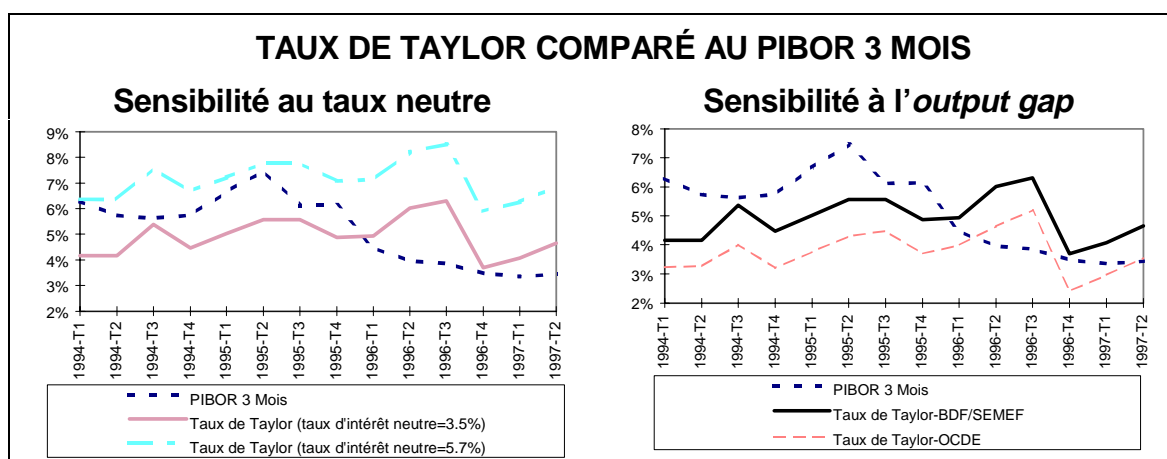
2.2. Le problème de la détermination des variables de référence

Les exemples suivants mettent en évidence que l'appréciation susceptible d'être portée sur la politique monétaire est étroitement fonction du mode de calcul des valeurs de référence de la règle de Taylor (taux d'intérêt neutre réel, « *output gap* »).

2.2.1. Le taux d'intérêt neutre réel

La détermination du niveau du taux neutre est entachée de subjectivité. Dans la règle de Taylor initiale, le taux neutre réel est une constante, égale au taux de croissance tendanciel de l'économie sur la période étudiée. Goldman Sachs obtient ce taux en corrigeant de façon discrétionnaire la moyenne du taux d'intérêt réel des dix dernières années, suivant le caractère plus ou moins restrictif de la politique monétaire au cours de cette période.

Il aurait été tout aussi arbitraire de sélectionner comme taux neutre la valeur moyenne du taux d'intérêt réel de court terme au cours des dix dernières années, soit 5,7 %, supérieure de 2,2 points à la valeur utilisée dans les travaux de Goldman Sachs. Cette modification, entraînant une translation du taux de Taylor de 2,2 points vers le haut, contribuerait à réduire très sensiblement les écarts observés.



2.2.2. Influence du mode de calcul de l'écart de production

Le taux de croissance potentielle peut se calculer par modélisation ou par estimation d'une tendance. Selon les sources et les méthodes, les résultats diffèrent sensiblement : ainsi, en 1995, les estimations de l'écart de PIB, calculées par la Banque de France, Goldman Sachs ou la direction de la Prévision, allaient de -0,5 % à -3,5 % pour la France¹.

Le graphique ci-dessus permet de comparer deux taux de Taylor, l'un calculé avec les données du SEMEF, l'autre avec les données de l'OCDE trimestrialisées. Les deux estimations diffèrent sensiblement, « l'output gap » calculé par le SEMEF étant moins fortement négatif que celui de l'OCDE, et cela se retrouve naturellement dans la règle de Taylor. Le taux de Taylor qui prendrait en compte ces estimations du SEMEF serait ainsi supérieur au taux de Taylor-OCDE et l'écart entre le taux constaté et le taux calculé serait réduit de 110 points en moyenne sur la période 1994-1997.

¹ G. Cette, H. Delessy, « Écarts de PIB : une grande variété de méthodes et de diagnostics », *Économie internationale*, n° 69, 1^{er} trimestre 1997. La direction de la Prévision calcule un écart de production de long terme, alors que l'ensemble des calculs et graphiques présentés dans cette étude utilisent les données « d'output gap » de court terme du SEMEF. L'écart maximal entre ces deux estimations d'output gap atteint 140 points.

Ainsi, il apparaît que l'équation de Taylor est *très sensible au choix de ses variables de référence*¹. L'incertitude qui affecte la détermination des niveaux du taux d'intérêt neutre réel et de « l'*output gap* » peut conduire, *d'un point de vue rétrospectif*, à des appréciations divergentes quant à l'adéquation de la politique monétaire aux données fondamentales de l'économie. Remarquons, *d'un point de vue prospectif*, que *cette incertitude affaiblit également la portée opérationnelle de l'équation de Taylor* car elle est de nature à susciter des recommandations divergentes s'agissant de l'orientation à donner à la politique monétaire.

Au total, l'équation de Taylor doit s'analyser comme une fonction de réaction du Système de réserve fédérale érigée en règle de décision, à la valeur plus indicative que normative, ce que reconnaît d'ailleurs implicitement son auteur. Compte tenu de ces éléments, il apparaît que l'application rigide des coefficients initiaux de la règle à l'ensemble des pays du G 7 est abusive et affaiblit la portée indicative de cette règle, de même que la difficulté à déterminer les valeurs de référence de l'équation.

¹ On pourrait également ajouter, s'agissant de la *cible d'inflation*, qui est considérée comme constante et prise égale à l'objectif affiché ou implicite de la banque centrale, que ce choix n'apparaît valable que pour de courtes périodes homogènes en matière d'inflation. Goldman Sachs évalue la cible d'inflation de la banque centrale à 2%. Cette valeur est plus critiquable si l'on applique cette même cible sur longue période car l'on ne tient alors pas compte du *rythme de la désinflation* souhaitée par l'autorité monétaire. Par exemple, en 1985, 2 % pouvait être une cible à moyen terme mais probablement pas à très court terme (l'inflation était encore de l'ordre de 5 %).

A N A L Y S E S

LA SITUATION FINANCIÈRE DU SYSTÈME PRODUCTIF EN 1996 ¹

L'étude du système productif a été menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France à partir d'un échantillon de près de 13 000 entreprises qui adhèrent à la Centrale de bilans (CDB) et regroupent plus de 50 % des effectifs de l'industrie. Elle confirme que la croissance du chiffre d'affaires a été, en valeur, plus modérée en 1996 qu'en 1995, en raison de la décélération des prix industriels et de la relative faiblesse de la demande adressée aux entreprises industrielles.

Les taux de marge et de rentabilité d'exploitation se sont dégradés, notamment dans les grandes entreprises. La rentabilité financière a suivi globalement la même évolution malgré le repli des taux d'intérêt. Dans ce contexte, les entreprises ont adopté une politique prudente d'investissement. Elles ont privilégié l'autofinancement et ont poursuivi leur désendettement. Leur structure de bilan s'est donc à nouveau renforcée. Par ailleurs, grâce notamment à la diminution des besoins en fonds de roulement, leur trésorerie s'est sensiblement améliorée. La réduction des charges financières a permis également d'alléger leur contrainte de solvabilité.

¹ Cet article résume l'étude publiée par l'Observatoire des entreprises (cf. description et bon de commande figurant à la fin du présent *Bulletin*).

Les structures financières saines et renforcées des entreprises industrielles à fin 1996, les niveaux très bas des taux d'intérêt, la nette amélioration des perspectives de demande, devraient faciliter, dans la seconde partie de l'année 1997, la croissance des investissements.

DOMINIQUE BOISSONADE – YVES LECOUPÉUR

ANNIE SAUVÉ – ALAIN TOURNIER

*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

1. Une légère croissance du chiffre d'affaires et un recul modéré de la valeur ajoutée

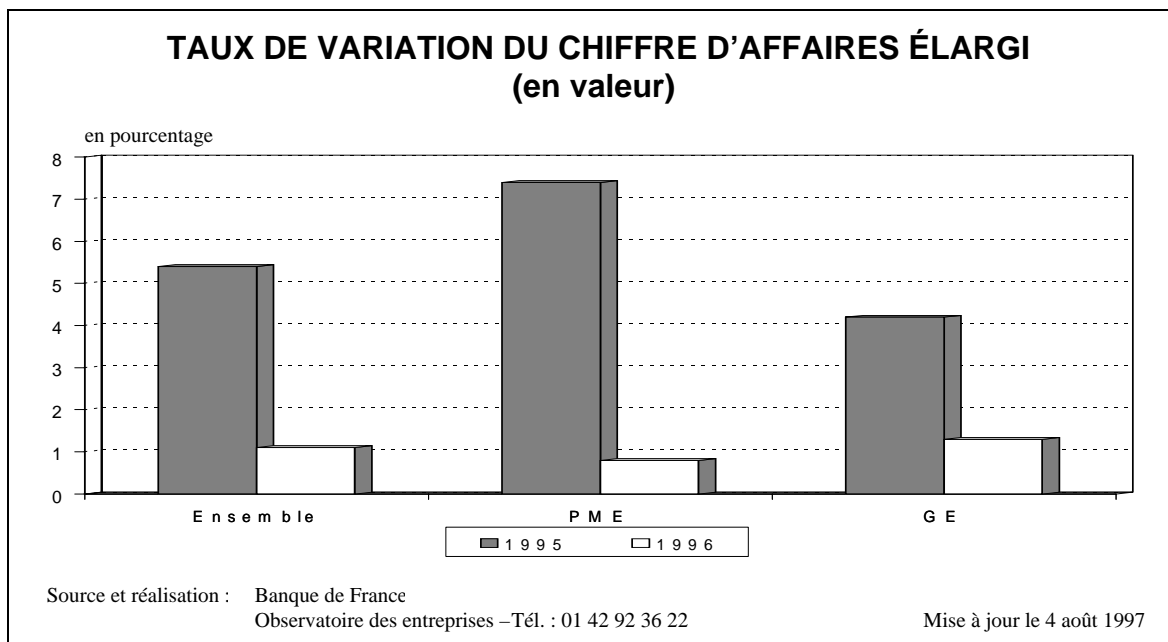
La croissance du *chiffre d'affaires* des entreprises industrielles a été, en valeur, nettement moins rapide que l'année précédente (+ 1,1 % en 1996, contre + 5,4 % en 1995), malgré le rebond de l'activité au premier trimestre et la reprise observée à partir du second semestre. La décélération s'explique par le repli des prix industriels et la relative faiblesse de la demande adressée aux entreprises. Les mouvements de déstockage, survenus notamment chez les grossistes, ont en effet permis, pour une large part, de satisfaire les besoins liés à l'accroissement sensible, en particulier au premier trimestre, de la consommation des ménages.

Le ralentissement de la progression du montant des ventes, plus prononcé dans les petites et moyennes entreprises (PME) (+ 0,8 % en 1996, contre + 7,4 % en 1995) que dans les grandes entreprises (GE) (+ 1,3 % en 1996, contre + 4,2 % en 1995), tient également au fait qu'en 1995 les industriels avaient bénéficié d'un « acquis de croissance » hérité de la reprise de l'activité en 1994.

Les exportations, en dépit du ralentissement du commerce mondial, sont demeurées le principal moteur de la demande. Elles ont encore progressé de 5,3 %. Contrairement à l'année précédente, le taux de croissance a été plus élevé dans les grandes firmes (+ 6,2 %) que dans les PME (+ 2,7 %).

En définitive, le taux d'exportation a augmenté de 1,8 point (de 36,4 % à 38,2 %) dans les grandes firmes et de 0,4 point dans les entreprises employant moins de 500 salariés (de 21,9 % à 22,3 %). Il est supérieur à 21 % dans le quart des entreprises de l'échantillon.

Confirmant la tendance observée les années précédentes, la part de l'activité commerciale des entreprises industrielles a sensiblement progressé en 1996, pour atteindre désormais 11,5 %.



Le taux de croissance de l'activité a fléchi dans tous les grands secteurs industriels. Une diminution du montant des ventes, après, il est vrai, une forte progression en 1995, a même été constatée dans l'industrie des *biens intermédiaires* (– 1,5 %), dont l'activité est étroitement dépendante de la conjoncture dans la construction automobile et le bâtiment. Un net repli des prix a été observé dans ce compartiment de l'industrie manufacturière. Trois secteurs des biens intermédiaires ont subi un déclin de leur activité : les produits minéraux, la métallurgie et l'industrie textile. Par contre, en raison du dynamisme de la demande, la croissance est demeurée soutenue dans les composants électroniques.

Dans le secteur des *biens d'équipement*, le ralentissement de la croissance a été important (+ 1,7 % en valeur, contre + 5,2 % en 1995). L'activité a stagné dans les biens d'équipement mécaniques mais la demande d'équipements électriques et électroniques est, en revanche, demeurée soutenue grâce, notamment, au dynamisme des marchés extérieurs. En recul depuis plusieurs années, la construction aéronautique a bénéficié d'une importante progression de ses ventes sur les marchés civils.

La réduction du rythme de croissance a également été marquée dans les biens de *consommation courante* (de 5,7 % en 1995 à 2,2 % en 1996), notamment dans l'habillement et la pharmacie-parfumerie, en raison du faible développement de la consommation mondiale. Par contre, l'activité s'est développée dans l'équipement ménager.

La croissance limitée à 1,9 % du montant des ventes dans l'*industrie automobile* tient en partie à la baisse des prix de 1,0 % observée dans le secteur. Elle s'explique aussi par la fin des différentes primes à l'acquisition d'un véhicule neuf en contrepartie du déclassement d'un véhicule ancien. Les exportations sont toujours très dynamiques, comme en témoigne la progression du taux d'exportation de 40,3 % à près de 43 %.

Dans les *industries agro-alimentaires*, malgré un nouveau ralentissement de 2,1 points, la progression des ventes est demeurée plus élevée (3,2 %) que dans les autres activités.

La croissance de la *production globale* (ventes de marchandises + production vendue + production stockée et immobilisée) a été un peu plus faible que celle du chiffre d'affaires (+ 0,8 %, au lieu de + 1,1 %), en raison des mouvements observés sur les stocks.

La *valeur ajoutée* a évolué encore plus défavorablement, puisqu'elle a diminué globalement de 0,8 %. L'écart entre l'évolution de la production et celle de la valeur ajoutée s'explique tout d'abord par l'âpreté de la concurrence, notamment internationale, qui a conduit les entreprises, dans de nombreux secteurs, à réduire leurs marges ; elle est due également à la poursuite de la croissance, bien qu'à un rythme ralenti, des consommations intermédiaires en raison :

- d'un recours accru à la sous-traitance ;
- de la progression de l'achat de marchandises liée au développement de l'activité commerciale ;
- d'un léger accroissement du poids des impôts et taxes ¹.

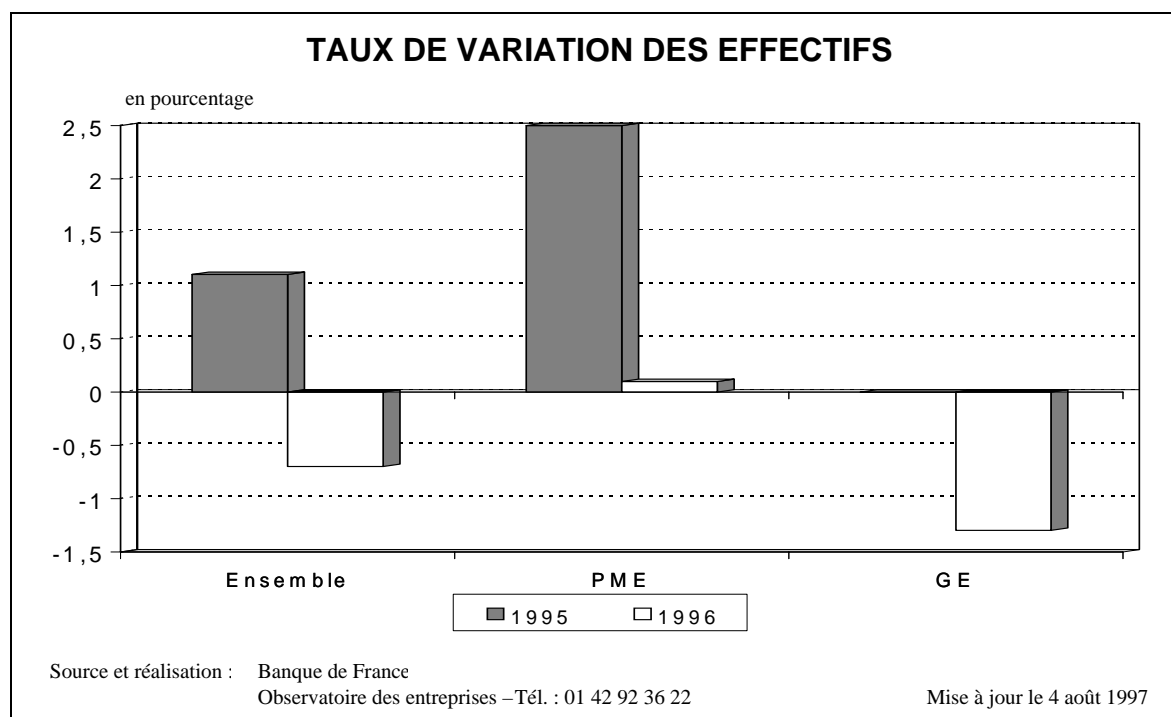
Le taux de valeur ajoutée (valeur ajoutée/production), dans ces conditions, a fléchi, pour l'ensemble de l'industrie, de 0,5 point en 1996. Le repli, comme les années précédentes, n'a affecté que les grandes entreprises dont le taux de valeur ajoutée, à 26,1 %, est inférieur de près de 8 points à celui de 1987.

Le recul de 1996 a été, en outre, plus ou moins marqué selon les secteurs d'activité. Il a été de 0,5 point dans les biens de consommation, de 0,8 point dans l'industrie automobile, où les constructeurs ont dû consentir des réductions de prix pour stimuler les ventes, et de 1,1 point dans les biens d'équipement où, là encore, pour faire face à la concurrence internationale, les industriels ont dû, notamment dans le secteur informatique, fortement réduire leurs marges.

2. Contraction des effectifs et faible progression des investissements

2.1. Les effectifs

Après l'amélioration enregistrée en 1995 (+ 1,1 %), les effectifs ont à nouveau reculé (– 0,7 %).



¹ Les impôts et taxes sont considérés comme des compléments d'achats ou des suppléments de charges lorsqu'on a recours, comme dans cette étude, au concept de valeur ajoutée au coût des facteurs.

Les grandes entreprises industrielles, malgré une activité plus soutenue que celle des PME, ont repris le mouvement de réduction des effectifs qui n'a été interrompu qu'une seule fois (en 1995) au cours de la dernière décennie. La politique plus dynamique des PME en matière de recrutement, ne s'est pas démentie, même si le rythme d'accroissement du nombre de salariés s'est sensiblement ralenti (+ 0,1 %) par rapport à 1995 (+ 2,5 %).

Une diminution du nombre de salariés a été observée dans tous les grands secteurs de l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires, dont les effectifs ont cependant moins progressé (0,9 %) qu'en 1995 (2,1 %). La réduction la plus marquée concerne l'industrie automobile (– 1,9 %), qui avait sensiblement accru ses effectifs en 1995 (+ 1,6 %). Dans les autres secteurs, la compression des effectifs oscille entre – 0,6 % et – 0,8 %.

2.2. Les investissements

Sur l'ensemble de l'année, l'investissement productif a augmenté de 1,4 %, pourcentage sensiblement inférieur à celui constaté en 1995 (+ 13,0 %).

Cette progression modérée de l'investissement masque des comportements très différents selon les secteurs. En recul dans le secteur automobile, où il est traditionnellement élevé, l'investissement productif progresse légèrement dans les autres secteurs :

- dans les biens intermédiaires, l'investissement n'augmente que de 1,5 %, malgré notamment le dynamisme des grandes unités de la chimie, des fabricants de composants électriques et électroniques et de l'industrie des produits minéraux. L'investissement stagne ou régresse dans l'industrie textile, les industries du bois et du papier ;

- dans les biens d'équipement, il progresse davantage dans la construction navale, aéronautique et ferroviaire que dans les équipements mécaniques, électriques et électroniques, où il reste pratiquement constant ; au total son augmentation est de l'ordre de 3 % ;

- dans les biens de consommation, il s'accroît de plus de 5 % ; en recul dans l'industrie de l'habillement et du cuir ainsi que dans les industries des équipements du foyer, l'investissement augmente de façon significative dans l'industrie pharmaceutique et le secteur de l'édition, imprimerie et reproduction, contraints de procéder à des investissements afin d'éviter tout retard technologique.

La plus forte progression est enregistrée dans les industries agro-alimentaires, en raison du dynamisme des grandes entreprises et d'un effet de rattrapage consécutif au recul de l'investissement observé en 1995.

Après un pic en 1990, le taux d'investissement productif avait régulièrement et sensiblement diminué jusqu'en 1994. Le net redressement amorcé en 1995 (+ 1,2 point) ne s'est que modérément conforté en 1996. Pratiquement constant dans les PME (12,8 %, contre 12,6 % en 1995), cet indicateur ¹ progresse de 14,9 % à 15,3 % dans les grandes entreprises.

Les besoins en fonds de roulement d'exploitation des entreprises industrielles se sont contractés en 1996. Cette diminution est tout d'abord liée au ralentissement de l'activité. Elle est due également à l'allègement des charges nées du crédit interentreprises résultant de la réduction des créances clients, d'une part et de l'augmentation des avances et des acomptes reçus sur commandes en cours, d'autre part ; elle tient enfin à l'allègement des stocks de matières premières dû à des anticipations de baisse des prix et aux incertitudes quant à l'évolution de la demande.

En jours de chiffre d'affaires, les besoins en fonds de roulement n'ont plus représenté que 47,7 jours, contre 49,2 jours en 1995, dans l'ensemble du système productif.

¹ Mesuré par le rapport « investissement productif/valeur ajoutée CDB », le taux d'investissement productif se redresse d'autant plus que le rythme d'accroissement de la valeur ajoutée est plus faible.

3. Le ralentissement de l'activité a pesé sur les résultats des entreprises

3.1. Les résultats

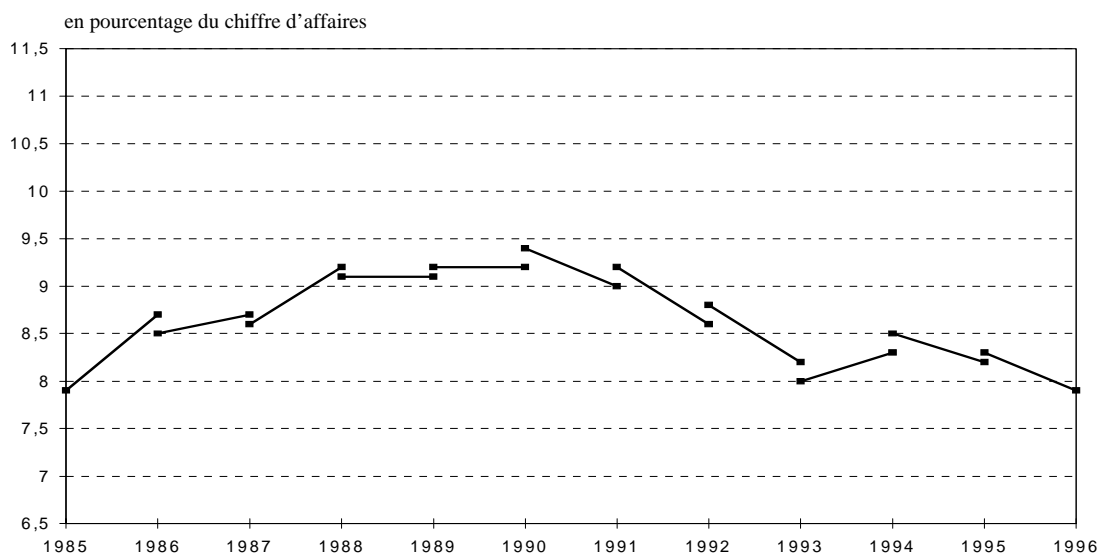
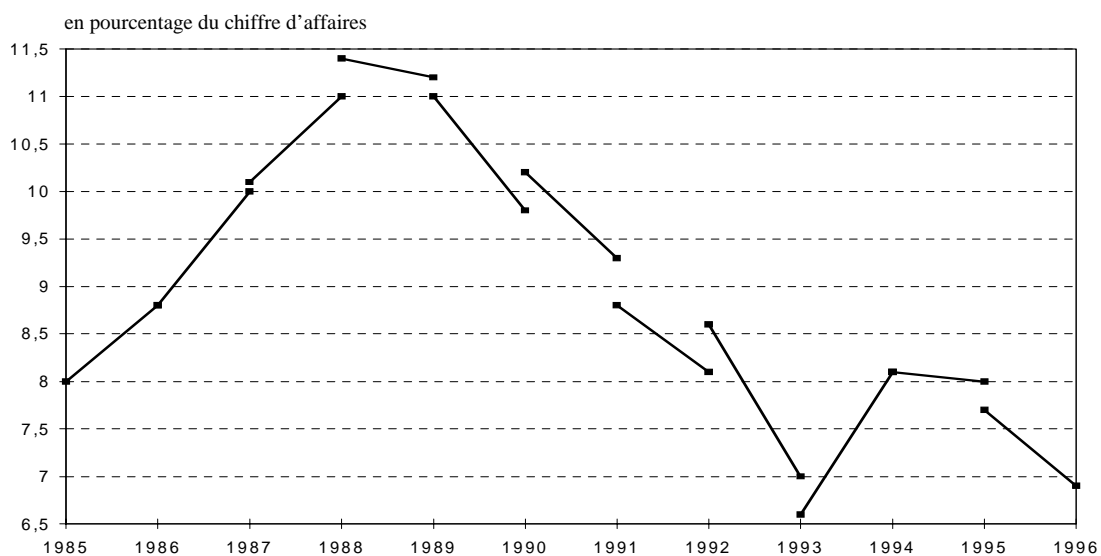
L'évolution défavorable de la valeur ajoutée (– 0,8 %) et une certaine rigidité de la masse salariale, que confirme l'augmentation de 1,8 % des charges de personnel ¹, ont été à l'origine d'une dégradation de l'excédent brut d'exploitation (– 7,5 %).

Le mouvement de repli du *taux de marge brute d'exploitation* ², constaté depuis 1990, qui s'était interrompu en 1994, s'est poursuivi en 1996. Il s'est traduit par une baisse de près de 0,7 point, à 7,3 %, de cet indicateur. Le recul a été plus prononcé dans les grandes entreprises (– 0,8 point, à 6,9 %) que dans les PME (– 0,4 point, à 7,9 %).

Pratiquement inchangé dans les industries agro-alimentaires, le taux de marge a diminué de 1 point dans le secteur automobile, de 1,5 point dans les biens intermédiaires et de 1,3 point dans les biens d'équipement.

¹ Le coût unitaire de la main-d'œuvre (ensemble des charges de personnel/effectifs) a progressé de 240 francs à 246 francs dans l'ensemble des entreprises (211,5 francs dans les PME et 251 francs dans les grandes entreprises, sous l'effet, notamment, d'une hausse de 2,5 % des charges sociales).

² Taux de marge brute d'exploitation = excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires

TAUX DE MARGE BRUTE D'EXPLOITATION**PME****GRANDES ENTREPRISES**

Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 39 67

Mise à jour le 4 août 1997

La *rentabilité brute du capital d'exploitation*¹ a diminué de 1,4 point ; cette baisse a été plus marquée dans les grandes entreprises (– 1,7 point) que dans les PME (– 0,9 point). Elle est essentiellement imputable à la baisse de l'excédent brut d'exploitation, le capital d'exploitation ayant, pour sa part, légèrement progressé, en raison d'une croissance de l'équipement productif supérieure à la contraction des besoins en fonds de roulement.

¹ Rentabilité brute du capital d'exploitation = excédent brut d'exploitation/capital d'exploitation
Capital d'exploitation = équipement productif + besoins en fonds de roulement d'exploitation

En progression constante depuis 6 ans, les *produits financiers* se sont inscrits en baisse en 1996. Ils ne représentent plus que 6,2 % de la valeur ajoutée globale dans les entreprises de plus de 500 salariés, contre 6,7 % en 1995 et 2,1 % dans les PME, contre 2,3 % en 1995. Seules, les grandes entreprises des biens de consommation ont connu un gonflement de leurs produits financiers.

Cette baisse, survenue malgré la progression sensible des valeurs mobilières de placement liée à l'augmentation de la trésorerie, s'explique par la réduction des taux d'intérêt, quelles que soient les échéances.

3.2. La répartition de la valeur ajoutée globale ¹

Les conditions de partage de la richesse produite ont été influencées par l'atonie de la croissance (la valeur ajoutée globale est restée pratiquement stable dans les PME et a baissé de 1,2 % dans les grandes entreprises).

La *fraction de la valeur ajoutée globale revenant aux salariés*, qui avait sensiblement diminué en 1994 et 1995, a augmenté, en 1996, de 69,5 % à 71,2 %. Ce mouvement a été plus marqué dans les grandes entreprises.

Les *intérêts versés aux prêteurs* ont diminué de l'ordre de 15 % dans l'ensemble de l'industrie manufacturière et ne représentent plus que 3,3 % de la valeur ajoutée. Cette modification de la part des frais financiers dans la valeur ajoutée tient à deux causes : l'évolution des taux d'intérêt, d'une part, la variation du montant de l'endettement, d'autre part.

Le coût de l'endettement ² s'est inscrit en recul de 0,8 point (1 point dans les PME et 0,6 point dans les grandes entreprises) dans l'industrie manufacturière. Ce phénomène, observable dans tous les secteurs d'activité, reflète la réduction du coût du crédit aux entreprises tout au long de l'année 1996, comme le confirme l'évolution du taux moyen des crédits à court terme octroyés par les banques ³, revenu de 7,05 % au premier trimestre 1996 à 6,60 % au dernier trimestre 1996. Quant au taux moyen des crédits à moyen et long terme, il baisse de 7,75 % à 6,84 %. Les taux pratiqués au premier trimestre 1997 ont été orientés de nouveau à la baisse, à 5,77 % (pour le court terme) et 6,24 % (pour le moyen et long terme).

La *part restant à la disposition de l'entreprise* est demeurée stable dans les PME grâce au repli des charges financières. Elle est certes revenue de 17,0 % à 15,8 % dans les grandes entreprises, mais demeure supérieure de près de 5 points à celle de 1985.

3.3. La rentabilité financière ⁴

La rentabilité financière s'est dégradée, revenant de 3,3 % en 1995 à 2,9 % en 1996, en raison du fléchissement de 3,8 % de la capacité d'autofinancement nette des firmes industrielles, d'une part et de la légère progression de 1,0 % de leur financement propre, d'autre part. Le repli, plus important dans les grandes entreprises que dans les PME, n'a pas été perceptible dans tous les secteurs.

Au total, les contraintes liées à la rentabilité ont incité les entreprises à poursuivre leur désendettement et à éviter le recours au financement externe. Ces contraintes, et les perspectives incertaines quant à l'évolution de la demande, contribuent à expliquer leur attitude prudente en matière d'investissements en 1996.

¹ Valeur ajoutée globale = valeur ajoutée dégagée par les opérations d'exploitation + produits et charges hors exploitation

² Coût de l'endettement = intérêts sur endettement / montant de l'endettement

³ Selon les données de la direction de la Conjoncture de la Banque de France

⁴ Rentabilité financière = capacité d'autofinancement nette / financement propre
Cette définition de la rentabilité financière est spécifique à la méthodologie Centrale de bilans.
Financement propre = fonds propres + amortissements et provisions

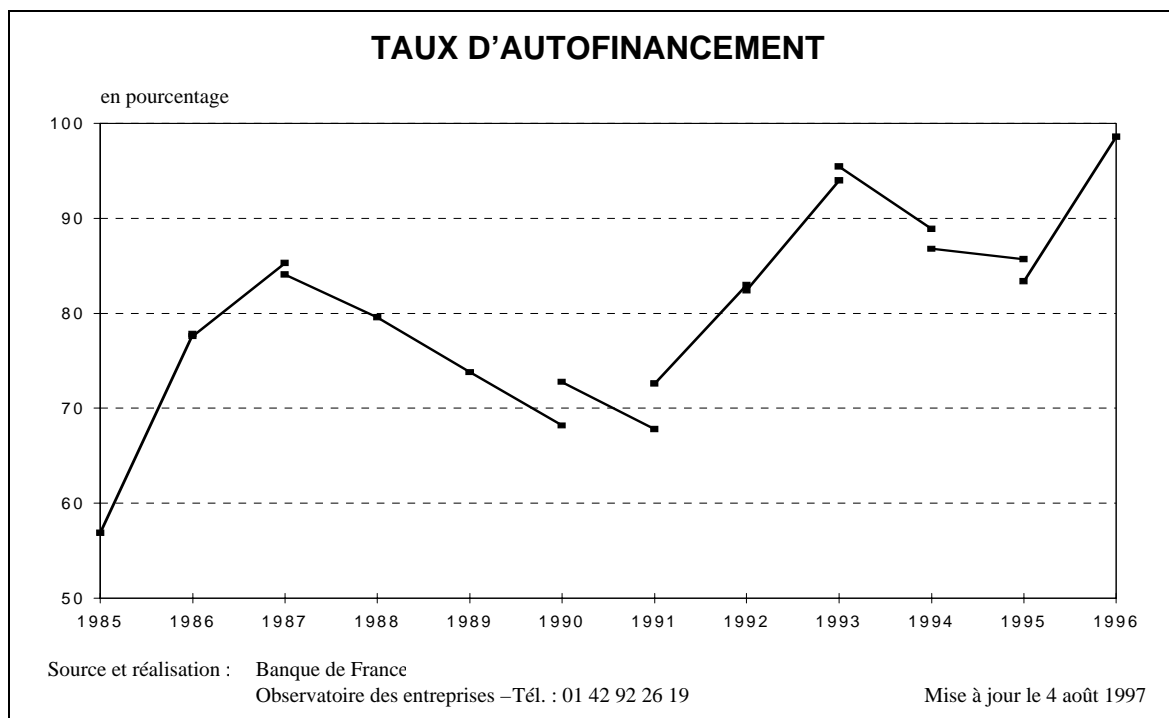
4. Les entreprises ont poursuivi l'amélioration de leurs structures financières

4.1. Les entreprises ont continué d'autofinancer largement leurs investissements

Les *emplois nets de cessions* se sont inscrits en recul pour la deuxième année consécutive (– 20,0 %) et ne représentent plus, en 1996, que 15,8 % de la valeur ajoutée, contre 19,6 % en 1995. Ce repli est en grande partie imputable au mouvement des besoins en fonds de roulement d'exploitation qui, après avoir fortement progressé en 1995, ont sensiblement diminué en 1996. Les besoins en fonds de roulement hors exploitation ont également reculé, mais uniquement dans les grandes unités.

Le montant de l'autofinancement, en recul global de 5,0 %, a cependant couvert les emplois, en totalité dans les PME (104,4 %) et à hauteur de 95,6 % dans les grandes sociétés.

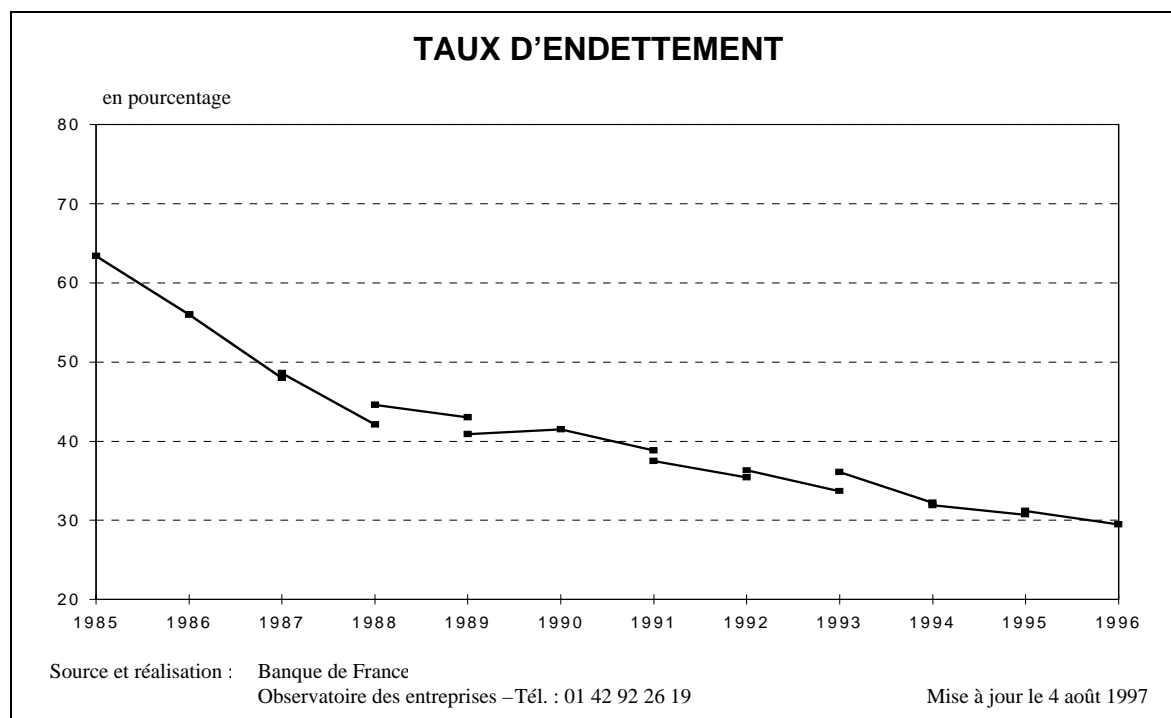
À 98,2 % pour l'ensemble des entreprises de l'échantillon, le taux d'autofinancement¹ culmine en 1996 au plus haut niveau de la dernière décennie. Ce record doit cependant être nuancé par le fait qu'il est essentiellement lié à la faiblesse des emplois.



¹ Taux d'autofinancement : ce ratio rapporte l'autofinancement à l'ensemble des emplois et non, comme dans la comptabilité nationale, à la seule formation brute de capital fixe. Recalculé suivant ces critères, le taux d'autofinancement en 1996 est de l'ordre de 109 % (111 % dans les PME et 108 % dans les grandes entreprises).

4.2. Le taux d'endettement s'est à nouveau replié

Le repli du taux d'endettement ¹, qui tient à la fois à la baisse du montant de l'endettement et au renforcement du financement propre ², s'inscrit dans la continuité du mouvement observé au cours de la dernière décennie. Son niveau, inférieur à 30 % en 1996, a considérablement diminué par rapport à celui de 1985 (65 %).



Les entreprises ont amélioré leur autonomie financière, quelle que soit leur taille. Le taux d'endettement a davantage reculé dans les PME (de 35,9 % en 1995 à 32,9 % en 1996) que dans les grandes unités (de 29,1 % à 27,9 %).

4.3. La contrainte de solvabilité s'est allégée

La part des charges financières dans l'excédent brut global a diminué dans l'ensemble du système productif de 17,1 % à 15,1 % en 1996, ce qui traduit un allègement de la contrainte de solvabilité.

Cette amélioration s'est produite malgré la contraction de l'excédent brut global. Elle s'explique par une diminution de 24 % des intérêts versés aux « groupe et associés » et de 14 % de ceux versés aux prêteurs, consécutive au recul du volume et du coût de l'endettement.

Le repli des charges d'intérêt dans l'excédent brut global a été général, les PME réussissant même à établir leur ratio de solvabilité au même niveau que celui des grandes unités (15,1 %). Les firmes industrielles ont, en effet, tiré parti de la réduction du coût du crédit aux entreprises qui s'est inscrit en 1996 dans un mouvement de détente des taux, tant auprès des établissements de crédit que sur les marchés, quelles que soient les échéances.

¹ Taux d'endettement = endettement + prêts des « groupe et associés » / financement propre

² Le financement propre représente, en 1996, 78,2 % du capital engagé (financement propre + « groupe et associés » dans dettes financières + endettement), au lieu de 77,1 % en 1995.

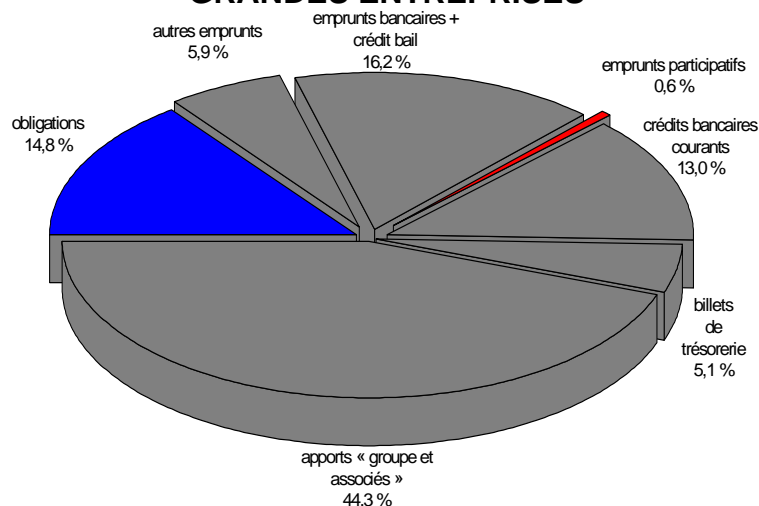
5. Les financements de marché se sont accrus au détriment des crédits bancaires

Le montant du financement externe ¹ a globalement reculé de 1,4 %. Ce recul masque cependant une évolution divergente selon le type de ressources utilisé.

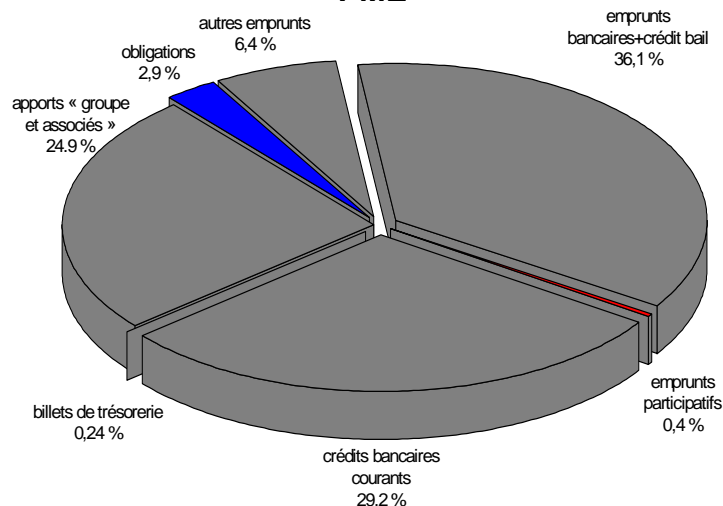
L'encours des dettes financières auprès des « groupe et associés », qui représente environ le tiers de l'endettement total, a globalement augmenté de 6,6 %. En outre, on observe dans les grandes entreprises un accroissement des ressources provenant du marché, au détriment des crédits bancaires classiques, traduisant un certain effet de substitution entre les modes de financement. Cette évolution se retrouve également dans les PME, mais pour des montants beaucoup plus faibles.

COMPOSITION DE L'ENDETTEMENT TOTAL EN 1996

GRANDES ENTREPRISES



PME



Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 26 19

Mise à jour le 4 août 1997

¹ Financement externe = endettement + prêts des « groupe et associés »

En 1996, les grandes entreprises, outre le recours accru aux prêts des « groupe et associés » (+ 10 % par rapport à 1995), ont sensiblement augmenté leurs émissions de titres, surtout sur le marché monétaire. L'encours des billets de trésorerie, en augmentation de plus de 50 %, représente 5,1 % du financement externe, au lieu de 3,3 % en 1995. Celui des obligations a progressé de 1 %. Parallèlement, les grandes entreprises ont sensiblement réduit leur recours au crédit qui ne représente plus que 29,2 % du financement externe, au lieu de 35,3 % en 1995. La diminution a été plus marquée pour les concours bancaires de court terme (– 26 %), en raison notamment de la baisse des besoins en fonds de roulement d'exploitation. Les autres crédits bancaires se sont inscrits en retrait de 9,2 %.

Dans les PME, la structure de l'endettement a peu varié, mais on observe également un accroissement du recours au marché de court terme. Si l'encours des obligations n'a que très légèrement augmenté, celui des billets de trésorerie a été multiplié par 3,5. Ces sources de financement sont encore peu importantes dans le poids total des ressources externes des PME (respectivement 2,9 % pour les obligations et 0,24 % pour les billets de trésorerie en 1996), mais leur utilisation accrue semble marquer un comportement nouveau de la part de certaines entreprises de moins de 500 salariés. Les PME ont, par ailleurs, réduit l'encours des emprunts bancaires (– 1,8 %) et des concours bancaires courants (– 5,0 %). La part de l'endettement bancaire dans le total des apports externes (67,3 %) n'a toutefois que très peu diminué en 1996 et reste nettement plus importante que dans les grandes sociétés. Le montant des dettes financières auprès des « groupe et associés » a, par ailleurs, légèrement reculé.

Le repli des taux en 1996, notamment à court terme, a entraîné une baisse continue des taux d'émission des billets de trésorerie et des obligations qui a largement incité les entreprises à se financer par des instruments de marché. Dans le même temps, celles-ci réduisaient leurs emprunts, notamment bancaires, dont le coût, malgré une baisse sensible en 1996, reste plus élevé que les taux offerts sur le marché financier.

Si le niveau actuel des taux d'intérêt ne paraît pas déterminant dans les décisions d'investissement, il semble avoir une influence sur le choix du type d'endettement, dans un contexte, il est vrai, de faibles besoins de financement.

6. Une trésorerie mieux assurée grâce à la diminution des besoins en fonds de roulement

L'*excédent de trésorerie globale*, qui constitue la différence entre les produits encaissés et les charges décaissées, évalue la capacité d'une firme à générer des liquidités du seul fait de son activité, indépendamment de ses politiques financière et fiscale. Il est obtenu en déduisant de l'excédent brut global la variation des besoins en fonds de roulement.

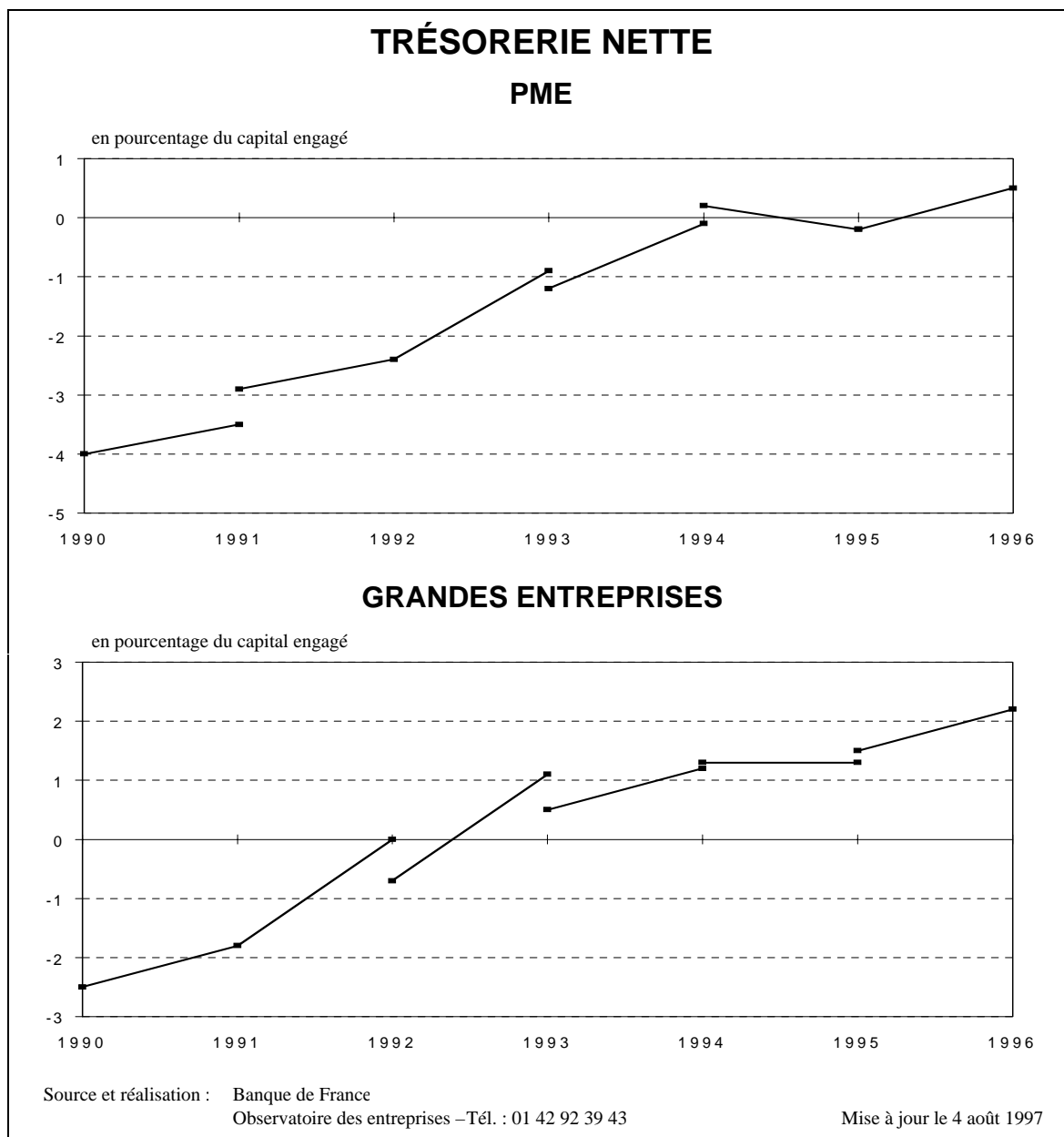
En 1996, dans un contexte de ralentissement de l'activité, il a, malgré la diminution de l'excédent brut global, sensiblement progressé, en raison de la diminution des besoins en fonds de roulement.

La part de la trésorerie courante des entreprises affectée au paiement des annuités d'emprunts s'est sensiblement contractée au cours de l'exercice 1996 (de 49,7 % à 39,4 % de l'excédent de trésorerie globale). Cette diminution s'explique par la progression de l'excédent de trésorerie globale, d'une part, et le recul des remboursements en capital et des intérêts versés, d'autre part. Elle a été observée quelle que soit la taille de l'entreprise. Le paiement des impôts sur les sociétés et les distributions de dividendes ont également moins pesé sur l'excédent de trésorerie global. Dans ces conditions, le *flux de trésorerie disponible*, obtenu en déduisant de l'excédent brut global les charges que l'entreprise ne peut en principe reporter dans le temps, s'est fortement accru, tant dans les PME que dans les grandes entreprises.

Le flux de trésorerie disponible apporte une information sur la capacité de l'entreprise à maîtriser ses mouvements de fonds. Rapproché des investissements, il met en évidence le rôle assigné à la trésorerie issue de l'activité dans le cadre de la politique de croissance.

Les chiffres de 1996 montrent une meilleure capacité des entreprises à conserver, après avoir supporté divers prélèvements obligatoires, un flux de trésorerie pour financer leurs investissements. À 65,6 % dans les grandes entreprises, la couverture des investissements nets par le flux de trésorerie disponible s'est rapprochée de 50 % dans les PME.

De ce fait, bien que les apports en ressources stables (nouveaux emprunts + apports/retraits des « groupe et associés ») se soient globalement réduits, la trésorerie des entreprises s'est sensiblement améliorée en 1996, quelle que soit leur taille. Il semble que, dans un contexte marqué par un ralentissement de l'activité, les entreprises industrielles aient plutôt fait le choix de conforter leur trésorerie, préférant notamment différer certains projets d'investissement.



Le début de l'année 1997 a été marqué par un rétablissement progressif de l'activité. Compte tenu du faible nombre de jours ouvrables, le PIB n'a progressé que de 0,2 % au premier trimestre, mais la reprise devrait être plus nette à partir du deuxième trimestre. Selon les enquêtes mensuelles de conjoncture effectuées par la Banque, la demande adressée aux entreprises, notamment en provenance de l'étranger, est en effet en forte progression.

Au total, la nette amélioration des perspectives de la demande, le niveau très bas des taux d'intérêt, l'existence de structures financières solides et l'importance de l'autofinancement devraient faciliter la croissance, dans la seconde partie de l'année 1997, de l'investissement des entreprises industrielles.

MARCHÉ OBLIGATAIRE DE L'EUROFRANC AU DEUXIÈME TRIMESTRE 1997 ¹

Ce trimestre a été marqué par une réduction sensible des émissions nettes, résultant d'une légère diminution des émissions brutes dans un contexte de remboursements élevés.

Cette évolution s'explique notamment par la volatilité plus forte de notre devise, en liaison avec les élections législatives, par l'attentisme des investisseurs jugeant souvent les prix élevés, et par les faibles opportunités de fenêtres de *swaps*. Les opérateurs sur le marché des *swaps*, qui cherchaient souvent à se trouver payeurs de taux fixe en 1996 dans notre devise, ont, en effet, pour la plupart, renoncé à ce type de prise de position. Compte tenu de la stabilité de la demande de titres et des taux obligataires, les occasions d'obtenir des émissions « swappées » à taux final satisfaisant sont apparues relativement peu nombreuses.

Les opérateurs ont continué de rechercher des formules offrant des rendements plus élevés aux investisseurs, en liaison avec le niveau historiquement faible des taux d'intérêt. Un second *Pfandbrief* en franc a été émis, bien que ce produit semble connaître des difficultés pour s'imposer parmi les investisseurs français. La part des émissions de maturité supérieure à 10 ans s'est également sensiblement accrue, passant de 20 % en 1996 à 31 % au premier trimestre 1997 et à 34 % au deuxième. Plusieurs emprunts perpétuels

¹ Le marché obligataire de l'eurofranc recouvre les euro-obligations *stricto sensu* et les euro-effets à moyen terme en francs.

et/ou subordonnés ont été lancés. Enfin, la période sous revue a vu le lancement de la première « émission à haut rendement », par la société Moulinex, qui pourrait constituer un premier pas vers la formation d'un véritable marché de ce type de titres.

La première émission d'un pays émergent en eurofranc, depuis 1994, a également vu le jour à l'instigation du Brésil, qui a emprunté simultanément 1 milliard de francs, 2 milliards de schillings autrichiens et 400 millions de florins néerlandais, en vue de réunir ces opérations en une souche unique en euro.

Les opérations liées à la préparation de l'Union monétaire se sont faites plus discrètes, compte tenu notamment des incertitudes engendrées par le débat franco-allemand sur le pacte de stabilité qui a précédé le sommet d'Amsterdam. Les émissions fongibles avec d'autres devises européennes ont ainsi sensiblement diminué.

PIERRE SOLA

Direction de la Balance des paiements

Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. Ralentissement des émissions nettes

En dépit de remboursements élevés, les émissions brutes en eurofranc ont légèrement diminué au cours du deuxième trimestre. Les émissions nettes se sont donc réduites, à 21,5 milliards, après 38,6 milliards au premier trimestre.

ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN FRANC de 1989 au premier semestre 1997										
(en milliards de francs)										
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	Cumul 1997
Émissions nettes en eurofranc.....	40,4	89,3	112,2	187,7	116,4	10,4	134,9	38,6	21,5	60,1
Émissions brutes en eurofranc.....	40,7	91,6	126,9	207,9	135,3	48,7	190,4	45,8	41,3	87,1
Remboursements.....	0,3	2,3	14,7	20,2	18,9	38,3	55,5	7,2	19,8	27,0
Émissions nettes sur le marché intérieur.....	179,5	179,6	185,7	315,2	197,2	186,4	249,5	79,7	49,5	129,2
Émissions totales nettes.....	219,9	268,9	297,9	502,9	313,6	196,8	384,4	118,3	71,0	189,3
NB : chiffres révisés										
Source : Banque de France DESM – SEVAM										
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX										

Parmi les facteurs qui ont contribué à ce ralentissement, observé également sur le compartiment domestique, on peut noter :

– les élections législatives, à la fin du mois de mai, qui ont suscité une hausse temporaire de la volatilité de notre devise ;

COURS ET VOLATILITE DU FRANC de décembre 1995 à juin 1997									
	31 déc. 1995	29 mars 1996	28 juin 1996	30 sept. 1996	31 déc. 1996	31 mars 1997	30 avril 1997	30 mai 1997	30 juin 1997
Devises (cours)									
DEM/FRF (a).....	3,4180	3,4095	3,3825	3,3845	3,3710	3,3680	3,3715	3,3795	3,3710
USD/FRF (a).....	4,9000	5,0315	5,1525	5,1715	5,2370	5,6435	5,8220	5,7515	5,8780
Volatilité implicite à un mois (en pourcentage)									
DEM/FRF (a).....	3,25	2,00	1,65	2,00	2,50	1,00	2,10	3,30	1,75
(a) DEM : deutschemark FRF : franc français USD : dollar des États-Unis									
Source : Banque de France Direction des Changes									
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX									

– un certain attentisme des investisseurs, jugeant les prix de marché élevés, et guettant des baisses ponctuelles pour réaliser leurs achats de titres. Cette attitude ne s'est guère révélée payante pour l'instant, puisque les taux d'intérêt ont sensiblement decru, après la hausse temporaire observée en avril, pour revenir à un niveau proche de celui, historiquement faible, de mars dernier ;

TAUX MOYEN MENSUEL À 10 ANS								
	Décembre 1994	Décembre 1995	Septembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997	Avril 1997	Mai 1997	Juin 1997
France.....	8,00	6,74	6,23	5,75	5,66	5,81	5,69	5,65
Allemagne.....	7,44	6,07	6,24	5,81	5,77	5,90	5,81	5,75
États-Unis.....	7,96	5,78	6,95	6,38	6,80	7,02	6,82	6,60

– tandis qu'en 1996, de nombreux opérateurs sur le marché des *swaps* avaient joué la hausse des taux français, suscitant ainsi la création de « fenêtres de *swaps* », ces opérations se sont faites beaucoup plus rares au cours du dernier trimestre, de sorte que certains émetteurs se sont positionnés sur d'autres devises. C'est ainsi, par exemple, que la République de Finlande a finalement opté pour le florin néerlandais ;

– enfin, les institutions financières allemandes, traditionnellement présentes parmi les principaux émetteurs, sont peu intervenues au cours de la période sous revue, en dépit du maintien de l'écart OAT/*Bund* à un niveau proche de – 10 points.

2. Émetteurs

2.1. Répartition entre émetteurs résidents et non résidents

La part des émetteurs non résidents est revenue au niveau observé en 1996.

RÉPARTITION ENTRE ÉMETTEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS									
(en pourcentage des émissions brutes)									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	Cumul 1997
Émetteurs résidents	63	65	62	42	23	16	21	12	16
Émetteurs non résidents	37	35	38	58	77	84	79	88	84
Total.....	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Sources :	Banque de France DESM – Direction de la Balance des paiements								
Réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX								

2.2. Répartition sectorielle

Les sociétés non financières, traditionnellement minoritaires parmi les émetteurs, ont été quasiment absentes du marché ce trimestre.

Les émissions souveraines sont demeurées soutenues, grâce aux volumes importants réalisés par la Banque européenne d'investissements (BEI) (4,7 milliards de francs), mais aussi l'Italie, intervenant pour la première fois en franc ¹ (5 milliards) et le Brésil (1 milliard). Ce dernier emprunt a été lancé simultanément avec deux autres, de 2 milliards de schillings autrichiens et 400 millions de florins néerlandais, qui seront tous trois regroupés en une seule souche en euro au 1^{er} janvier 1999. Cette opération était également la première réalisée par un pays émergent dans notre devise depuis 1994.

RÉPARTITION SECTORIELLE DES ÉMETTEURS						
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>						
	1994	1995	1996	1 ^{er} trim. 1997	2 ^e trim. 1997	Cumul 1997
Agents financiers.....	57	53	64	54	70	62
États et organismes internationaux.....	22	25	21	32	29	30
Autres (sociétés non financières ...)	21	22	15	14	1	8
Total.....	100	100	100	100	100	100
Sources : Banque de France Direction de la Balance des paiements						
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des Paiements – SEMEX						

3. Investisseurs

La répartition des investisseurs sur le marché primaire (y compris le marché gris ²) de l'eurofranc s'est établie comme suit au cours du premier trimestre de l'année, puis en avril-mai.

RÉPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE DE L'EUROFRANC au premier trimestre 1997	
<i>(en milliards de francs)</i>	
	Tous émetteurs
Investisseurs résidents.....	39,5
Investisseurs non résidents.....	6,3
Total.....	45,8
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX	
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX	

¹ Dont le règlement sera toutefois effectué en juillet. Au deuxième trimestre, est intervenu le règlement des 4 milliards de francs empruntés en mars par le Royaume d'Espagne et des 3 milliards émis par la République du Portugal.

² Qui correspond aux ventes réalisées par les souscripteurs initiaux et aux transactions engagées avant même le règlement effectif des obligations à l'émetteur

RÉPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE DE L'EUROFRANC en avril et mai 1997

(en milliards de francs)

	Tous émetteurs
Investisseurs résidents.....	22,0
Investisseurs non résidents.....	8,6
Total.....	30,6
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX	
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX	

Les investisseurs résidents continuent d'absorber l'essentiel des émissions des non-résidents.

4. Modalités d'émission

4.1. Obligations et euro-effets à moyen terme (EMTN)

La diminution des émissions nettes s'est surtout fait ressentir sur le segment des EMTN.

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'EURO-EFFETS À MOYEN TERME de 1994 au premier semestre 1997

(en pourcentage des émissions brutes)

	1994	1995	1996	1 ^{er} trimestre 1997	2 ^e trimestre 1997	Cumul 1997
Obligations <i>stricto sensu</i>	83	68	65	71	79	75
EMTN	17	32	35	29	21	25
Total	100	100	100	100	100	100
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements						

4.2. Diversification de la nature des coupons

Le développement des émissions à taux variable, jusque-là peu nombreuses en France, peut être attribué notamment au jugement de certains investisseurs selon lesquels les titres à taux fixe avaient atteint un niveau très, voire trop élevé.

Cette progression marque également un certain « rapprochement » avec les autres euromarchés où les émissions indexées sur des taux à court terme sont plus fréquentes.

Les opérations à coupon fixe mais évolutif au cours de la durée de vie du titre, ainsi que celles proposant un taux fixe au cours des premières années suivie d'un taux variable (le TEC, en général) ont continué à se répandre.

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR COUPON						
	<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>					
	1994	1995	1996	1 ^{er} trimestre 1997	2 ^e trimestre 1997	Cumul 1997
Taux fixe	88,7	82,0	86,5	70,6	52,8	61,6
Taux variable indexé sur						
Indice court terme	1,4	7,9	4,7	9,5	27,4	18,5
Indice long terme	0,4	0,0	3,8	3,3	0,6	2,0
Divers (a)	5,4	6,4	4,2	15,6	18,5	17,1
Zéro coupon	4,1	3,7	0,8	1,0	0,6	0,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Dont certaines émissions alternant coupons fixes et coupons indexés						
Source : <i>International Financing Review</i>						
Réalisation : Banque de France						
Direction de la Balance des paiements – SEMEX						

4.3. Techniques visant à augmenter les rendements

Comme au premier trimestre, le niveau faible des taux d'intérêt a stimulé l'imagination des intervenants en vue d'offrir des rendements plus élevés aux investisseurs.

– Émissions à échéance longue : les émissions de maturité initiale supérieure à 10 ans ont représenté 37 % du total au deuxième trimestre.

PART DES ÉMISSIONS DE MATURITÉ INITIALE SUPÉRIEURE À 10 ANS						
	<i>(en pourcentage)</i>					
	1994	1995	1996	1 ^{er} trimestre 1997	2 ^e trimestre 1997	Cumul 1997
Émissions > 10 ans (a)	4	14	20	31	34	32
(a) Calcul effectué en fonction des dates du lancement et non de règlement des titres						

Parmi ces émissions, trois opérations proposaient même des titres perpétuels :

- BNP, pour 1,25 milliard de francs, assortie d'une option de remboursement au bout de 10 ans, puis chaque année lors du versement du coupon ;
- Crédit suisse First Boston, pour 750 millions de francs, assortie d'une option de remboursement semblable ;
- Barclays PLC (qui n'a toutefois été réglée qu'en juillet et ne figure donc pas dans notre évaluation des émissions du deuxième trimestre), pour 1 milliard de francs. L'option de remboursement est exerçable au bout de 12 ans, puis tous les 5 ans.
- Émissions de titres subordonnés : après les trois émissions lancées au premier trimestre et outre les trois émissions perpétuelles, toutes subordonnées, de ce deuxième trimestre, BGB Finance (Ireland) PLC a augmenté son émission de dette subordonnée de mars dernier à 12 ans de 750 millions de francs.

– Émissions de *Pfandbriefe* : une première émission avait été réalisée au premier trimestre, par la Frankfurter Hypothekbank Centralboden, pour 2 milliards de francs. Les analystes avaient jugé son prix relativement élevé (16 points de base au-dessus de l'OAT à 12 ans correspondante), ce qui s'expliquait en partie par un coût d'entrée sur le marché du franc. Les chefs de file étaient deux banques d'affaires étrangères, la Deutsche Morgan Grenfell (société mère de la Frankfurter Hypothekbank Centralboden) et Morgan Stanley.

Au deuxième trimestre, une seule opération de ce type a été lancée, par Hypothekbank in Essen (Essenhyp) pour 3 milliards de francs et à 2 ans, dans des conditions sensiblement différentes. Selon les estimations d'*International Financing Review*, elle serait ressortie à un coût, après *swap* en deutschemark, de Libor – 7 points de base, soit un niveau considéré comme aussi bon que celui qu'aurait fourni la même opération en deutschemark. Les chefs de file étaient la Commerzbank, maison mère de l'émetteur, et le CCF.

– Émissions de « titres à haut rendement » : alors que le marché de l'eurofranc était jusque-là réservé en pratique à des émetteurs très bien notés, une émission à l'initiative de la société Moulinex, émetteur dont la solidité est jugée par les analystes financiers inférieure à celle des émetteurs habituels, a été lancée à la fin du mois de juin pour 300 millions de francs¹. La marge offerte était de 210 points au-dessus du taux Pibor 3 mois. Cette opération, dont les chefs de file étaient une autre banque américaine, Bankers Trust, collaborant avec le Crédit lyonnais, faisait suite à une opération semblable organisée également par Bankers Trust, en livre sterling, sur des titres Eco-Bat, quelques semaines auparavant, et à quelques émissions en deutschemark de même nature. Il est trop tôt pour dire si ces tentatives aboutiront à la création d'un véritable marché des « titres à haut rendement » en Europe.

4.4. Préparation à l'UEM

À l'exception des émissions de la BEI, qui continue à se positionner sur l'ensemble de la future courbe des taux en euro, et de celle du Brésil, les émissions multi-devises destinées à se traduire en une seule souche en euro, nombreuses au premier trimestre, se sont taries au cours de la période sous revue.

L'approche de l'Union monétaire a toutefois contribué aux efforts qu'on vient de décrire pour faire connaître les *Pfandbriefe* aux investisseurs français et à la décision de l'Italie d'émettre dans notre devise.

¹ Elle a été réglée en juillet, de sorte qu'elle est exclue de notre évaluation des émissions réglées au deuxième trimestre.

E N Q U Ê T E S

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN JUIN 1997

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 246 milliards de francs à fin juin 1997*, en augmentation de 6,2 % par rapport au trimestre précédent et de 26,0 % sur un an. *Le nombre de PEA en fonctionnement (2,7 millions) apparaît en augmentation de 2 % par rapport au trimestre précédent. Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 90 000 francs à fin juin, en augmentation de 4 % par rapport à mars 1997 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 159 000 francs. Les PEA les plus importants restaient concentrés dans les banques d'affaires ¹ et les sociétés de bourse. Ils atteignaient en moyenne 399 000 francs à fin juin chez cette catégorie de dépositaires, contre 114 000 francs chez les trois grandes banques et 72 000 francs chez les « autres établissements ».*

La présente étude fait apparaître pour l'ensemble des établissements dépositaires de comptes PEA d'importants transferts d'obligations d'État (emprunt Balladur, venant à échéance en juillet 1997, qui

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

avait été admis dans les PEA) vers les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ». On observe que plus de 100 000 PEA supplémentaires ont été comptabilisés au cours des six premiers mois de 1997. Le mouvement de contraction du nombre de détenteurs de ce produit, qui était observé depuis près de trois années, semble donc inversé de manière durable.

La prochaine enquête PEA, à fin septembre, permettra de connaître la manière dont s'est opérée, dans le PEA, la réallocation des 33 milliards de francs de l'emprunt Balladur qui y étaient encore logés à la fin du deuxième trimestre, quelques jours seulement avant le remboursement des titres.

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières (SEVAM)*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données présentées permettent d'appréhender l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du deuxième trimestre 1997. 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, diversifiés et garantis » et obligations — dont ils sont issus.

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

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

¹ 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)	
	Mars 1997	Juin 1997	Juin 1997/ Mars 1997	Mars 1997	Juin 1997
Actions	96 762	100 921	4,3	41,8	41,0
Obligations émises par l'État	35 202	32 743	- 7,0	15,2	13,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	99 762	112 366	12,6	43,0	45,7
TOTAL	231 726	246 030	6,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	2 680 191	2 736 649	2,1		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 27 août 1997		

En juin 1997, par rapport à mars 1997, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 6,2 % et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 246 milliards de francs (contre 231,7 milliards à fin mars), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 13,5 milliards ¹, en progression de 7 % par rapport au trimestre précédent.

Cependant, corrigés de l'évolution des indices de cours ², les encours d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » ont progressé d'environ 4 % et les encours d'obligations ont diminué de 9 %.

Le nombre de PEA (environ 2,7 millions), en légère augmentation par rapport au trimestre précédent (+ 2 %), est revenu au niveau qu'il atteignait en décembre 1993.

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

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre les encours des PEA et les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions, diversifiés et garantis ») ³, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : mars 1997). On constate ainsi que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 13 points pour le premier trimestre de 1997). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions, diversifiés et garantis » à fin juin 1997 l'emporte, comme précédemment, sur celle des autres titres (45,7 %, contre 41,0 % pour les actions détenues en direct et 13,3 % pour les obligations) (cf. 1.1.).

¹ Les données de l'enquête sont proches de celles de la direction du Trésor.

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 4,9 % au premier trimestre 1997
Indice Comité de normalisation obligataire (CNO) des emprunts d'État : + 2,3 %

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

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN MARS 1997		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	403 714	34,9
Obligations	501 984	43,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	252 612	21,8
TOTAL	1 158 310	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 27 août 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>	
	Mars 1997	Juin 1997
Actions	24,0	25,0
Obligations	7,0	6,5
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	39,5	44,5
TOTAL	20,0	21,2
Total des portefeuilles (a)	12,3	13,1
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 27 août 1997		

À la fin du deuxième trimestre 1997, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 13,1 % des portefeuilles-titres à fin mars 1997¹.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été, dès l'origine, plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct (cet écart atteignait près de 20 points à fin juin 1997). Près de 45 % des titres d'OPCVM cités précédemment sont contenus dans les plans d'épargne en actions.

¹ Derniers chiffres connus

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

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Mars 1997	Mars 1997	Juin 1997
Actions françaises	34 064	36 103	36 878
Obligations françaises	42 356	13 134	11 964
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	21 315	37 222	41 060
Autres titres (a)	60 844	—	—
TOTAL	158 579	86 459	89 902
(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM			
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			
Mise à jour le 27 août 1997			

Au 31 mars 1997, on dénombrait 11 851 964 comptes-titres¹ et, au 30 juin 1997, on comptait 2 736 649 PEA, soit 23,1 % du total.

Selon l'enquête, plus de 100 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du premier semestre 1997, alors que 18 000 PEA avaient disparu sur la période correspondante de 1996. Le mouvement de baisse amorcé en juin 1994 semble donc inversé de manière durable.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 89 902 francs à fin juin 1997 (+ 4 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 mars 1997 environ 159 000 francs.

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

¹ Derniers chiffres connus

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

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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPE D'ÉTABLISSEMENTS				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Mars 1997	Juin 1997	Mars 1997	Juin 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions	11 755	11 933	66,7	66,7
Obligations émises par l'État	1 395	1 224	7,9	6,9
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	4 468	4 722	25,4	26,4
TOTAL	17 618	17 879	100,0	100,0
Nombre de PEA	42 826	44 862		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions	35 858	37 044	41,3	39,6
Obligations émises par l'État	13 277	12 387	15,3	13,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	37 736	44 076	43,4	47,1
TOTAL	86 871	93 507	100,0	100,0
Nombre de PEA	811 720	821 412		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions	49 149	51 944	38,6	38,6
Obligations émises par l'État	20 530	19 132	16,1	14,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	57 558	63 568	45,3	47,2
TOTAL	127 237	134 644	100,0	100,0
Nombre de PEA	1 825 645	1 870 375		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				
Mise à jour le 27 août 1997				

Le tableau ci-dessus montre que la structure des PEA a sensiblement varié d'un trimestre à l'autre chez les trois groupes d'établissements. On notera que, quels que soient les réseaux, la part des obligations a diminué (entre 1 point et 2 points), dans la continuité des trimestres précédents. Par ailleurs, on observe dans l'enquête que, sans attendre le remboursement de l'emprunt Balladur (le 16 juillet), 2,5 milliards de francs d'obligations avaient été replacés dans les OPCVM au cours du deuxième trimestre 1997. Entre juin 1996 et juin 1997, la composante « emprunt Balladur » du PEA a perdu 6,7 milliards de francs, plus d'un tiers de ces cessions se trouvant ainsi concentré dans le dernier trimestre de la période.

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 30 % pour les trois grandes banques et 68,4 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent ¹, les trois grandes banques ont par conséquent ouvert, depuis la création de ce produit, plus de PEA que les autres réseaux.

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

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPE D'ÉTABLISSEMENTS	
	(en pourcentage)
	Juin 1997/Mars 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	1,5
Obligations émises par l'État	- 12,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	5,7
TOTAL	1,5
Nombre de PEA	4,8
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	3,3
Obligations émises par l'État	- 6,7
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	16,8
TOTAL	7,6
Nombre de PEA	1,2
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	5,7
Obligations émises par l'État	- 6,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	10,4
TOTAL	5,8
Nombre de PEA	2,5
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	
Mise à jour le 27 août 1997	

L'augmentation globale du nombre de PEA (2,1 %) recouvre une progression chez les trois groupes d'établissements. Toutefois, comme précédemment, celle-ci a été nettement plus importante chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (4,8 %) que chez les trois grandes banques (1,2 %). Le nombre de PEA supplémentaires enregistrés au cours du premier trimestre 1997 atteint ainsi environ 44 700 pour les « autres établissements », 9 700 pour les trois grandes banques et 2 000 pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

On observe chez les trois groupes d'établissements des transferts d'obligations d'État plus importants vers les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que vers les actions détenues en direct. Cette différence est particulièrement sensible chez les trois grandes banques.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT		
	(en pourcentage)	
	Mars 1997	Juin 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	16,6	16,9
Obligations	10,2	9,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	22,1	23,3
TOTAL	16,8	17,1
Total des portefeuilles (a)	9,3	9,4
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	23,9	24,7
Obligations	10,0	9,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	39,8	46,5
TOTAL	23,0	24,7
Total des portefeuilles (a)	13,9	15,0
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	26,9	28,4
Obligations	5,8	5,4
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	41,9	46,2
TOTAL	18,8	19,9
Total des portefeuilles (a)	11,9	12,6
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation :	Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	
	Mise à jour le 27 août 1997	

À fin juin 1997, les PEA représentaient 25 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les trois grandes banques, 20 % chez les « autres établissements » et 17 % chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, chiffres plus importants que ceux du trimestre précédent.

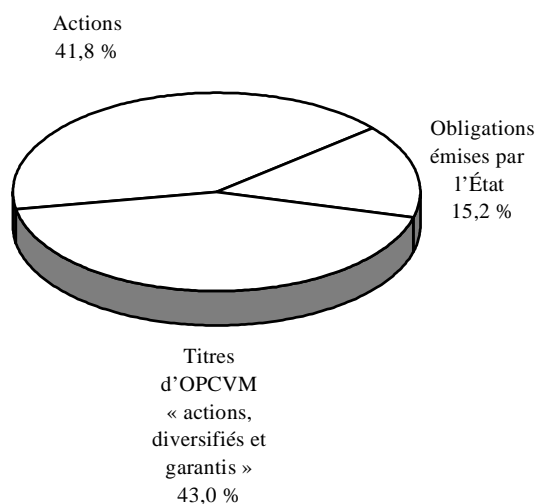
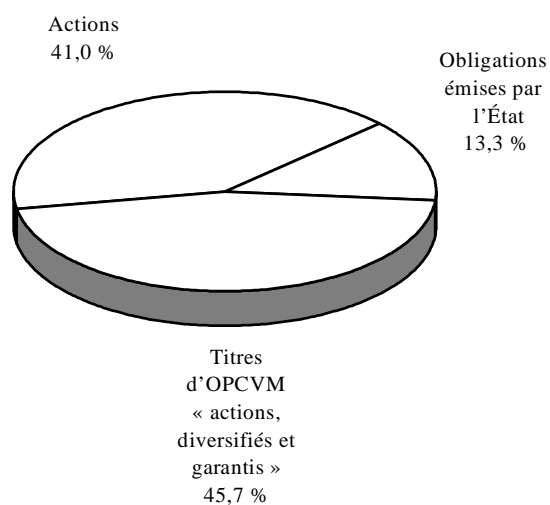
Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 15,0 % du total pour les trois grandes banques, 12,6 % pour les « autres établissements » et 9,4 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

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

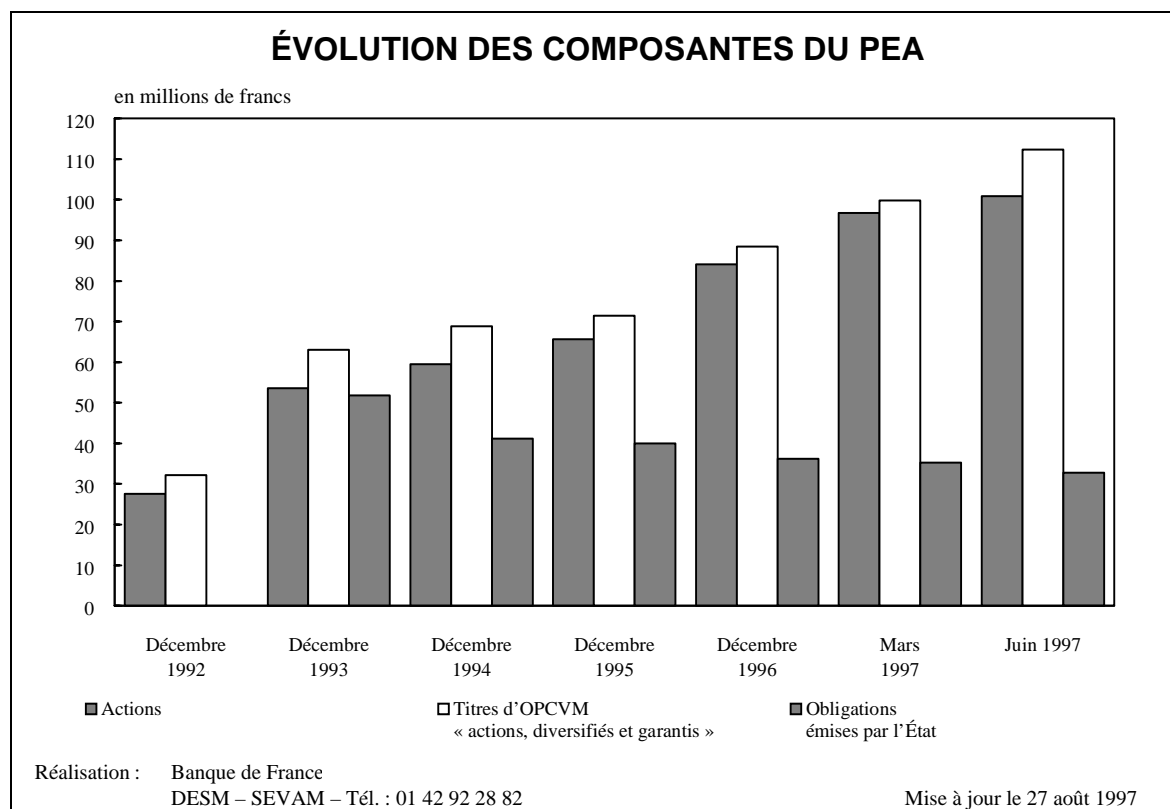
À fin juin 1997, la valeur moyenne des PEA représentait 47 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 58 % dans les « autres établissements » et 54 % dans les trois grandes banques.

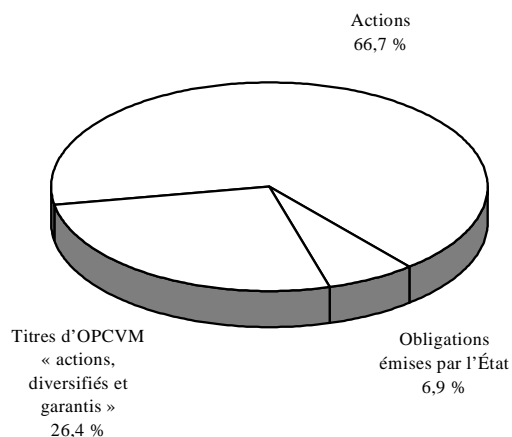
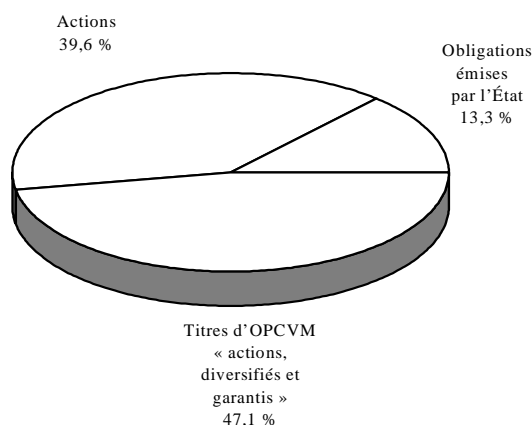
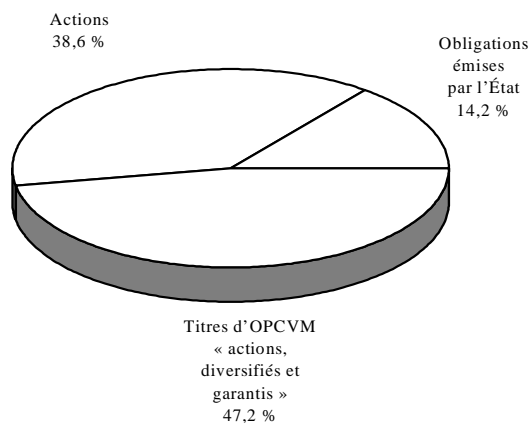
Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (66,7 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (de l'ordre de 47 %).

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

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA**Mars 1997****Juin 1997**

ANNEXE 2



RÉPARTITION DU PEA À FIN JUIN 1997**Banques d'affaires ou de portefeuilles
et sociétés de bourse****Les trois grandes banques****Autres établissements**

BULLETIN OFFICIEL

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

Lettre du secrétaire général du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, relative à la notice du 27 juin 1997

– en date du 31 juillet 1997

À la suite de son adoption, le 27 juin 1997, je vous transmets ci-joint la notice relative aux demandes d'agrément, aux demandes d'autorisation et aux déclarations présentées au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Ce texte se substitue aux circulaires CEC-1 du 23 mars 1993 et CEC-4 du 23 décembre 1993.

L'entrée en vigueur de la loi de modernisation des activités financières qui fixe un cadre législatif aux prestataires de services d'investissement, ainsi que l'adoption d'un règlement unique, le règlement n° 96-16, pour les modifications de situation des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, autres que les sociétés de gestion de portefeuille, ont en effet rendu obsolète la circulaire CEC-4.

Par ailleurs, les renseignements figurant dans la circulaire CEC-1 relatifs à la présentation des dossiers en vue de l'exercice d'activités bancaires et financières dans un autre État de l'Espace économique européen ont été actualisés et sont désormais inclus dans la nouvelle notice. La circulaire CEC-1 perd donc sa raison d'être.

En revanche, la notice CEC-2, qui précise les modalités de l'accueil des établissements de crédit communautaires fournissant des services bancaires en France dans le cadre des procédures européennes, n'a pas de raison d'être affectée par les évolutions réglementaires récentes.

Enfin la notice CEC-3, qui décrivait les conditions de déclarations des ouvertures de succursales dans des États non membres de la Communauté européenne, n'a plus de raison d'être depuis la mise en place en 1993 de l'enquête annuelle menée en commun par les secrétariats du Comité et de la Commission bancaire sur les implantations bancaires à l'étranger des établissements français.

La notice du 27 juin 1997 a été conçue en vue de servir de guide pratique pour faciliter l'accomplissement, par les demandeurs, des formalités auprès du Comité ainsi que des autorités chargées de l'approbation du programme d'activité. Elle ne comporte aucune exigence supplémentaire par rapport à la procédure du dossier de demande d'agrément et d'exercice d'activités dans un autre État de l'Espace économique européen qui a fait l'objet d'un dossier type, prévu par le décret du 8 octobre 1996 et publié au Journal officiel du 11 décembre 1996.

Cette notice est également utilisable pour les demandes relatives aux établissements de crédit non prestataires de services d'investissement. Elle ne s'applique pas, en revanche, aux sociétés de gestion de portefeuille, qui relèvent de la Commission des opérations de bourse.

Regroupant l'ensemble des autorisations ou déclarations à effectuer au titre des demandes d'agrément, de retrait d'agrément, de changement de situation ou d'exercice d'activités dans un autre État de l'Espace économique européen, la notice décrit successivement :

- les modalités de présentation et d'instruction des demandes ;
- le contenu des dossiers ;
- les conditions de réalisation des projets autorisés.

Par rapport aux précédentes circulaires CEC-1 et CEC-4, cette notice contient des développements nouveaux concernant :

- la présentation des dossiers de retrait d'agrément ;
- les précisions relatives à l'extension ou à la redéfinition de l'activité des prestataires de services d'investissement.

La notice du 27 juin rappelle notamment que l'extension à de nouveaux instruments financiers pour des services déjà agréés doit être préalablement autorisée par le Comité ainsi que par les autorités d'approbation de programmes d'activités concernées.

Je vous serais obligé de bien vouloir diffuser à vos adhérents cette lettre ainsi que le texte de la nouvelle circulaire qui y est jointe et qui entre immédiatement en vigueur.

Notice relative aux demandes d'agrément, aux demandes d'autorisations et aux déclarations présentées au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

– en date du 27 juin 1997

La présente notice a pour objet de décrire les formalités de présentation des demandes d'agrément et d'autorisation de modification de situation des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement, ainsi que des notifications et déclarations qui leur incombent, telles qu'elles sont prévues par les textes législatifs et réglementaires en vigueur ¹.

Elle ne concerne pas les entreprises d'investissement fournissant à titre principal un service de gestion de portefeuille pour compte de tiers qui relèvent de la compétence de la Commission des opérations de bourse.

Cette notice du 27 juin 1997 se substitue ainsi aux circulaires CEC-1 du 23 mars 1993 et CEC-4 du 23 décembre 1993.

Le décret n° 96-880 du 8 octobre 1996 pris en application de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières prévoit que les demandes présentées en vue d'obtenir l'agrément de prestataire de services d'investissement doivent être accompagnées d'un dossier établi conformément au dossier type, défini conjointement par le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ², la Commission des opérations de bourse ³ et le Conseil des marchés financiers ⁴. Ce dossier a été publié au Journal officiel du 11 décembre 1996.

¹ Loi n° 84-46 du 24 janvier 1984

Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 et décret n° 96-880 du 8 octobre 1996

Règlement n° 96-16 du 20 décembre 1996, règlements n°s 92-12 et 92-13 du 23 décembre 1992

² Ci-après désigné le Comité

L'usage de ce dossier peut être étendu à la présentation de demande d'agrément en qualité d'établissement de crédit ainsi qu'aux notifications de libre établissement ou de libre prestation de services dans les autres États de l'Espace économique européen formulées par ces établissements. De même, il y a lieu de se reporter au dossier type pour présenter les modifications qui pourraient être ultérieurement apportées aux éléments pris en compte pour la délivrance de l'agrément, l'approbation du programme d'activité ou la notification de l'exercice d'activités dans les autres États membres de l'Espace économique européen.

Un dossier simplifié, confectionné à partir du dossier type, est à la disposition des établissements de crédit non prestataires de services d'investissement ¹.

S'agissant des projets relatifs aux implantations dans la Principauté de Monaco, il est rappelé qu'un agrément est nécessaire pour la création d'un établissement ayant son siège à Monaco ou pour l'ouverture dans la Principauté d'une succursale d'un établissement de crédit ayant son siège dans un État étranger, qu'il appartienne ou non à l'Espace économique européen ².

Les demandes doivent être présentées à l'aide du dossier simplifié décrit ci-dessus qui ne comporte pas la partie descriptive des services d'investissement. En effet, la loi de modernisation des activités financières n'est pas, pour le moment, applicable en Principauté, en l'état actuel des conventions franco-monégasques. Des réflexions ont été engagées entre les autorités françaises et monégasques pour examiner les conséquences qu'il convient de tirer pour la Principauté de l'entrée en vigueur de ce nouveau texte français. Il est rappelé, par ailleurs, que tous les projets concernant une implantation à Monaco doivent être soumis aux autorités monégasques.

1. Modalités de présentation et d'instruction des demandes

Les demandes sont établies sur papier libre par un responsable dûment habilité (dirigeant social ou personne expressément mandatée à cet effet). Elles sont adressées, avec le dossier élaboré conformément aux indications mentionnées au point II, à la Banque de France (Direction des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement – 40-1355 DECEI, 75049 PARIS CEDEX 01), qui assure le secrétariat du Comité. Le dossier doit être remis en autant d'exemplaires que la demande appelle de décisions de la part d'autorités différentes. Le secrétariat du Comité sert, en effet, de guichet unique pour la présentation des demandes des requérants, autres que les sociétés de gestion de portefeuille. C'est lui qui transmet aux autorités chargées d'approuver le programme d'activité en matière de services d'investissement, c'est-à-dire, selon le cas, le Conseil des marchés financiers et/ou la Commission des opérations de bourse, les informations reçues des demandeurs qui sont nécessaires à ces autorités.

Les dossiers relatifs aux établissements de crédit qui sont affiliés ou susceptibles d'être affiliés à un organe central sont transmis par l'intermédiaire de celui-ci. Les dossiers relatifs aux autres établissements de crédit et aux entreprises d'investissement peuvent être transmis par l'organisme professionnel auquel ceux-ci adhèrent, ou seront amenés à adhérer.

³ Ci-après désignée la Commission

⁴ Ci-après désigné le Conseil

La Commission des opérations de bourse et le Conseil des marchés financiers sont également appelés ci-après « autorités d'approbation ».

¹ S'adresser à la Banque de France – direction des Établissements de crédit et des Entreprises d'investissement – 40-1355 DECEI, 75049 PARIS CEDEX 01 (Tél. : 01 42 92 29 89 ou 39 84)

² L'ouverture d'une succursale à Monaco par les établissements de crédit ayant leur siège en France ne fait pas l'objet d'une autorisation du Comité mais doit être soumise à l'accord préalable des autorités monégasques.

La DECEI vérifie que le dossier est complet³. S'il n'en est pas ainsi, elle le fait savoir dans un accusé de réception au demandeur en indiquant les compléments d'information nécessaires. Les délais d'instruction sont donc décomptés à partir de la remise de la totalité des éléments du dossier.

Les dossiers ne sont en pratique susceptibles d'être examinés par le Comité et, s'il y a lieu, par les autorités d'approbation, que s'ils ont été déposés à la DECEI en état de présentation au moins trois semaines avant la date de la réunion de la première autorité concernée, sauf cas spécifiques⁴. L'instruction des demandes exige en effet un délai technique minimum qui peut s'allonger selon l'importance des dossiers à traiter, le nombre d'autorités concernées en France, voire à l'étranger dans le cadre des procédures de consultation prévues entre autorités, tout en restant contenu dans les limites fixées par les textes.

Il est rappelé que, lorsque le requérant est une filiale directe ou indirecte d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement agréé dans un autre État, le Comité consulte l'autorité compétente de l'État dans lequel l'entreprise mère a son siège social. Il est donc souhaitable que cette autorité soit informée par le demandeur de son projet.

Par ailleurs, le dépôt des dossiers intéressant des établissements non affiliés à un organe central peut être utilement précédé d'un entretien avec le secrétariat du Comité, voire avec celui de l'autorité d'approbation, ce qui permet aux demandeurs d'être bien informés des dispositions législatives et réglementaires en vigueur et de l'état le plus récent de la doctrine des autorités compétentes.

Il est rappelé que les établissements ont l'obligation légale d'adhérer à un organisme professionnel ou à un organe central affilié à l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Il est donc souhaitable que les établissements prennent contact avec ces organismes dès la remise de leur dossier de demande d'agrément. En cas de modifications à leur situation, il leur est également recommandé d'en informer l'organisme auquel ils adhèrent.

Pour l'application de l'article 9 de la deuxième directive de coordination bancaire n° 89-646 CEE du 15 décembre 1989 ou de l'article 7 de la directive concernant les services d'investissement n° 93-22 CEE du 10 mai 1993, le secrétariat du Comité peut demander aux apporteurs de capitaux originaires d'États n'appartenant pas à l'Espace économique européen toute indication utile sur les conditions d'accès effectif des établissements communautaires au marché de ces États.

En outre, conformément aux dispositions de l'article 15-1 de la loi bancaire modifiée, le Comité peut être amené, sur demande du Conseil de l'Union européenne ou de la Commission de l'Union européenne, à suspendre ou à limiter sa décision sur les demandes présentées par ces apporteurs de capitaux. Le demandeur serait alors avisé de cette situation.

L'autorité d'approbation notifie sa décision au requérant dans un délai maximum de trois mois, à compter de sa saisine. Le Comité ne peut lui-même se prononcer qu'après avoir reçu la décision prise de la ou les autorité(s) d'approbation. Il notifie sa propre décision dans un délai de trois mois à compter de la réception de la décision de l'autorité d'approbation ou de sa seule saisine pour une modification de situation ne nécessitant pas d'approbation d'un programme d'activité.

Il convient naturellement que les projets dont la réalisation est subordonnée à l'accord des autorités ne soient pas rendus publics avant que les dossiers correspondants leur aient été transmis. En outre, tant qu'elles ne se sont pas prononcées, il importe, si une information relative à ces projets doit être publiée, de mentionner expressément que les opérations en cause devront avoir fait l'objet de leur autorisation.

³ Pour qu'un dossier puisse être considéré en état de présentation et que son instruction technique puisse être menée à bien, il est nécessaire qu'il contienne l'ensemble des informations visées au point 2. ci-après.

⁴ Notamment s'il s'agit d'opérations concernant des sociétés cotées en bourse

Une fois que le Comité a statué sur une demande, sa décision est mise en forme par le secrétariat, signée par le président, puis transmise au demandeur. Cette décision est motivée. Elle précise, le cas échéant, les conditions particulières posées pour son entrée en vigueur, ainsi que le délai de réalisation du projet, à l'expiration duquel la décision devient caduque si le projet n'a pas été réalisé et si aucune prorogation n'a été demandée.

2. Contenu des dossiers

Le dossier type, auquel il convient de se référer, comprend outre sa page de couverture, six parties destinées à permettre l'appréciation du projet par l'autorité d'agrément et la ou les autorité(s) d'approbation :

- renseignements sur l'identité de l'entreprise ;
- programme d'activité décomposé en une sous-partie A « opérations de banque » et en une sous-partie B « services d'investissement ¹ » ;
- éléments de gestion et de contrôle de l'entreprise ;
- renseignements à fournir par les apporteurs de capitaux détenant au moins 10 % des droits de vote ou, le cas échéant, du capital de l'entreprise, accompagnés s'il s'agit d'un établissement de crédit d'une lettre type signée de chaque investisseur ;
- renseignements à fournir par toute personne appelée à exercer des fonctions de direction dans un établissement de crédit au sens de l'article 17 de la loi bancaire, ou dans une entreprise d'investissement au sens de l'article 12-4° de la loi de modernisation des activités financières ;
- renseignements à fournir pour l'exercice de l'activité dans un autre État de l'Espace économique européen.

Quatre cas sont à distinguer, selon que le projet concerne une demande d'agrément, un retrait d'agrément, une modification de situation ou l'exercice d'activités dans un autre État de l'Espace économique européen.

2.1. Agréments

Outre la lettre de demande d'agrément, chaque partie du dossier doit être servie d'une manière complète en sorte que chacune des autorités dispose de l'ensemble des informations qui lui sont nécessaires. À cet égard, il convient que soient particulièrement développées les rubriques décrivant les activités projetées, les modalités d'exercice et les objectifs poursuivis par les promoteurs du projet.

Les apporteurs de capitaux appelés à détenir une participation dans le capital d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement représentant une fraction des droits de vote supérieure ou égale à 5 % et inférieure à 10 % sont seulement recensés dans la partie I à la rubrique 5 capital social-répartition et dispensés de remplir la partie IV. Le dossier doit néanmoins comporter, s'ils ne sont pas connus du Comité, des renseignements sur la nature de leurs activités ainsi que sur la répartition de leur capital, complétés, le cas échéant, par un organigramme du groupe auquel ils appartiennent.

¹ Les conditions d'approbation du programme portant sur le service d'investissement de gestion de portefeuille pour le compte de tiers sont fixées par le règlement n° 96-02 du 24 décembre 1996 de la Commission des opérations de bourse, complété par une instruction prise pour son application.

2.2. Retraits d'agrément

Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement peuvent présenter au Comité une demande visant à obtenir le retrait de leur agrément. Les conditions de ce retrait sont fixées, respectivement, par l'article 19 modifié de la loi bancaire et par l'article 18 de la loi de modernisation des activités financières, ainsi que par les règlements n^{os} 96-13 et 96-14 du Comité de la réglementation bancaire et financière pris pour l'application des dispositions législatives en cause.

Outre le remboursement des fonds reçus du public, le retrait d'agrément implique l'apurement de la situation de l'entreprise. C'est pourquoi il appartient au Comité de fixer au demandeur une période à l'expiration de laquelle le retrait prend effet.

En conséquence, toute demande de retrait d'agrément doit indiquer le cadre juridique nouveau dans lequel évoluera l'entreprise et préciser le calendrier des opérations envisagées (liquidation¹, extinction des activités bancaires ou des services d'investissement sans disparition de la personne morale, absorption, apport partiel ou cession d'éléments d'actif et de passif). Selon les cas, le retrait peut prendre effet immédiatement, ou à la date de la réalisation d'une absorption, d'un apport ou d'une cession, ou à l'expiration d'un certain délai, dont la durée ne peut excéder deux ans, s'il existe des fonds et titres dont le remboursement est prescrit par les textes précités.

Dans ce dernier cas, le dossier comprend également tous les éléments d'appréciation — notamment les contraintes éventuelles pesant sur les entreprises — nécessaires au Comité pour fixer la durée de cette période. En particulier, il appartient aux entreprises de joindre à leur demande un état indiquant le montant des fonds et des titres à rembourser avec mention de leur échéance ainsi qu'un plan de leur remboursement, dont le réalisme est susceptible d'être soumis à l'appréciation de la Commission bancaire.

Par ailleurs, tout établissement de crédit qui a distribué des produits réglementés (plans et comptes d'épargne-logement notamment) doit indiquer dans sa demande le nom d'au moins deux autres établissements habilités à gérer de tels actifs ayant accepté de reprendre l'ensemble des avoirs et engagements y afférents. L'établissement donnera, le cas échéant, toute précision sur le devenir de ses engagements par signature.

L'entreprise qui souhaiterait conserver sa personnalité morale indique, en outre, les dispositions prises pour changer de dénomination.

2.3. Modifications de situation

2.3.1. Dispositions communes à toutes les modifications de situation

Les demandes d'autorisation déposées par les entreprises agréées, quelle que soit la nature de la modification de situation envisagée, doivent comprendre une lettre précisant la ou les autorisation(s) sollicitée(s), un exposé des motifs de l'opération et des objectifs poursuivis ainsi qu'une actualisation de celles des rubriques du dossier type susceptibles de devenir obsolètes.

¹ La dissolution de la personne morale ne peut intervenir qu'après le retrait d'agrément par le Comité (cf. art. 19-V de la loi bancaire et art. 18-I 6^e alinéa de la loi de modernisation).

2.3.2. Changements de contrôle

Les demandes d'autorisation relatives à des projets de changement de contrôle, qui impliquent un renouvellement de la majorité ou de la totalité de l'actionnariat, requièrent des informations très approfondies, de nature comparable à celles fournies pour un agrément.

Les dossiers comporteront donc, outre la lettre de demande et l'exposé de l'opération :

- des renseignements sur l'incidence de la modification sur le descriptif de l'entreprise (cf. partie I) ;
- une actualisation du programme d'activité (cf. partie II) confirmant les activités poursuivies et indiquant les modifications projetées, en fournissant dans ce cas l'ensemble des informations demandées dans le dossier type pour la (ou les) activité(s) concernée(s) ;
- une actualisation des éléments de gestion et de contrôle de l'entreprise mentionnant les modifications envisagées et fournissant de nouveaux états prévisionnels de l'entreprise, conformément à la rubrique 2 de la partie III ;
- la (ou les) déclaration(s), visée(s) à la partie IV, à transmettre par le (ou les) apporteur(s) de capitaux, accompagnée(s), si l'entreprise objet du changement de contrôle est un établissement de crédit, d'une lettre signée par les futurs actionnaires certifiant qu'ils ont pris note du premier alinéa de l'article 52 de la loi bancaire. Le cas échéant, des informations complémentaires et des engagements spécifiques pourraient être demandés ;
- des informations, visées à la partie V, sur les dirigeants qui sont pressentis pour diriger l'entreprise dont le contrôle doit changer. Ces informations doivent en outre être accompagnées des lettres signées par ces derniers et conformes au modèle joint au dossier type.

2.3.3. Franchissement, à la hausse ou à la baisse, de seuils dans le capital (10,0 %, 20,0 % ou 33,3 %) et autres modifications de la répartition du capital

Le dossier de demande d'autorisation concernant des franchissements, à la hausse ou à la baisse, de seuils significatifs dans le capital comporte, outre la présentation commune mentionnée au paragraphe 2.3.1., les déclarations visées à la partie IV, transmises par les apporteurs de capitaux concernés, s'agissant des acquéreurs, et accompagnées, si l'entreprise objet de la prise de participation est un établissement de crédit, d'une lettre signée par les futurs actionnaires certifiant qu'ils ont pris note du premier alinéa de l'article 52 de la loi bancaire.

Si l'opération doit s'accompagner d'un changement de dirigeant(s), il convient de fournir également les renseignements requis à la partie V ainsi que les lettres conformes au modèle joint à cette partie.

Lorsque des prises ou cessions de participations dans le capital d'un établissement de crédit ne sont soumises qu'à une obligation de déclaration, les déclarants fournissent les renseignements demandés dans la partie I à la rubrique 5 capital social – répartition. Bien que dispensés de remplir la partie IV, ils doivent communiquer, s'ils ne sont pas connus du Comité, les renseignements utiles sur la nature de leurs activités ainsi que sur la répartition de leur capital, complétés le cas échéant par un organigramme du groupe auquel ils appartiennent.

2.3.4. Extensions ou redéfinitions de l'activité

Toute modification de la nature des activités bancaires et des services d'investissement permis au titre de l'agrément, ou lors d'éventuelles autorisations ultérieures, nécessite une autorisation du Comité. En outre, s'agissant des seuls services d'investissement, dès lors que l' (ou les) autorité(s) d'approbation a (ont) donné son (leur) accord pour l'exercice d'un service d'investissement en précisant les instruments financiers concernés, toute extension à de nouveaux instruments nécessite l'obtention d'une nouvelle autorisation. La demande, compte tenu du principe de fonctionnement du guichet unique, doit être déposée auprès du Comité. Le dossier de demande d'autorisation présenté comme indiqué au paragraphe 2.3.1. comporte alors une actualisation des parties du dossier type relatives aux programmes d'activité (partie II) et aux éléments de gestion et de contrôle de l'entreprise (partie III) suivant les indications mentionnées au paragraphe 2.3.2.

Si la redéfinition de l'activité implique un changement de catégorie de l'établissement, il y a lieu de se reporter aux renseignements demandés pour une demande d'agrément.

2.3.5. Autres modifications de la situation

Les demandes d'autorisations sont présentées comme indiqué au paragraphe 2.3.1. ; elles sont, en outre, accompagnées, selon les cas, des éléments d'information suivants :

– réduction du capital :

– exposé des modalités : schéma juridique et comptable et indication du nouveau montant des fonds propres,

– incidences éventuelles sur l'évolution des activités (arrêt de certaines activités, évolution prévisionnelle des flux d'opérations, des encours de crédits) et sur les ratios prudentiels ; une actualisation des rubriques concernées des parties II et III doit être effectuée ;

– modification du collège des associés dans une société en nom collectif ou des commandités dans une société en commandite :

– renseignements sur les nouveaux associés ou commandités à transmettre selon les indications figurant à la partie IV (apporteurs de capitaux), accompagnés de la lettre dont le modèle est joint à cette partie,

– renseignements à fournir en outre au titre de la désignation comme dirigeant s'il s'agit d'un associé-gérant personne physique ;

– changement de forme juridique :

– projet de modification des statuts et éléments d'information concernant les organes de gestion (cf. ci-après les déclarations concernant les dirigeants) ;

– modification de la dénomination ou raison sociale, de la dénomination ou nom commercial :

– projet de modification des statuts.

Il est rappelé que d'autres modifications de la situation des entreprises sont soumises à déclaration dans un délai d'un mois, en application de l'article 9 du règlement n° 96-16 du 20 décembre 1996.

2.3.6. Désignation de nouveaux dirigeants des établissements de crédit ou des entreprises d'investissement

La désignation de toute nouvelle personne appelée à devenir dirigeant d'un établissement de crédit (art. 17 de la loi bancaire) ou d'une entreprise d'investissement (art. 12-4° de la loi de modernisation des activités financières) doit être immédiatement déclarée au Comité.

Afin de permettre à ce dernier d'apprécier l'honorabilité et l'expérience de la personne concernée, la déclaration de nomination, adressée à la Banque de France – DECEI, doit comporter les documents suivants :

- une lettre, conforme au modèle joint à l'annexe V-1 du dossier type, par laquelle le nouveau dirigeant informe le gouverneur de la Banque de France, président du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de sa désignation en qualité de dirigeant et indiquant sa fonction ;
- un document attestant cette désignation (procès-verbal du conseil d'administration, lettre d'un dirigeant social...) ;
- le questionnaire dûment rempli « Renseignements à fournir par les dirigeants d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement » (cf. partie V) auquel sont joints un *curriculum vitae* et un extrait de casier judiciaire (bulletin n° 3) ¹ ou un document équivalent pour les personnes ne résidant pas en France depuis trois ans au moins.

Lorsque la désignation du dirigeant concerne une entreprise prestataire de services d'investissement, la DECEI fait immédiatement parvenir à l' (ou aux) autorité(s) d'approbation les éléments d'information nécessaires à son (ou leur) appréciation de la compatibilité de cette désignation avec le programme d'activité de l'entreprise. Cette (ou ces) autorité(s) informe(nt), le cas échéant, le déclarant, dans un délai d'un mois, de toute incompatibilité.

Le Comité dispose également d'un délai d'un mois qui, pour les établissements de crédit prestataires de services d'investissement, s'ajoute à celui fixé aux autorités d'approbation du programme d'activité, pour informer, éventuellement, le déclarant de l'incompatibilité de cette désignation avec l'agrément de l'entreprise.

Conformément à la dispense figurant en avertissement dans la partie V du dossier type, lorsque le nouveau dirigeant exerce déjà des fonctions de direction dans un autre établissement ou une autre entreprise d'investissement et qu'il a déjà fourni les renseignements énumérés à la partie V, les informations à fournir sont allégées. Ne sont à communiquer alors que les documents suivants :

- une lettre informant de la désignation en qualité de dirigeant et indiquant la fonction, rédigée selon la formule alternative du modèle joint à l'annexe V-1 ;
- un document attestant cette désignation (procès-verbal du conseil d'administration, lettre d'un dirigeant social...) ;
- un *curriculum vitae* actualisé précisant les fonctions occupées depuis la dernière déclaration.

¹ Compte tenu du délai d'obtention de l'extrait du casier judiciaire, sa remise à la DECEI peut être quelque peu différée.

2.3.7. Modifications de la situation des établissements financiers contrôlant un ou plusieurs établissements de crédit

Les établissements financiers visés à l'article 12 du règlement n° 96-16 modifié, qui ont leur siège social en France et qui détiennent directement ou indirectement un pouvoir effectif de contrôle sur un ou plusieurs établissements de crédit, sont soumis aux dispositions du chapitre premier dudit règlement, relatives aux opérations de prise ou d'extension de participation, dans les mêmes conditions que les établissements de crédit.

Ils doivent donc accomplir les formalités décrites dans la présente notice, aux paragraphes 2.3.2. (changement de contrôle) et 2.3.3. (franchissements de seuils). Les autres modifications de situation visées à l'article 12 sont soumises à simple déclaration. Les désignations de nouveaux dirigeants de compagnies financières qui relèvent d'un règlement spécifique (n° 94-03 du 8 décembre 1994) font l'objet d'une procédure allégée : les dirigeants nouvellement nommés sont seulement redevables d'une déclaration attestant qu'ils ne tombent pas sous le coup des interdictions de l'article 13 modifié de la loi bancaire. À cette déclaration est joint un extrait de casier judiciaire bulletin n° 3.

2.4. Exercice d'activités dans un autre État de l'Espace économique européen

2.4.1. Dossier initial

Les notifications de libre établissement ou déclarations de libre prestation de services bancaires ou de services d'investissement sont présentées conformément à la partie VI du dossier type, qu'elles soient effectuées en même temps qu'un projet d'agrément ou ultérieurement.

Il convient de noter que les dossiers concernant des projets d'ouverture de succursale comportent, outre la page de garde :

- la notification elle-même, en trois exemplaires et accompagnée d'une traduction dans la langue officielle du pays d'accueil (à l'exclusion des listes d'activités qui ne nécessitent pas de traduction) ;
- un document complémentaire destiné à l'appréciation des autorités françaises, également en trois exemplaires.

Le Comité avise l'établissement ou l'entreprise de la date à laquelle il a transmis la notification à l'autorité du pays d'accueil. Il dispose pour ce faire d'un délai de trois mois.

Toutefois, dès lors que le programme d'activité de la succursale prévoit des services d'investissement, la transmission de cette notification ne peut intervenir, dans le cadre du délai précité, qu'après avoir recueilli l'accord des autorités d'approbation sur la partie du programme comportant ces services d'investissement.

2.4.2. Modifications ultérieures

Toute modification des informations communiquées en vue de l'exercice d'activités dans l'Espace économique européen doit être notifiée au Comité avant qu'elle n'intervienne ; si elle concerne une succursale, elle doit être faite un mois avant la réalisation de la modification. Le Comité informe immédiatement les autorités d'approbation des modifications relatives à des éléments leur ayant été précédemment notifiés.

Dans ce dernier cas, l'établissement ou l'entreprise notifie, en particulier, les modifications relatives aux activités de la succursale, à la structure de son organisation (nature et modalités d'approche de la clientèle, comptabilité et contrôle interne, évolution significative du nombre de guichets, des effectifs, du volume d'activité), à l'identité des dirigeants ou à l'adresse du siège principal d'exploitation. Un projet de fermeture ou un transfert partiel d'activités à une autre forme d'implantation (filiale) constitue également une modification sujette à notification. L'établissement ou l'entreprise est informé, le cas échéant, des conditions auxquelles est subordonnée la réalisation de ces modifications.

Il est rappelé que les établissements de crédit et les entreprises d'investissement sont également tenus d'informer les autorités compétentes de l'État membre d'accueil des modifications portant sur leurs notifications de libre établissement ou déclarations de libre prestation de services.

3. Conditions de réalisation des projets autorisés

Lorsqu'un projet a fait l'objet d'une décision du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, il appartient aux demandeurs d'en justifier, le moment venu, la réalisation effective, dans les conditions et dans les délais fixés par la décision qui leur a été notifiée, ainsi que, le cas échéant, dans les conditions fixées par la (ou les) autorité(s) d'approbation.

À cet effet, ils doivent adresser à la DECEI, une lettre de confirmation accompagnée des justificatifs adéquats tels que :

- acte constitutif ou modificatif ;
- acte de cession ou d'apport ;
- statuts définitifs ;
- attestation de dépôt ou de transfert des fonds constituant le capital ou la dotation ;
- procès-verbal d'assemblée générale ou de conseil d'administration ayant entériné les opérations ;
- extrait du journal d'annonces légales en ayant porté publication ;
- extrait de l'immatriculation au registre du commerce et des sociétés ;
- état de la répartition du capital ;
- etc.

Ces justificatifs doivent être transmis dans les meilleurs délais pour que la décision soit rendue définitive dès la réalisation du projet et en tout état de cause avant l'expiration du délai de mise en œuvre prévu dans cette décision, lequel est généralement de six mois. Les justificatifs destinés à l'autorité chargée d'approuver le programme d'activité sont adressés directement à cette autorité. En ce cas, l'établissement de crédit ou l'entreprise d'investissement mentionne cette transmission à la DECEI.

S'il n'a pas été justifié de la réalisation du projet au terme du délai fixé et si, avant cette échéance, il n'a pas été adressé au secrétariat du Comité une demande de prorogation dûment motivée, pour une période de six mois au plus à compter du terme initial, la décision devient caduque. Le demandeur peut néanmoins, s'il souhaite maintenir son projet, soumettre au Comité un nouveau dossier, constitué selon les modalités prévues par la présente notice.

3.1. Décisions d'agrément

Les agréments concernent, dans la quasi-totalité des cas, des sociétés en cours de constitution ou de transformation. L'entrée en vigueur des décisions est alors subordonnée à la constitution effective de la société, ou à la réalisation des modifications nécessaires à sa transformation. Lorsque les justifications en ont été produites, la DECEI notifie à l'établissement ou à l'entreprise concerné et à l'autorité d'approbation la date d'effet de l'agrément.

Lorsque la personne morale qui fait l'objet de la décision d'agrément est déjà constituée, et satisfait, au jour de la décision du Comité, à toutes les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, ainsi qu'aux conditions éventuelles fixées par l'autorité d'approbation, l'agrément peut être prononcé sans condition. Aucune justification supplémentaire n'est alors nécessaire et le demandeur peut commencer immédiatement son activité.

Il convient de rappeler que, lorsque l'agrément est entré en vigueur, l'établissement ou l'entreprise doit, dans un délai de douze mois, en faire usage, c'est-à-dire effectuer les opérations qui ont justifié sa délivrance. À défaut, en application des dispositions de l'article 19-I de la loi bancaire ou de l'article 18-I de la loi de modernisation des activités financières, le Comité peut en prononcer d'office le retrait.

En outre, conformément à l'article 23 de la loi bancaire ou à l'article 24-I de la loi de modernisation des activités financières, un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement agréé en France est tenu d'adhérer à un organisme professionnel ou à un organe central affilié à l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

3.2. Décisions d'autorisation

Les autorisations données par le Comité à des projets de modifications de la situation d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement sont le plus souvent prononcées à titre définitif ; ces opérations peuvent alors être réalisées dès la délivrance de l'autorisation.

Lorsque les décisions d'autorisations sont assorties de conditions suspensives, leur entrée en vigueur est reportée après la remise des justifications de la réalisation de ces conditions.

Dans l'un et l'autre cas, la date de réalisation doit être aussitôt communiquée à la DECEI. Les opérations doivent être réalisées dans le délai fixé par le Comité dans sa décision. À l'expiration de ce délai et comme indiqué plus haut, l'autorisation devient caduque si les justifications de sa réalisation n'ont pas été produites ou si elle n'a pas fait l'objet d'une demande motivée de prorogation.

**MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS
RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE**

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de juillet 1997

(Hors retraits motivés par le transfert, à un ou plusieurs autres établissements de crédit agréés, de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs liés à l'activité bancaire)

- ♦ CIC Finance gestion, SA, Paris 9^e, 60 rue de la Victoire, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Paresco Finance, SA, Paris 9^e, 30 rue Saint-Georges, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Société anonyme d'investissement et de développement-Gestion (SAID-Gestion), SA, Paris 6^e, 7 rue du Regard, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Société anonyme régionale de crédit automobile (SARCA), SA, Bourg-en-Bresse, Ain, 15 boulevard de Brou, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Union parisienne de gestion, SA, Clichy, Hauts-de-Seine, 4-6 rue Sincholle, *(prise d'effet immédiat)*.

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

du 1^{er} au 31 août 1997

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % octobre 2007, 6,50 % avril 2011, 6 % octobre 2025 et 5,50 % avril 2007 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 5 août 1997

Le jeudi 7 août 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux quatre tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches en francs sera compris entre 21 milliards de francs et 23 milliards. Le montant émis en écus sera compris entre 300 millions d'écus et 500 millions.

Les caractéristiques des OAT sont les suivantes.

1. OAT 5,50 % octobre 2007 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996. Coupon annuel : 110 francs payable le 14 août de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 14 août 1997, soit 88,30 francs par obligation.

2. OAT 6,50 % avril 2011 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 130 francs payable le 14 août de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2011.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1997 au 14 août 1997, soit 39,54 francs par obligation.

3. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996. Coupon annuel : 120 francs payable le 14 août de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 14 août 1997, soit 96,32 francs par obligation.

4. OAT 5,50 % avril 2007 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 27,5 écus payable le 14 août de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1997 au 14 août 1997, soit 8,365 écus par obligation.

Pour ces quatre tranches, règlement des fonds et cotation le 14 août 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^e étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives, dans les conditions suivantes :

- jusqu'au jeudi 7 août 10 heures 55 pour les ONC1 ;
- jusqu'au vendredi 8 août 17 heures pour les ONC2.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus les trois mois précédents, toutes catégories confondues (adjudications de mai, juin et juillet 1997 portant sur les OAT à taux fixe et à taux variable en francs et en écus).

OAT 5,50 % OCTOBRE 2007			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,20	150 000 000	150 000 000	99,20
99,18	2 050 000 000	2 200 000 000	99,18
99,16	4 900 000 000	7 100 000 000	99,17
99,14	6 700 000 000	13 800 000 000	99,15
99,12	1 320 000 000	15 120 000 000	99,15
99,12	3 080 000 000	18 200 000 000	99,15
99,10	3 100 000 000	21 300 000 000	99,14
99,06	700 000 000	22 000 000 000	99,14
99,04	200 000 000	22 200 000 000	99,14
99,00	2 000 000 000	24 200 000 000	99,12
98,96	1 000 000 000	25 200 000 000	99,12
98,92	100 000 000	25 300 000 000	99,12
98,86	2 000 000 000	27 300 000 000	99,10
Prix limite retenu : 99,12 % (taux de rendement : 5,61 %) Demandes servies à ce prix limite : 30,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,15 % (taux de rendement : 5,61 %)			

OAT 6,50 % AVRIL 2011			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,22	1 000 000 000	1 000 000 000	106,22
106,20	500 000 000	1 500 000 000	106,21
106,18	500 000 000	2 000 000 000	106,21
106,16	1 640 000 000	3 640 000 000	106,18
106,16	410 000 000	4 050 000 000	106,18
106,14	800 000 000	4 850 000 000	106,18
106,12	250 000 000	5 100 000 000	106,17
106,10	200 000 000	5 300 000 000	106,17
106,08	600 000 000	5 900 000 000	106,16
106,04	100 000 000	6 000 000 000	106,16
106,00	650 000 000	6 650 000 000	106,14
105,96	100 000 000	6 750 000 000	106,14
105,80	500 000 000	7 250 000 000	106,12
Prix limite retenu : 106,16 % (taux de rendement : 5,83 %) Demandes servies à ce prix limite : 80,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,18 % (taux de rendement : 5,83 %)			

OAT 6 % OCTOBRE 2025			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
95,40	50 000 000	50 000 000	95,40
95,36	100 000 000	150 000 000	95,37
95,34	100 000 000	250 000 000	95,36
95,32	950 000 000	1 200 000 000	95,33
95,30	1 400 000 000	2 600 000 000	95,31
95,28	660 000 000	3 260 000 000	95,31
95,28	440 000 000	3 700 000 000	95,30
95,26	750 000 000	4 450 000 000	95,30
95,24	650 000 000	5 100 000 000	95,29
95,22	350 000 000	5 450 000 000	95,28
95,20	450 000 000	5 900 000 000	95,28
95,18	100 000 000	6 000 000 000	95,28
95,16	650 000 000	6 650 000 000	95,26
95,12	50 000 000	6 700 000 000	95,26
95,10	350 000 000	7 050 000 000	95,26
95,06	50 000 000	7 100 000 000	95,25
95,00	500 000 000	7 600 000 000	95,24
94,90	100 000 000	7 700 000 000	95,23
Prix limite retenu : 95,28 % (taux de rendement : 6,36 %) Demandes servies à ce prix limite : 60,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 95,31 % (taux de rendement : 6,36 %)			

OAT 5,50 % AVRIL 2007 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
96,54	55 000 000	55 000 000	96,54
96,52	50 000 000	105 000 000	96,53
96,50	65 000 000	170 000 000	96,52
96,48	145 000 000	315 000 000	96,50
96,46	180 000 000	495 000 000	96,49
96,44	135 000 000	630 000 000	96,48
96,42	90 000 000	720 000 000	96,47
96,40	105 000 000	825 000 000	96,46
96,38	20 000 000	845 000 000	96,46
96,36	30 000 000	875 000 000	96,46
96,30	60 000 000	935 000 000	96,45
96,18	20 000 000	955 000 000	96,44
96,16	50 000 000	1 005 000 000	96,43
96,14	50 000 000	1 055 000 000	96,41
96,12	20 000 000	1 075 000 000	96,41
96,10	100 000 000	1 175 000 000	96,38
96,06	10 000 000	1 185 000 000	96,38
95,80	20 000 000	1 205 000 000	96,37
95,76	30 000 000	1 235 000 000	96,35
Prix limite retenu : 96,48 % (taux de rendement : 5,98 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 96,50 % (taux de rendement : 5,98 %)			

– *Résultat global de l'adjudication du 7 août 1997*
 (Communiqué de la Banque de France en date du 8 août 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) en francs et en écus du 7 août 1997, le montant nominal des titres émis par voie de soumissions compétitives s'élève à 22 020 millions de francs et 315 millions d'écus.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 561 millions de francs pour les offres d'avant séance et de 135 millions de francs et 11 millions d'écus pour les offres d'après séance. Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie.

Le montant nominal global des OAT émises se répartit comme suit.

(en millions de francs)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives retenues		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % octobre 2007	15 120	241	113	15 474
OAT 6,50 % avril 2011	3 640	–	22	3 662
OAT 6 % octobre 2025.....	3 260	320	–	3 580
Total.....	22 020	696		22 716
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : 01 42 92 42 67				

(en millions d'écus)

(en millions d'euros)				
OAT 5,50 % avril 2007	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives retenues		Total
		Avant séance	Après séance	
		315	–	11
Total.....	315	11		326
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél : 01 42 92 42 67				

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 6 AOÛT 1997

Arrêté du 22 juillet 1997 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 octobre 1997 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable TEC 10 (codes Sicovam : 19780 et 20765).

JO DU 13 AOÛT 1997

Arrêté du 4 août 1997 portant approbation des statuts de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

JO DES 16 ET 17 AOÛT 1997

Arrêté du 30 juillet 1997 fixant la valeur du coupon à échéance du 13 septembre 1998 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable septembre 2000 (code Sicovam : 4267).

Arrêté du 30 juillet 1997 fixant la valeur du coupon à échéance du 30 septembre 1998 pour les obligations assimilables du Trésor à taux révisable et à options d'échange septembre 1998 (code Sicovam : 4326).