

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 48

DECEMBRE 1997

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Dans l'ensemble, l'activité a été favorablement orientée au troisième trimestre, notamment en Allemagne, aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans les pays du Sud de l'Europe. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes ont été contenues. Les taux d'intérêt à long terme ont continué de se replier, sauf au Royaume-Uni.

La croissance a stagné au Japon, où les perspectives restent moroses eu égard aux conséquences de la crise asiatique et aux difficultés rencontrées par le système financier de l'Archipel.

L'évolution des principales devises en novembre

Le mois a été caractérisé par la persistance des difficultés économiques et financières en Asie du Sud-Est et par les prolongements de la crise bancaire japonaise. Il en est résulté une forte dépréciation du yen face au dollar et au deutschemark : après avoir évolué pendant deux mois dans une plage étroite de 120 à 122 yens pour 1 dollar, la monnaie japonaise a atteint son plus bas niveau depuis cinq ans. La livre sterling et le franc suisse se sont appréciés. La deutschemark a très peu varié face aux principales devises européennes. Le franc français a légèrement progressé par rapport à la monnaie allemande : plusieurs statistiques favorables ont, en effet, été publiées pour le mois d'octobre, qui ont suscité des achats de titres longs français de la part des investisseurs étrangers.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en novembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a peu progressé, après plusieurs mois de forte croissance. Le *taux d'utilisation* des capacités de production se situe au niveau élevé atteint fin 1994.

La *demande globale* s'est quelque peu tassée. Sur le marché intérieur, les échanges ont continué de croître, à un rythme nettement moindre qu'en octobre, mois pour lequel, toutefois, le surcroît d'activité enregistré résultait, pour partie, d'un souci de parer à l'avance aux conséquences éventuelles du conflit dans les transports routiers. La demande étrangère est apparue moins soutenue.

Les *cartes de commandes* sont jugés bien garnis dans l'ensemble des secteurs et les stocks proches de la normale, même s'ils se sont alourdis dans l'industrie automobile et les biens de consommation.

Au cours des prochains mois, la production devrait augmenter dans tous les secteurs.

Les *prix des matières premières* ont peu varié dans l'ensemble. En raison de l'âpreté de la concurrence, les *prix des produits finis* sont demeurés stables.

Les chefs d'entreprise demeurent prudents en matière d'*investissement*. Pour 1998, les prévisions portent toujours prioritairement sur le renouvellement d'équipements devenus obsolètes.

L'*activité commerciale*, qui avait augmenté en octobre, s'est repliée.

Les *effectifs* sont restés stables dans l'ensemble des secteurs. Les embauches restent modestes, l'ajustement de l'emploi à l'activité s'effectuant surtout par le recours à des personnels intérimaires.

La balance des paiements en septembre

Après le repli du mois d'août, l'*excédent commercial* enregistré en septembre représente, avec 19,3 milliards de francs en données FAB-FAB cvs, la deuxième meilleure performance de l'année après le record de juillet. (22,4 milliards). Sur les neuf premiers mois de 1997, la balance commerciale cumulée atteint le niveau jamais égalé de 133,4 milliards de francs, soit plus du double du montant enregistré à fin septembre 1996.

Le solde du *compte de transactions courantes* s'est inscrit, en septembre, à + 21,8 milliards de francs en données brutes, niveau proche des excédents les plus élevés atteints au cours des derniers mois. Cette évolution est imputable à l'ensemble des postes, mais surtout à celui des biens, dont le solde a triplé d'un mois à l'autre. Sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent atteint 169 milliards de francs, contre 76 milliards pour la période correspondante de 1996.

En tenant compte du poste « erreurs et omissions », négatif en septembre après avoir été fortement positif le mois précédent, le *compte financier* met en évidence des entrées nettes de capitaux (7,8 milliards de francs), essentiellement dues aux « autres investissements », notamment aux opérations du secteur bancaire. En effet, les *investissements directs* enregistrent des sorties nettes de 5,1 milliards de francs (après 4,7 milliards en août), de même que les *investissements de portefeuille* (54,5 milliards, après 30,4 milliards), tandis que les *autres investissements* sont à l'origine d'entrées nettes pour 68 milliards, la très forte augmentation des engagements (100 milliards) ne se trouvant que très partiellement compensée par la progression des créances (32 milliards). Les *avoirs de réserve bruts* ont progressé de 0,6 milliard de francs.

Les marchés de capitaux en novembre

Contrairement au mois précédent, les taux d'intérêt, en France, ont été globalement orientés à la baisse, dans un contexte marqué par une moindre volatilité mais aussi par le maintien de fortes incertitudes quant à l'évolution des bourses et de la situation financière des pays de l'Asie du Sud-Est.

Les rendements courts ont enregistré des variations de faible ampleur au cours du mois. Tout au plus se sont-ils légèrement tendus durant la première quinzaine, pour se replier ensuite dans des proportions également limitées. Cette évolution a reflété l'atténuation des anticipations de resserrement à plus ou moins brève échéance des politiques monétaires des pays de l'ensemble central de la future zone euro.

Les rendements longs ont sensiblement baissé. Ce mouvement a notamment résulté, au cours de la première quinzaine, de la persistance d'une certaine fragilité du marché boursier qui, en l'absence de stabilisation en Asie, a entretenu un mouvement de réallocations de portefeuilles, des placements en actions vers les produits de taux. La bonne orientation du marché a également tenu à l'atténuation des anticipations de remontée des taux courts l'an prochain. Les marchés français et allemand ont évolué de manière quasiment identique. L'écart OAT-*Bund*, qui s'élevait à 2 points de base le 31 octobre, était quasiment nul à la fin du mois de novembre. Dans le même temps, le mouvement de convergence des taux longs des pays européens à plus hauts rendements vers les niveaux des pays de l'ensemble central de la future zone euro s'est poursuivi, notamment en Italie et en Espagne.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 373,4 milliards de francs à la fin du mois de novembre, contre 1 356,5 milliards à fin octobre. Cet accroissement reflète celui des encours des billets de trésorerie (+ 12,7 milliards de francs) et des bons des institutions et des sociétés financières (+ 12,5 milliards). À l'inverse, l'encours des certificats de dépôt a reculé de 6,4 milliards de francs, et celui des bons à moyen terme négociables de 1,9 milliard.

Les taux à l'émission des titres émis sur une durée inférieure ou égale à un an sont restés à des niveaux très proches de ceux observés à la fin du mois précédent. De même, les rémunérations des bons à moyen terme négociables ont globalement peu varié par rapport à celles du mois d'octobre.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une baisse des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en novembre a reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte, essentiellement, d'une diminution importante des emprunts de l'État sur le marché intérieur, avec, notamment, l'absence d'émissions en écus, pour la deuxième fois de l'année.

La Bourse de Paris s'est inscrite en hausse sensible au cours de la seconde moitié du mois, alors qu'elle avait enregistré, auparavant, une évolution assez heurtée. Elle a ainsi partiellement effacé le fort recul du mois d'octobre, même si elle demeure nettement en deçà de ses plus hauts niveaux, atteints au tout début de ce même mois. La liquidation mensuelle s'est soldée par une légère progression (0,44 %).

Les agrégats monétaires

Les statistiques monétaires à fin octobre 1997 confirment le dynamisme des agrégats monétaires étroits et larges.

Les moyens de paiement *M1* se sont légèrement accrus (+ 0,1 %, comme en septembre). En glissement annuel, leur progression est de 8 %, ce résultat recouvrant toutefois, pour partie, un effet de base. La croissance des placements sur livrets (*M2* – *M1*) s'est renforcée (0,9 %, après 0,1 % en septembre). *M2* a encore accéléré, son glissement annuel atteignant + 9,4 % (+ 8,5 % en septembre). Les placements liquides référencés aux taux monétaires (*M3* – *M2*) ont faiblement progressé (+ 0,3 %), leur baisse sur un an étant moins accusée qu'en septembre (– 10,4 %, au lieu de – 11,5 %). Ainsi, *M3* s'est accru de 0,4 % sur le mois et de 1,4 % en glissement annuel. L'expansion de *P1* est demeurée très soutenue. Au total, *M3* + *P1* a atteint un rythme de croissance annuelle de 4,8 %.

En septembre 1997, l'*endettement intérieur total* s'est accru de 0,1 % ; en glissement annuel, il a progressé de 3,5 %, après + 3,1 % le mois précédent. Les crédits à l'économie se sont repliés (– 0,2 %, contre + 0,3 % en août) ; sur un an, leur variation est demeurée positive (+ 0,8 %). Pratiquement stables en septembre, les financements levés sur les marchés internes ont progressé de 7,3 % en un an. La distribution de nouveaux prêts s'est un peu accélérée, avec une croissance de 11,3 % pour les neuf premiers mois de 1997 par rapport à la même période de l'année précédente.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Une candidature à la Banque centrale européenne

4 novembre Par un communiqué commun, le président de la République et le Premier ministre présentent la candidature du gouverneur de la Banque de France à la présidence de la future Banque centrale européenne.

Le surendettement

5 novembre Un groupe de travail du Sénat rend public un rapport proposant une série de mesures destinées à améliorer le dispositif actuel de traitement du surendettement.

Le conflit routier

7 novembre Parallèlement à la signature d'un accord entre les fédérations patronales UFT et Unotra, et les syndicats CFDT et CGC, qui, à l'issue de cinq jours de conflit, prévoit des hausses de salaires immédiates et un calendrier de progression des rémunérations sur trois ans, le gouvernement publie un décret visant à assainir le secteur routier et adopte un projet de loi visant à améliorer les conditions d'exercice de la profession (généralisation de la formation professionnelle, renforcement des contrôles et des sanctions).

Les privatisations

12 novembre Présentation du projet de cahier des charges relatif à la privatisation du CIC, soumis aux instances sociales de cet établissement ainsi qu'à celles du GAN.

Les finances publiques

17 novembre Fin septembre, le déficit budgétaire s'établissait à FRF 292,7 milliards, en hausse de 13 milliards par rapport à septembre 1996.

19 novembre Le Conseil des ministres adopte le projet de loi de finances rectificative de fin d'année, qui ramène le déficit budgétaire de FRF 284,8 milliards à 270,7 milliards, soit 3,1 % du PIB.

L'Assemblée nationale adopte le projet de loi de finances pour 1998, qui prévoit un déficit de 3,05 % du PIB.

La préparation du passage à l'euro

24 novembre Le gouvernement présente le plan national de passage à l'euro et lance une grande campagne nationale d'information.

La protection sociale

26 novembre L'Assemblée nationale adopte en deuxième lecture le projet de loi de financement de la Sécurité sociale, qui prévoit de ramener le déficit du régime général de FRF 37,6 milliards à 12 milliards et dont les principales dispositions concernent le transfert des cotisations d'assurance maladie vers la contribution sociale généralisée (CSG) et le plafonnement des allocations familiales.

La Cour des comptes

27 novembre Publication du rapport annuel de la Cour des comptes qui, pour la première fois, dresse un bilan de la suite donnée aux critiques formulées les années précédentes.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Les perspectives d'activité

24 novembre Selon l'enquête de l'INSEE, les chefs d'entreprise estiment que les dépenses d'investissement seront stables en 1997 et progresseront de 3 % en valeur l'an prochain.

La production industrielle

21 novembre En septembre, la production manufacturière a reculé de 1 % par rapport à juillet-août. Sur l'ensemble du troisième trimestre, elle a progressé de 2 % par rapport aux trois mois précédents et de 5 % sur un an.

Les créations et les défaillances d'entreprises

4 novembre En mai, le nombre de défaillances d'entreprises a augmenté de 0,8 % par rapport à avril (4 421 jugements prononcés par les tribunaux, contre 4 387), selon les données cvs de l'INSEE.

19 novembre En octobre, 5 597 cas de défaillances, soit 8,3 % de moins qu'un an auparavant, ont été recensés par l'Observatoire des entreprises du groupe d'informations économiques SCRL.

25 novembre En octobre, les créations d'entreprises ont diminué de 1,5 %, revenant à 22 190 unités, contre 22 530 en septembre, selon les données cvs de l'INSEE.

La consommation des ménages

26 novembre En octobre, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 2,2 %, après une baisse de 1,9 % (chiffre révisé) en septembre. Sur un an, elle s'est accrue de 2,3 %.

Les immatriculations d'automobiles

3 novembre En octobre, les immatriculations continuent d'enregistrer un glissement annuel négatif (– 18,3 % par rapport à octobre 1996).

L'emploi

14 novembre Au troisième trimestre, l'emploi salarié dans les secteurs privé et semi-public a augmenté de 0,2 % (+ 32 100 postes) par rapport aux trois mois précédents et de 0,7 % (+ 98 900 postes) sur un an, selon le ministère de l'Emploi.

28 novembre En octobre, le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 0,1 % (– 4 300 personnes), s'établissant à 3 123 600 personnes (cvs), en augmentation, toutefois, de 0,4 % sur un an. Le taux de chômage au sens du BIT est resté inchangé, à 12,5 % de la population active.

En octobre, le nombre des allocataires des associations pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Assedic) a augmenté de 1,0 % sur un mois et de 1,1 % sur un an, ressortant à 2 299 500 personnes, selon l'Union nationale pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic).

Les salaires

14 novembre Au troisième trimestre, le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 0,6 %, sa hausse sur un an atteignant 2,8 %, selon le ministère de l'Emploi.

Les prix

25 novembre En octobre, les prix à la consommation sont restés stables, leur hausse sur un an ressortant à 1 %, selon l'indice définitif de l'INSEE.

Les comptes extérieurs

14 novembre En août, la balance des transactions courantes a dégagé un solde positif de FRF 9,2 milliards (cvs). Sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent cumulé s'élève à FRF 148,3 milliards, contre 56,5 milliards pour la période correspondante de 1996.

28 novembre En septembre, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 19,3 milliards (cvs). Sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 131,3 milliards, contre 61,8 milliards sur la période correspondante de 1996.

2.2. Étranger

3 novembre Aux États-Unis, le PIB progresse de 3,5 % au troisième trimestre, le déflateur passant à 1,4 %, après 1,8 % au deuxième trimestre.

Au Japon, la maison de titres Sanyo est déclarée en faillite.

4 novembre Aux États-Unis, l'indice de l'association des directeurs d'achats pour le mois d'octobre progresse à 56,0 %, après 54,2 % en septembre.

En Italie, la variation de l'indice des prix à la consommation ressort à + 0,3 % en octobre (+ 1,6 % en glissement annuel).

5 novembre En Allemagne, le nombre de chômeurs augmente de 19 000 en octobre, pour atteindre 4,516 millions de personnes, soit un taux de chômage de 11,7 % (en données cvs).

Au Royaume-Uni, la production industrielle baisse de 0,2 % en septembre (+ 1,5 % en glissement annuel).

6 novembre En Allemagne, la production industrielle diminue de 1,6 % en septembre (– 0,3 % en glissement annuel).

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre relève de 25 points de base le taux des prises en pension, à 7,25 %. Le précédent relèvement, de 25 points également, datait d'août dernier.

7 novembre En Allemagne, l'indice des prix à la consommation baisse de 0,1 % en octobre (+ 1,8 % sur un an).

Aux États-Unis, 284 000 emplois sont créés en octobre ; le taux de chômage s'établit à 4,7 %.

13 novembre En Allemagne, M. Tietmeyer observe que l'agrégat monétaire M3, les marchés de change et les prix de gros sont mieux orientés qu'ils ne l'étaient précédemment.

Aux États-Unis, M. Greenspan déclare que l'impact de la crise asiatique sur l'économie américaine sera réel mais modéré.

14 novembre En Espagne, stabilité de l'indice des prix à la consommation en octobre à 0 % (+ 2 % en glissement annuel).

En Italie, l'indice des prix à la production industrielle baisse de 1,1 % en septembre.

17 novembre En Allemagne, les prix de gros diminuent de 0,5 % en octobre (+ 2,8 % en glissement annuel).

Aux États-Unis, la production industrielle augmente de 0,1 % en octobre et le taux d'utilisation des capacités de production s'élève à 84,3 %, chiffre le plus élevé depuis mars 1995.

Au Japon, la progression de la production industrielle en septembre est révisée à + 2,4 %, au lieu de + 1,6 %. Sur un an, la production affiche une hausse de 4,2 %, au lieu de 3,4 %. La North Pacific Bank Ltd reprend les activités de la Banque régionale Hokkaido Takushoku.

- 18 novembre** Aux États-Unis, la variation de l'indice des prix à la consommation ressort en octobre à + 0,2 %.
- Au Portugal, la Banque centrale ramène son taux des prises en pension de 5,50 % à 5,30 %, et son taux de reprise des liquidités de 5,20 % à 4,90 %. Elle baisse également son taux d'intervention exceptionnel, de 7,20 % à 6,90 %.
- Au Royaume-Uni, les ventes de détail enregistrent en octobre une augmentation de 6,4 % en glissement annuel.
- 19 novembre** En Allemagne, l'agrégat M3 enregistre en octobre une progression de 5,1 % sur un an (pour une fourchette de 3,5 % à 6,5 %). L'indice IFO en Allemagne de l'Ouest s'inscrit en baisse, à 99,7, contre 100,0 en septembre.
- En Corée du Sud, les marges d'intervention de la Banque centrale sont élargies de $\pm 2,25$ % à $\pm 10,0$ % (cible par rapport au cours du dollar/won de la veille).
- 20 novembre** Aux États-Unis, la balance commerciale accuse un déficit de 11,1 milliards de dollars en septembre.
- Au Royaume-Uni, la croissance du PIB (définitif) ressort au troisième trimestre à + 0,9 % (+ 3,8 % en glissement annuel).
- 21 novembre** En Allemagne, la balance commerciale enregistre un surplus de 14,8 milliards de deutschemarks en septembre, tandis que les comptes courants dégagent un excédent de 2,7 milliards.
- En Corée du Sud, le gouvernement demande officiellement l'aide du FMI.
- En Italie, l'enquête sur l'inflation en novembre dans les villes fait ressortir une hausse des prix de 0,3 % en novembre (+ 1,6 % en glissement annuel).
- Au Japon, la maison de titres Yamaichi est déclarée en faillite.
- 24 novembre** En Allemagne, la variation annuelle de l'indice du coût de la vie en novembre ressort à + 1,6 % en Hesse, à + 1,7 % en Bavière, à + 1,9 % en Rhénanie du Nord-Westphalie et à + 1,8 % dans le Bade-Wurtemberg. L'indice des prix à la production baisse de 0,1 % en octobre (+ 1,2 % en glissement annuel).
- 25 novembre** Au Canada, la Banque centrale relève sa fourchette de taux des appels d'offres à 3,50 %-4,00 %, contre 3,25 %-3,75 % précédemment.
- 26 novembre** Aux États-Unis, pour le troisième trimestre, la croissance du PIB s'élève à 3,3 % (première révision) et le déflateur à + 1,5 %.
- Au Royaume-Uni, le déficit de la balance commerciale ressort à 1,3 milliard de livres sterling en septembre. L'indice des prix à la consommation enregistre en octobre une hausse de 1,9 % en glissement annuel.
- 27 novembre** En Allemagne, M. Meister, membre du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne, estime qu'il revient aux pays à taux élevés de prendre l'initiative de réduire leur taux d'intérêt dans la perspective de l'UEM.
- En Suisse, M. Gehrig, membre du Conseil de la Banque nationale suisse, affirme que l'Institut d'émission helvétique luttera contre l'appréciation excessive du franc suisse.

28 novembre Aux États-Unis, le revenu des ménages et leur consommation augmentent de 0,5 % en octobre.

En Italie, la croissance du PIB (provisoire) au troisième trimestre ressort à + 0,4 % (+ 1,9 % sur un an).

En Suisse, stabilité de l'indice des prix à la consommation en novembre (+ 0,4 % en glissement annuel).

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Dans l'ensemble, l'activité a été favorablement orientée au troisième trimestre, notamment en Allemagne, aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans les pays du Sud de l'Europe. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes ont été contenues. Les taux d'intérêt à long terme ont continué de se replier, sauf au Royaume-Uni.

La croissance a stagné au Japon, où les perspectives restent moroses eu égard aux conséquences de la crise asiatique et des difficultés rencontrées par le système financier de l'Archipel.

Aux **États-Unis**, la croissance reste soutenue et montre peu de signes de ralentissement : le PIB a augmenté, en deuxième et avant-dernière estimation, de 3,3 % au troisième trimestre (données annualisées), après 3,3 % au deuxième et 4,9 % au premier. La consommation, après un ralentissement au deuxième trimestre, a, en effet, renoué avec un rythme de croissance identique à celui des trois premiers mois de l'année, 5,8 % d'un trimestre à l'autre. La progression du revenu disponible réel a pourtant été identique (0,7 %), mais le taux d'épargne a diminué, revenant de 4,2 % à 3,5 % en moyenne trimestrielle. Plus récemment, les dépenses des ménages ont augmenté de 0,5 % sur un mois et de 6,8 % sur un an en octobre, après une hausse de 7,2 % en septembre. Le secteur de l'immobilier, en revanche, a été moins bien orienté au troisième trimestre : l'investissement résidentiel n'a progressé que de 3,7 %, contre 7,4 % au deuxième.

Les investissements des entreprises ont continué d'augmenter vivement, leur croissance s'établissant à 18,1 % au troisième trimestre, après 14,6 % au deuxième. La production industrielle s'est accrue sur le trimestre de 1,6 %, contre 0,9 % le trimestre précédent, et le taux d'utilisation des capacités de production a atteint 84,3 % en octobre, son plus haut niveau depuis le premier trimestre 1995.

Les échanges extérieurs ont, en revanche, soustrait 1,2 point à la croissance du PIB en termes annualisés. La progression des exportations s'est, en effet, nettement ralentie, revenant de 18,4 % au deuxième trimestre à 4,3 %, tandis que les importations se modéraient, augmentant de 14,0 %, après une hausse de 20,5 %. Le déficit commercial, sur les neuf premiers mois de 1997, s'élève à 86,49 milliards de dollars, après 84,84 milliards sur la période correspondante de 1996. Dans la livraison de sa dernière revue de conjoncture, le *Beige Book*, le Système de réserve fédérale souligne la réduction du niveau des exportations américaines sur la zone Asie.

Les tensions s'accroissent sur le marché du travail : le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 404 000 personnes en novembre, après une baisse de 287 000 en octobre (chiffre révisé), ce qui ramène le taux de chômage à 4,6 % de la population active, son niveau le plus bas depuis octobre 1973. La plupart des nouveaux emplois créés l'ont été dans le secteur des services (+ 332 000).

Enfin, le rééquilibrage des comptes publics se poursuit : le déficit budgétaire de l'exercice 1996-1997, clos le 30 septembre dernier, s'est élevé à 22,3 milliards de dollars, soit 0,3 % du PIB, contre 107,5 milliards et 1,4 % du PIB pour l'exercice précédent.

Au **Japon**, la dernière livraison des comptes nationaux révèle que le PIB a progressé de 0,8 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent, ce qui représente une hausse de 3,1 % en rythme annualisé. Cette évolution confirme le caractère très faible de la croissance : ces chiffres sont inférieurs aux prévisions, qui anticipaient un rebond plus net après la chute du deuxième trimestre (– 2,8 % par rapport au trimestre précédent).

Au troisième trimestre, la contribution de la demande intérieure à la croissance atteint 0,9 point. La consommation privée progresse de 0,9 % par rapport au trimestre précédent, alors que la consommation publique continue de stagner. L'investissement public est également faible. L'investissement des entreprises progresse de 0,3 %, alors que l'investissement logement continue de chuter rapidement (– 10,6 %, comme le trimestre précédent). La contribution de l'extérieur à la croissance est négative (– 0,1 point) : les exportations reculent de 1,3 % (après une hausse de 5,8 %), et les importations de 0,4 %, ce qui reflète le manque de vigueur de la demande intérieure.

La conjoncture économique paraît toujours déprimée et l'économie connaît à l'heure actuelle une phase de ralentissement : la demande interne souffre toujours des effets de la rigueur budgétaire imposée depuis le début de l'année et n'a pas retrouvé le niveau atteint avant l'augmentation de la TVA en avril. Les données les plus récentes confirment cette analyse : les ventes au détail ont reculé de 1,0 % sur un an en octobre, après une baisse de 2,4 % en septembre. La détérioration des conditions sur le marché du travail pourrait freiner durablement toute reprise de la consommation des ménages : le taux de chômage a atteint 3,5 % de la population active en octobre, après 3,4 % au cours du mois précédent. De plus, le haut niveau des stocks suggère un ralentissement de la production industrielle au cours des mois à venir : cette dernière diminue, d'ailleurs, de 0,4 % sur un mois en octobre. Enfin, si le nombre des logements mis en chantier augmente de 4,4 % sur un mois en octobre, il recule, en revanche, de 25,2 % sur un an.

En **Allemagne**, le soutien de la demande interne à la croissance paraît amorcé. Le PIB a progressé de 0,8 % au troisième trimestre de 1997, après 1,0 % au deuxième trimestre. En glissement annuel des données cvs, le PIB a augmenté de 2,3 %. Sur cette base, les services du ministère des Finances estiment que la croissance pour l'ensemble de l'année 1997 serait proche de 2,5 %, objectif fixé par le gouvernement au début de l'année. La vigueur de la demande extérieure continue de soutenir la conjoncture, bien que la reprise de l'investissement équipement, avec 2,5 % au troisième trimestre, indique que la base de la reprise est en train de s'élargir. Sur un an, l'investissement équipement a progressé de 5,2 %. Il s'agit de la plus forte augmentation depuis 1992. Les chiffres de la production industrielle du mois d'octobre (3,4 % sur un an) ont confirmé le renforcement de la croissance. L'investissement construction a, en revanche, de nouveau reculé de 1 % au troisième trimestre de 1997. La consommation des ménages a diminué de 1 % au troisième trimestre et est restée stable sur un an. Cette évolution traduit la faible progression du revenu disponible, affectée par celle des salaires et la progression des prélèvements sociaux.

La contribution de l'extérieur à la croissance est restée néanmoins prépondérante, avec 0,7 point des 0,8 point de croissance du troisième trimestre. Les exportations ont, notamment, progressé de 4,0 %, après 3,5 % au deuxième trimestre. Les importations ont accéléré dans une moindre proportion, avec + 1,5 %, après + 1,0 %. Au troisième trimestre, l'excédent commercial a continué de s'accroître et, pour les trois premiers trimestres de l'année, il s'est élevé à 92,1 milliards de deutschemarks, contre 69,9 milliards sur la période correspondante de 1996. Le taux de change effectif du deutschemark a reculé de 1,8 % d'août à octobre, ce qui a contribué à ramener la progression des prix à l'importation de 4,1 % sur un an à fin septembre à 3,4 % à fin octobre. Les prix à l'exportation ont progressé de 2,0 %, après 1,5 % au deuxième trimestre.

après 2,2 %, en glissement annuel. Toutefois, le recul des commandes à l'industrie pour octobre (– 4,5 %) recèle un premier signe de ralentissement des exportations. La balance courante est toujours déficitaire sur les trois premiers trimestres, de 10 milliards de deutschemarks, contre 28,5 milliards sur la période correspondante de 1996. Si le solde des services, largement déficitaire, est resté globalement stable, le montant des intérêts de la dette publique versé à l'extérieur a toujours tendance à s'accroître.

La progression de la masse monétaire M3 en taux annualisé, par rapport au quatrième trimestre de 1996, s'est de nouveau légèrement réduite pour atteindre 5,1 % au mois d'octobre, pour un objectif de 3,5 % à 6,5 % en 1997. L'augmentation des crédits aux administrations publiques a été contrebalancée par une décélération de la progression des crédits aux entreprises et aux ménages.

Le budget fédéral rectificatif pour 1997 et la loi de finances pour 1998 ont été adoptés par le Parlement. Le déficit devrait atteindre 56,4 milliards de deutschemarks pour 1998, contre 70,9 milliards en 1997. L'augmentation des dépenses a été fixée à 2,7 % en 1998. Le poste dont la progression sera la plus rapide sera le budget du ministère du Travail (+ 4,2 %), qui doit supporter la progression du chômage *via* la subvention à l'Office fédéral du travail.

Au **Royaume-Uni**, l'activité reste forte : la hausse du PIB au troisième trimestre a atteint 0,9 % par rapport au trimestre précédent et 3,8 % sur un an, après 3,5 % au deuxième trimestre. La demande interne demeure le moteur principal de l'activité : les ventes au détail ont progressé de 2,8 % sur un mois et de 6,4 % sur un an en octobre, après une décélération en septembre due à des facteurs exceptionnels. La production industrielle enregistre, en revanche, un recul de 0,2 % en progression mensuelle au cours du même mois, mais augmente de 1,3 % en glissement annuel. Par ailleurs, la décrue du chômage se poursuit, le nombre des demandeurs d'emploi diminuant de 10 000 personnes en données cvs (– 0,7 %), ce qui ramène le taux de chômage à 5,2 % de la population active (au plus bas depuis août 1980). Les salaires, pour l'ensemble de l'économie, ont enregistré une progression de 0,1 % sur le mois de septembre, traduisant une augmentation de 4,1 % en glissement annuel. La hausse des salaires pourrait s'accélérer en fin d'année, du fait des renégociations de contrats dans certains secteurs d'activité.

Pour la première fois depuis la forte appréciation de la livre sterling sur la période 1996-1997, les chiffres du commerce extérieur britannique soulignent un net creusement du déficit commercial au cours du mois de septembre. Au total, au cours du troisième trimestre, les exportations hors pétrole et éléments sujets à fluctuations n'ont progressé que de 0,5 % en volume par rapport au trimestre précédent, alors que les importations augmentent de 1,5 % au cours de la même période. Le gouvernement souscrit clairement à l'analyse selon laquelle la contribution de l'extérieur à la croissance sera négative en 1998 et pèsera sur l'activité : les prévisions, incluses dans le projet de loi de finances (*Green Budget*), annoncent un déficit courant de 7,25 milliards de livres sterling en 1998 et de 7,75 milliards en 1999, contre un excédent de 2,25 milliards en 1997. Les hypothèses de croissance sur lesquelles sont basées ces prévisions sont de 3,5 % en 1997 et une fourchette de 2,25 % à 2,75 % en 1998. Le déficit de l'administration centrale devrait, par ailleurs, atteindre 1,5 % du PIB en 1997 et 0,75 % en 1998.

En **Italie**, le retour à une expansion, certes encore mesurée, se confirme. Après un fort rebond de l'activité au deuxième trimestre, la croissance du PIB s'est élevée à 0,4 % au troisième trimestre, le glissement annuel atteignant ainsi 1,9 %, comme au deuxième trimestre. Toutefois, la demande intérieure est restée faible, en liaison avec l'atonie de l'investissement.

L'excédent du commerce extérieur tend à se réduire (5 095 milliards de liras en août, contre 6 772 milliards sur la période correspondante de 1996), en raison de la vive progression des importations liée au mouvement de restockage et au renchérissement du prix des biens importés, que ne compense pas l'accroissement des exportations.

L'amélioration des finances publiques se poursuit. Sur la base de données encore provisoires, le déficit du gouvernement central a atteint sur les onze premiers mois de l'année 78 000 milliards de liras, soit à peine plus de la moitié des 138 077 milliards enregistrés sur la période correspondante de 1996.

En **Espagne**, la croissance a repris depuis le début de l'année 1996 et reste soutenue, le PIB ayant enregistré au deuxième trimestre une progression de 3,1 % sur un an. La production industrielle s'est accrue de 8,8 % sur un an en octobre, contre 0,9 % sur la période correspondante de 1996.

La croissance des salaires au troisième trimestre a été ramenée à 3,7 % en glissement annuel, contre 4,2 % au trimestre précédent.

Le déficit commercial est revenu à 1 955,8 milliards de pesetas sur les trois premiers trimestres, contre 2 037,12 milliards sur la période correspondante de 1996, en raison d'une vive progression des exportations (22 % en glissement annuel au troisième trimestre). Toutefois, les importations ont également fortement progressé (19,2 % en glissement), notamment celles de biens d'équipement, en liaison avec la reprise de la demande interne. L'excédent des paiements courants s'inscrirait, quant à lui, en nette progression, s'établissant à 566,3 milliards de pesetas pour les trois premiers trimestres, contre 82,3 milliards pour la période correspondante de 1996. En novembre, les réserves en devises de la Banque centrale ont atteint le niveau historique de 10 800 milliards de pesetas.

Le taux de chômage est revenu à 20,7 % au troisième trimestre, contre 20,9 % au deuxième. Le nombre d'emplois créés a représenté 154 000 postes, contre 182 510 pour la période correspondante de 1996. Sur les douze derniers mois, l'Espagne a ainsi créé 336 300 emplois nouveaux, soit une progression de 2,7 %.

Les crédits à l'économie ont progressé de 7,2 % en octobre, portant la croissance sur douze mois à 12,1 % et témoignant de la reprise de la consommation et de l'investissement.

En octobre, la croissance des **prix à la consommation** s'est ralentie dans la plupart des pays européens et, notamment, en Allemagne (1,8 % en glissement sur un an, contre 1,9 % en septembre), en Espagne (1,9 %, contre 2,0 %) et aux Pays-Bas (2,3 %, contre 2,5 %). En revanche, de légères accélérations ont été constatées au Royaume-Uni (3,7 %, contre 3,6 % en septembre), aux États-Unis (2,1 %, contre 2,0 %) et en Italie (1,6 %, contre 1,4 %).

Depuis les derniers relèvements de **taux d'intérêt** directeurs intervenus en octobre dans certains pays d'Europe continentale, seules les Banques d'Angleterre et du Canada ont révisé leurs taux à la hausse. En revanche, la Banque du Portugal a abaissé ses taux directeurs. Les taux à long terme se sont, dans l'ensemble, repliés, à l'exception de ceux du Royaume-Uni.

3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de novembre a été caractérisé par la persistance des difficultés économiques et financières en Asie du Sud-Est et par les prolongements de la crise bancaire japonaise. Il en a résulté une forte dépréciation du yen face au dollar (– 6,1 %) et face au deutschemark (– 3,9 %). Ainsi, après une période de deux mois (septembre-octobre et début novembre) pendant laquelle elle avait évolué dans une plage étroite de 120 à 122 yens pour 1 dollar, la monnaie japonaise a atteint son plus bas niveau depuis cinq ans.

D'une fin de mois à l'autre, le **dollar** s'est globalement apprécié face au deutschemark (+ 2,1 %). La devise américaine a, toutefois, enregistré des variations contrastées pendant le mois de novembre.

Elle s'est tout d'abord dépréciée, atteignant un plus bas niveau, à 1,7040 deutschemark pour 1 dollar. Les conséquences de la crise financière en Asie du Sud-Est, ressenties comme davantage dommageables pour l'économie américaine que pour les économies européennes, ainsi que les anticipations des opérateurs concernant un resserrement prochain de la politique monétaire allemande dans la perspective du lancement de la troisième phase de l'UEM, ont, dans un premier temps, pesé sur le dollar.

Plusieurs éléments ont ensuite contribué au mouvement d'appréciation de la devise américaine :

- les multiples déclarations de personnalités de la Banque fédérale d'Allemagne soulignant leur conviction que le processus de convergence des taux européens à court terme, dans la perspective de l'instauration de la monnaie unique, s'effectuera en direction des taux des pays européens les plus vertueux ; ces déclarations ont réduit les perspectives de hausse des taux allemands à court terme ;
 - la publication d'indicateurs économiques allemands (croissance de M3, indices des prix à la production et à la consommation) confirmant que l'inflation allemande était sous contrôle ;
 - des ventes importantes de deutschemarks contre yens qui, en fin de période, ont apporté un soutien mécanique au dollar.
-

Le **yen** a perdu 6,1 % par rapport au dollar, atteignant son plus bas niveau historique depuis cinq ans. Il s'est, en outre, replié de 3,9 % par rapport au deutschemark. La monnaie japonaise a, en effet, continué de subir le contrecoup de la crise financière asiatique.

Ce sont surtout les prolongements de la crise financière et bancaire au Japon qui, en provoquant des craintes de défaillance en chaîne au sein du système bancaire, ont été à l'origine de la dépréciation de la devise japonaise. Ainsi, la North Pacific Bank Ltd a repris les activités de la banque régionale Hokkaido Takushoku, cette dernière étant incapable de surmonter ses difficultés financières. Les maisons de titres Sanyo et Yamaichi ainsi que la banque régionale Tokuyo Citybank ont, en outre, cessé leur activité. La notation des banques Yasuda Trust et Nippon Credit Bank a été dégradée. Préoccupés par les effets psychologiques de ces faillites, le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque du Japon se sont engagés à fournir toutes les liquidités nécessaires au marché.

Le yen, ainsi que les valeurs boursières japonaises, ont été sporadiquement soutenus par les déclarations du Premier ministre japonais laissant entendre que des fonds publics pourraient être utilisés afin d'aider le secteur bancaire nippon. Des ventes de dollars américains, australiens et canadiens et de livres sterling de la part de banques japonaises cherchant à rapatrier leurs liquidités, afin de compenser leurs pertes enregistrées au Japon, ont également limité la baisse du cours de la devise japonaise.

Au cours du mois de novembre, le **franc français** a légèrement progressé par rapport au deutschemark, passant de 3,3496 à 3,3462 francs pour 1 deutschemark d'une fin de mois à l'autre. Le franc n'a pas été affecté par le conflit des routiers. Plusieurs statistiques favorables ont, en effet, été publiées pour le mois d'octobre, qui ont suscité des achats de titres longs français de la part d'investisseurs étrangers : la consommation des ménages a fortement progressé (+ 2,2 %), le nombre de demandeurs d'emploi a légèrement baissé (– 4 300 personnes pour un taux de chômage inchangé, de 12,5 %), et l'indice des prix à la consommation a augmenté de 1 % en rythme annuel. La balance commerciale a dégagé un excédent de 19,3 milliards de francs en septembre, ce qui porte le surplus cumulé sur les neuf premiers mois de l'année à 131,3 milliards.

Le **deutschemark** a enregistré de très faibles variations face aux principales devises européennes. L'ensemble des indicateurs publiés en Allemagne ont fait état d'un recul des pressions inflationnistes (léger recul des prix à l'importation et à la production en octobre, progression limitée de M3 en octobre et de l'indice du coût de la vie dans les Länder en novembre).

La **livre sterling** s'est sensiblement appréciée face au deutschemark et au franc français (respectivement de + 2,6 % et + 2,4 %). Elle a bénéficié du relèvement de 25 points de base décidé par la Banque centrale le 6 novembre 1997, qui a porté le taux de ses interventions à 7,25 %. La Banque d'Angleterre a justifié ce resserrement par l'émergence de tensions inflationnistes et par un taux de croissance insoutenable à moyen terme. En fin de période, la publication d'indices d'activité plus élevés qu'attendu a relancé les anticipations d'un resserrement prochain de la politique monétaire au Royaume-Uni.

Bénéficiant de son statut de valeur refuge, le **franc suisse** a tiré profit de la crise asiatique, en dépit des injections de liquidités de la part de l'Institut d'émission helvétique, et de la volonté affichée par les autorités monétaires suisses de lutter contre une appréciation excessive de leur monnaie.

Le cours de l'**escudo** est demeuré stable, malgré la décision prise le 18 novembre par la Banque du Portugal d'abaisser le taux de ses interventions (respectivement de 5,5 % à 5,3 % et de 5,2 % à 4,9 %).

Le **mark finlandais** s'est déprécié face à la devise allemande, à la suite des déclarations du ministre des Finances selon lesquelles le cours de la devise finlandaise devra converger vers le cours pivot de 3,04 marks finlandais pour 1 deutschemark.

Dollar canadien et **dollar australien** se sont affaiblis. En dépit du relèvement, décidé le 25 novembre, de 25 points de base du taux directeur canadien (le portant à 4 %), la devise canadienne se négociait en fin de période à son plus bas niveau depuis trois ans. Le dollar australien a souffert de la baisse du cours de l'or et des rapatriements de fonds des investisseurs japonais. Face au dollar américain, il se traitait à la fin du mois à son plus bas niveau depuis quatre ans.

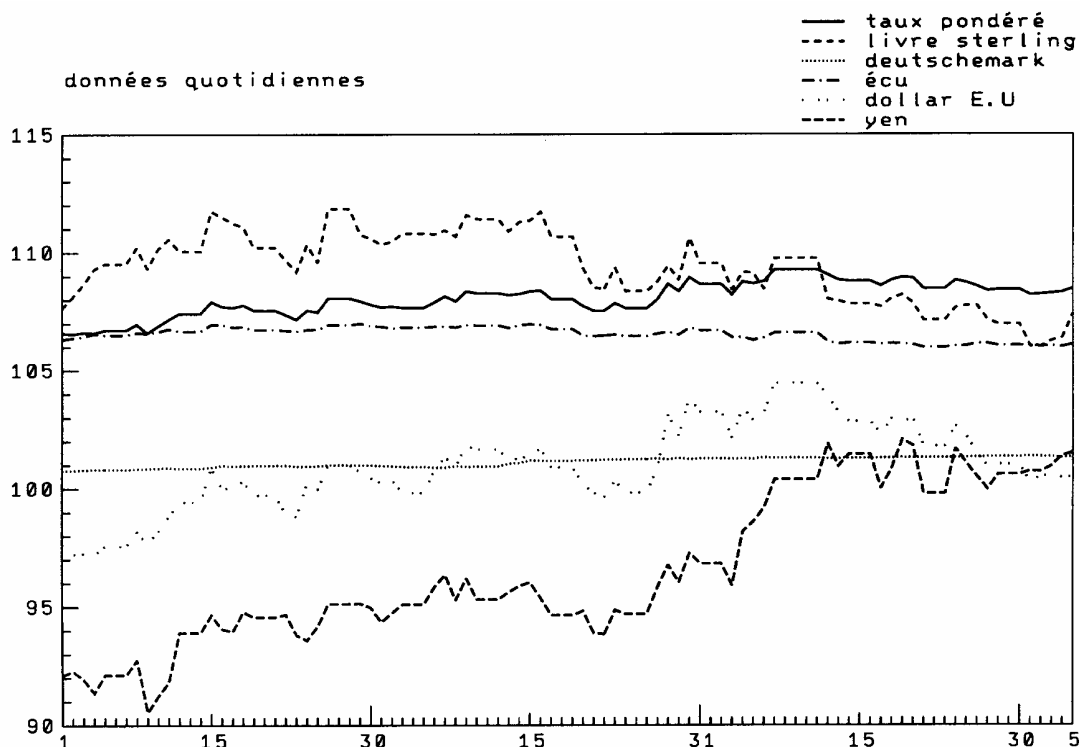
En fin de période, la **roupie indienne** s'est affaiblie à son tour et se négociait face au dollar à son plus bas niveau historique, après le déclenchement d'une crise gouvernementale.

Les tensions qui s'exerçaient sur les devises du Sud-Est asiatique depuis le mois de juillet dernier se sont prolongées et amplifiées. À l'exception remarquable du **dollar de Hong-Kong**, toutes les autres devises du Sud-Est asiatique ont été affectées par la forte dépréciation du **won coréen** et la chute des valeurs boursières asiatiques. Après que la Banque centrale coréenne a cessé d'intervenir, les marges de fluctuation du won contre dollar ont été élargies à $\pm 10\%$ par rapport au cours de la veille. En fin de période, les difficultés relatives à la mise en place prochaine d'un plan de soutien du FMI n'ont pas favorisé un soutien de la devise coréenne. **Ringgit malais**, **baht thaïlandais**, **dollar de Singapour** et **dollar de Taiwan** sont demeurés sous pression.

COURS DE CHANGE À PARIS				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		31 octobre 1997	28 novembre 1997	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,7732	5,9001	2,20
Écu privé.....	1 XEU	6,5945	6,6345	0,61
Allemagne.....	100 DEM	334,95	334,67	- 0,08
Belgique.....	100 BEF	16,2395	16,2245	- 0,09
Pays-Bas	100 NLG	297,08	296,98	- 0,03
Danemark	100 DKK	88,02	87,92	- 0,11
Espagne	100 ESP	3,9655	3,959	- 0,16
Portugal	100 PTE	3,28	3,275	- 0,15
Irlande.....	1 IEP	8,6695	8,735	0,76
Royaume-Uni	1 GBP	9,667	9,9005	2,42
Italie.....	1 000 ITL	3,412	3,4155	0,10
Grèce.....	100 GRD	2,128	2,1325	0,21
Suède	100 SEK	77,02	76,31	- 0,92
Finlande	100 FIM	111,54	110,71	- 0,74
Autriche	100 ATS	47,587	47,551	- 0,08
Norvège	100 NOK	82,74	82,10	- 0,77
Suisse.....	100 CHF	412,96	413,90	0,23
Japon.....	100 JPY	4,8022	4,6218	- 3,76

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 octobre 1997	28 novembre 1997	31 octobre 1997	28 novembre 1997
Dollar.....	5,54	5,91	5,68	5,79
Livre sterling	7,125	7,437	7,25	7,625
Deutschemark.....	3,48	3,74	3,65	3,76
Franc suisse	1,687	1,75	1,937	1,812
Franc français	3,44	3,47	3,58	3,61
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31				
Mise à jour le 28 novembre 1997				

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



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

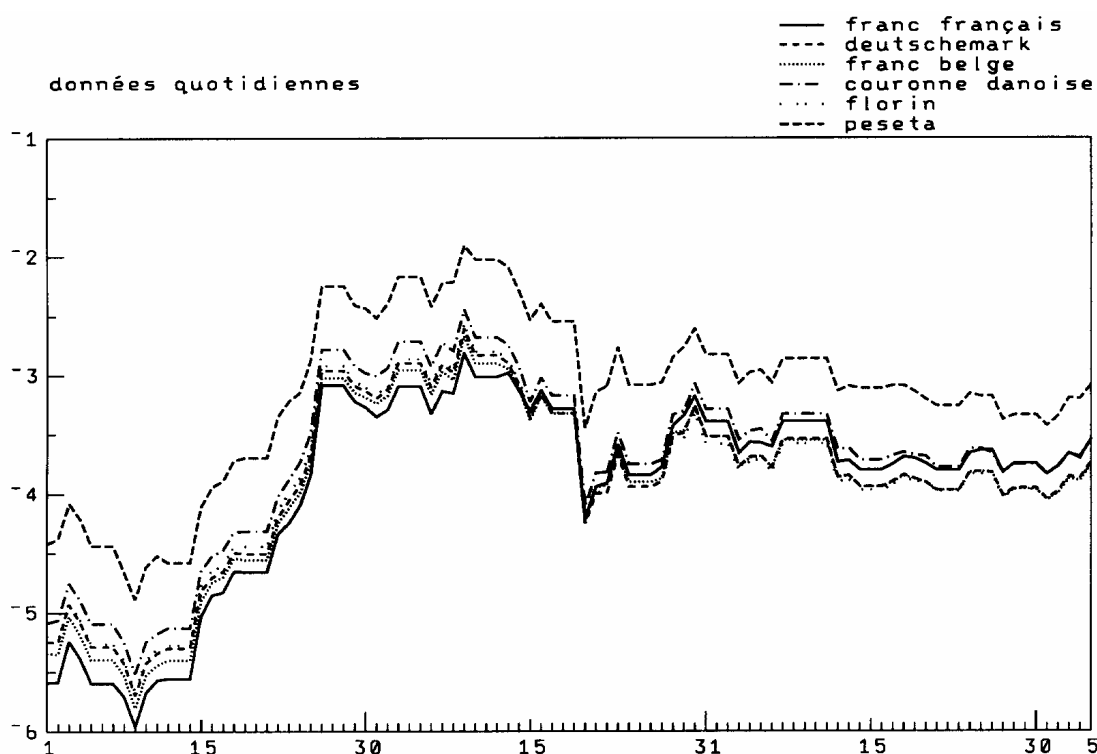
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 5 décembre 1997

En novembre, le franc français a peu varié vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. Le dollar s'est inscrit en baisse jusqu'à la fin de la première semaine de novembre, puis il s'est nettement raffermi. La livre sterling a continué de s'apprécier, prolongeant un mouvement amorcé à la mi-octobre. Le yen s'est fortement déprécié en début de période, puis il a eu tendance à se stabiliser.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

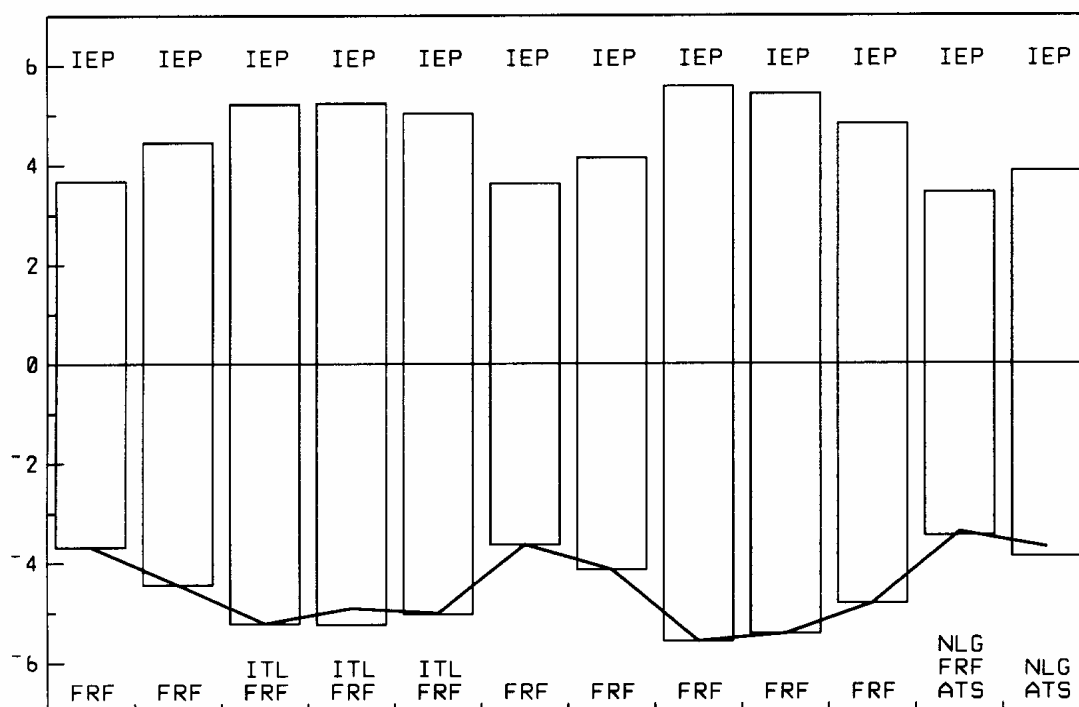
Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 35

Mise à jour le 5 décembre 1997

Depuis fin octobre, la position relative du franc français au sein du mécanisme de change européen a progressivement rattrapé celle de la couronne danoise. La situation de la monnaie française s'est maintenue, durant toute la période, au-dessus de celles du deutschemark, du florin et du franc belge.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquelles elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir :

ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FIM, mark finlandais ; FRF, franc français ; IEP, livre irlandaise ; ITL, lire italienne ; NLG, florin ; PTE, escudo.

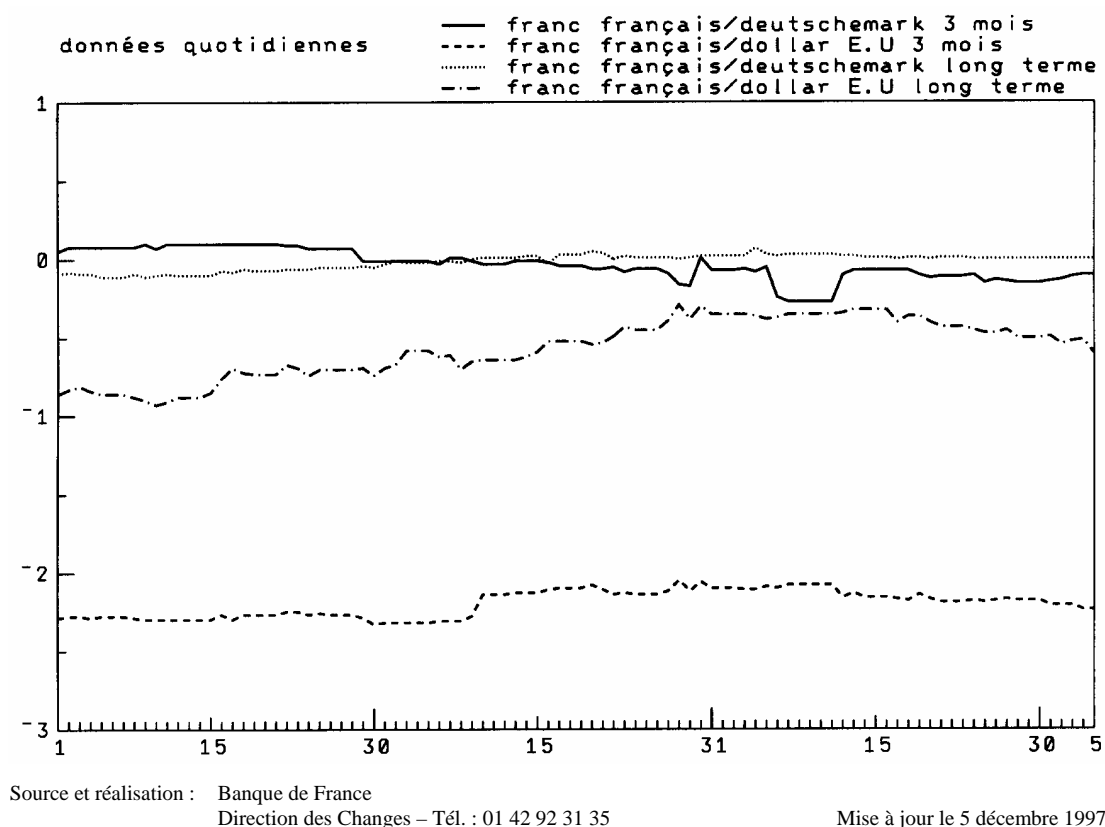
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

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

Mise à jour le 5 décembre 1997

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise a enregistré en novembre l'écart positif moyen le plus important. Durant cette période, elle a été en opposition avec le florin néerlandais et le schilling autrichien. Globalement, l'écart entre les extrêmes s'est légèrement accru.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne a peu varié depuis la fin du mois d'octobre, au terme d'une évolution irrégulière imputable, pour l'essentiel, aux taux allemands. De son côté, l'écart négatif entre taux français et américains s'est légèrement creusé, sous l'effet de la remontée des taux américains.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne est resté voisin de zéro. L'écart négatif entre taux français et américains a, quant à lui, cessé de se réduire vers la mi-novembre, en liaison avec la baisse des taux français.

3.3. Le marché de l'or

Le cours au comptant de l'or a nettement reculé. De 311,40 dollars le 31 octobre, le prix de l'once au fixage de Londres est passé à 296,9 dollars le 28 novembre et il a même provisoirement atteint, le 25 novembre, son plus bas niveau depuis douze ans, à 295,25 dollars. Plusieurs éléments expliquent cette chute. Le 12 novembre, M. Gaddum, vice-président de la Banque fédérale d'Allemagne, a annoncé que l'Institut d'émission prêtait une partie de son stock d'or. Il a, par ailleurs, précisé qu'aucune vente de métal jaune n'était envisagée avant 1999 au moins. Enfin, l'attention des analystes s'est portée sur le problème de l'inclusion ou non d'or dans les réserves de la Banque centrale européenne. M. Duisenberg, président de l'IME, a indiqué qu'il ne considérait pas que la question de savoir qui détiendrait les réserves d'or était importante pour la politique monétaire. M. Palm, de la Banque fédérale d'Allemagne, a déclaré, pour sa part, qu'il était « d'importance secondaire » de savoir si les réserves en or seraient ou non centralisées auprès de la Banque centrale européenne. Enfin, le gouverneur de la Banque d'Angleterre a expliqué qu'il serait étonné de voir une grande quantité d'or faire partie des réserves de la Banque centrale européenne. Les opérateurs craignent que si cette dernière n'inclut que peu d'or dans ses réserves, les banques centrales nationales soient amenées à vendre une partie de leur stock. Par ailleurs, les inquiétudes persistantes sur d'éventuelles ventes d'or par les pays asiatiques, en raison de la crise touchant leurs devises, ont également pesé sur les cotations. Ce recul des prix commence à poser un problème, en termes de rentabilité, pour les mines de taille réduite.

Enfin, il est à noter que le processus de concentration de l'industrie minière se poursuit en Afrique du Sud. En effet, Anglo-American a annoncé le regroupement de toutes ses mines (situées en Afrique du Sud, au Mali et en Namibie) sous le nom d'Anglogold. De plus, Anglogold a racheté les mines de son concurrent JCI, en échange d'une participation dans le groupe britannique Lonrho.

COURS DE L'OR			
	31 octobre 1997	28 novembre 1997	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (1e kg).....	58 500,00	56 500,00	- 3,42
Lingot (1e kg).....	59 950,00	56 900,00	- 5,09
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	341,00	329,00	- 3,52
Vreneli	342,00	328,00	- 4,09
Union latine	338,00	328,00	- 2,96
Souverain	451,00	441,00	- 2,22
20 dollars	120,00	117,75	- 1,88
Peso mexicain.....	2 240,00	2 110,00	- 5,80
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	311,40	296,80	- 4,69
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			
Mise à jour le 28 novembre 1997			

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en novembre 1997

Les indicateurs

En novembre, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail se sont accrus de 0,1 % à 0,2 %, traduisant une hausse de 1,2 % à 1,3 % sur douze mois. Depuis le début de l'année, la progression atteint 1,0 % à 1,1 %, contre 1,5 % en novembre 1996.

D'après les premiers résultats publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,9 % en volume (au prix de l'année 1980) au troisième trimestre 1997, après une progression de 1,1 % au trimestre précédent. À la fin du troisième trimestre 1997, l'acquis de croissance du produit intérieur brut est de 2,3 %.

Dans le BTP (en données brutes), l'amélioration de l'activité, constatée précédemment, s'est confirmée au cours du trimestre écoulé. Sur les dix premiers mois de 1997, le nombre de logements commencés s'est inscrit en recul (– 1,1 %). La construction collective connaît toujours une baisse sensible (– 7,7 %), tandis que les mises en chantier de maisons individuelles continuent de progresser (+ 4,4 %).

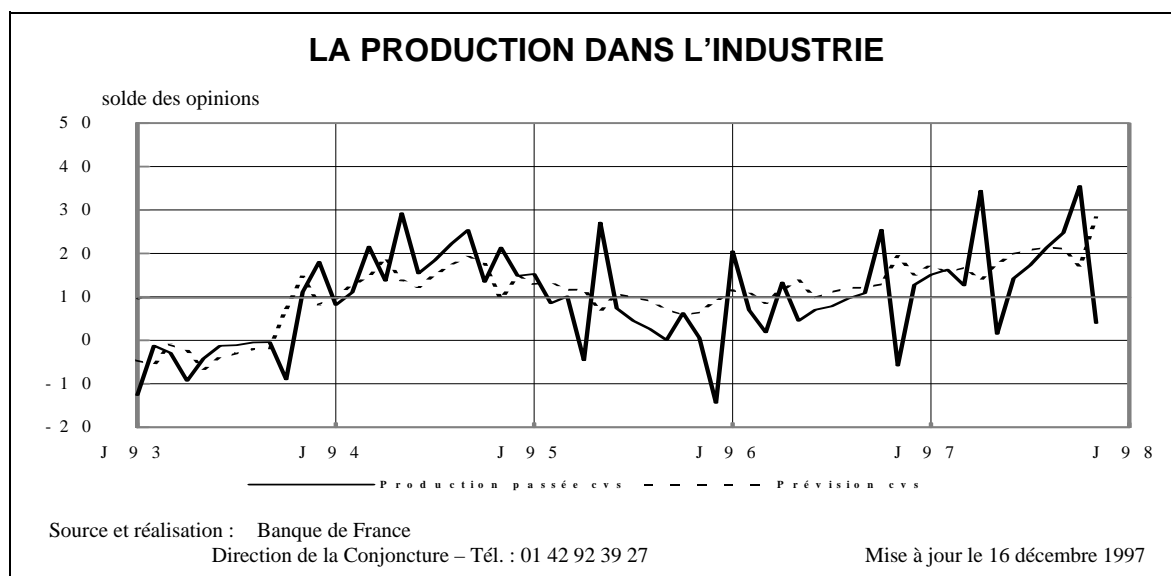
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,2 % au cours du troisième trimestre 1997 et s'établit à 13 393 900 unités. Sur les douze derniers mois, les créations nettes d'emplois atteignent 96 600 postes.

En octobre, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1) a légèrement diminué, de 0,1 %, par rapport à septembre (sur un an, il a progressé de 0,4 %), pour atteindre 3 123 600 unités. Le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (catégorie 1 + 6) ne varie pas, s'établissant à 3 562 400 unités.

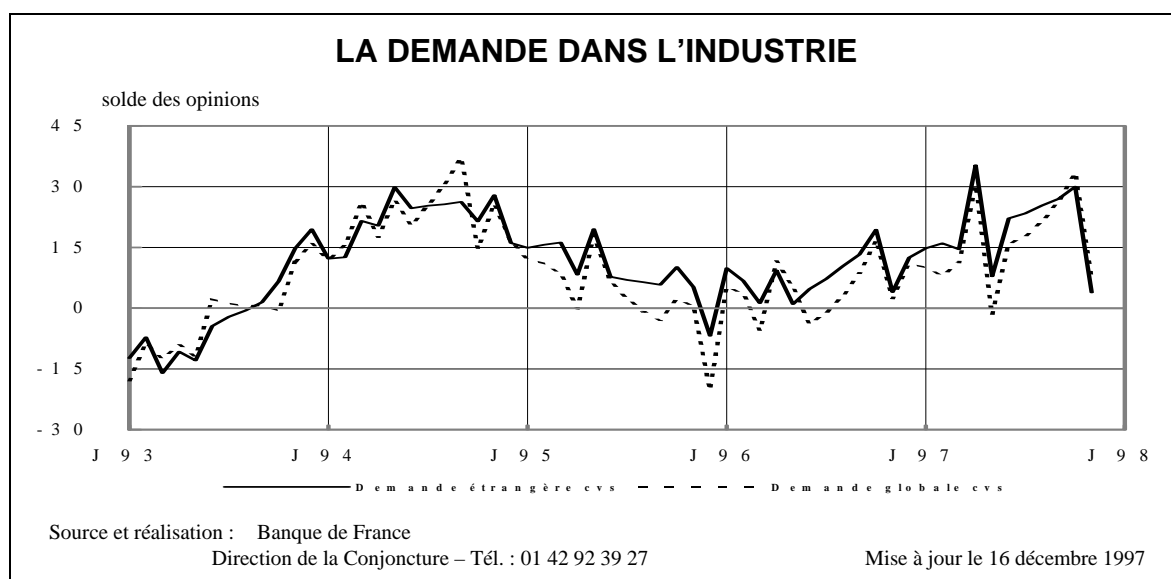
Le taux de chômage (au sens du BIT) est stable sur le mois et sur un an, à 12,5 % de la population active.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a peu progressé en novembre, après plusieurs mois de forte croissance.

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

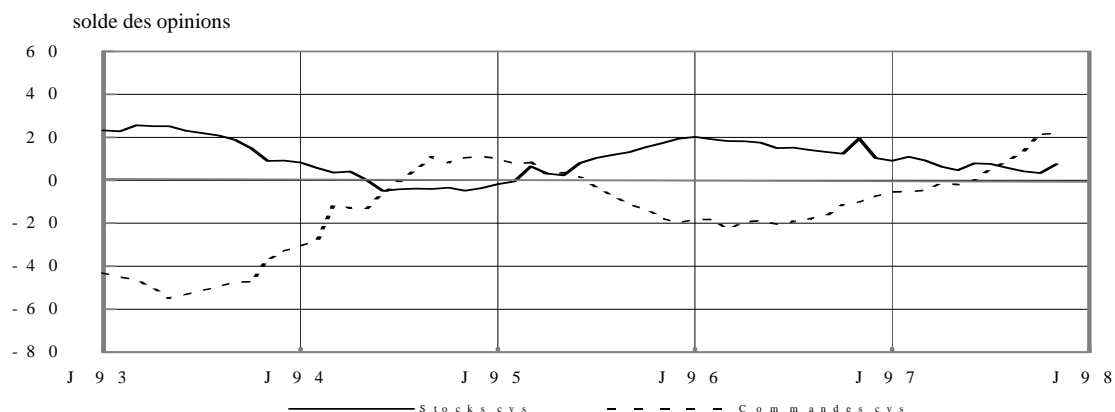


Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a peu progressé en novembre, après plusieurs mois de forte croissance.



La *demande globale* s'est quelque peu tassée. Sur le marché intérieur, les échanges ont continué de croître, à un rythme nettement moindre qu'au cours du mois précédent ; il est vrai que le surcroît d'activité enregistré en octobre résultait, pour partie, d'un souci de parer à l'avance aux conséquences éventuelles du conflit dans les transports routiers. La demande étrangère est apparue moins soutenue.

NIVEAU DES STOCKS ET DES CARNETS DE COMMANDES PAR RAPPORT À UN NIVEAU JUGÉ NORMAL



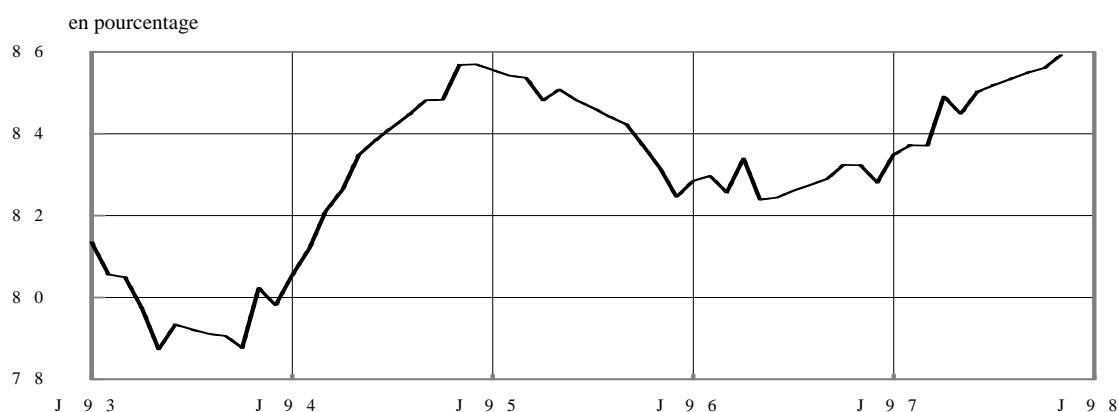
Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 16 décembre 1997

Les *carnets de commandes* sont jugés bien garnis dans l'ensemble des secteurs et les stocks proches de la normale, même s'ils se sont alourdis dans l'industrie automobile et les biens de consommation.

Au cours des prochains mois, la production devrait augmenter dans tous les secteurs.

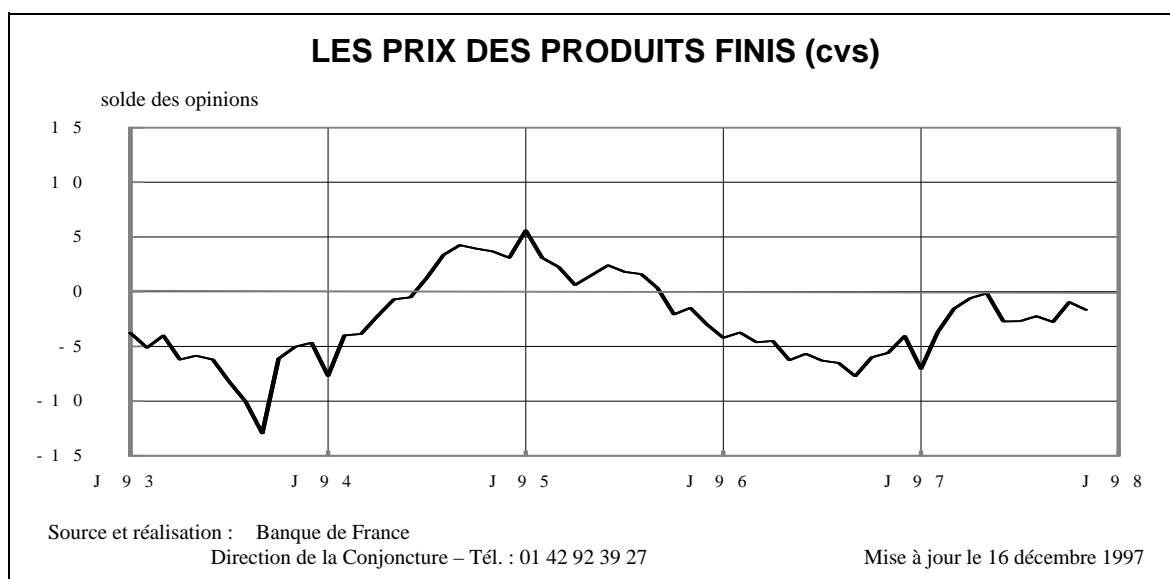
TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (CVS)



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

Mise à jour le 16 décembre 1997

Le *taux d'utilisation* des capacités de production se situe au niveau élevé atteint fin 1994.



Les *prix des matières premières* ont peu varié dans l'ensemble ; des hausses ont, toutefois, été enregistrées dans certaines branches des biens intermédiaires. En raison de l'âpreté de la concurrence, les *prix des produits finis* sont demeurés stables.

Les chefs d'entreprise demeurent prudents en matière d'*investissement*. Pour 1998, les prévisions portent toujours prioritairement sur le renouvellement d'équipements devenus obsolètes.

L'*activité commerciale*, qui avait augmenté le mois précédent, s'est repliée en novembre.

Les *effectifs* sont restés stables dans l'ensemble de l'industrie, du bâtiment, du commerce et des services marchands. Les embauches restent modestes ; l'ajustement de l'emploi à l'activité s'effectue surtout par le recours à des personnels intérimaires.

4.2. La balance des paiements en septembre 1997

Après le repli saisonnier du mois d'août, le solde du compte des transactions courantes s'inscrit en septembre à un niveau proche des excédents les plus élevés atteints au cours des derniers mois. Cette évolution est imputable à l'ensemble des postes, mais surtout à celui des biens, dont les recettes et les dépenses, en données cvs, ont progressé respectivement de 9,5 % et de 3,6 % en un mois, le solde ayant triplé d'un mois à l'autre. Sur les neuf premiers mois, l'excédent du compte de transactions courantes s'élève à 169 milliards de francs, contre 76 milliards sur la période correspondante de l'an dernier.

En tenant compte du poste « erreurs et omissions », négatif en septembre après avoir été fortement positif le mois précédent, le compte financier met en évidence des entrées de capitaux au titre des « autres investissements », notamment des opérations du secteur bancaire ; celui-ci a, en effet, financé, en partie pour son propre compte, des placements importants à l'étranger sous forme de titres, à un degré supérieur à ce qui avait été constaté au mois d'août. Les flux d'investissements directs ont à nouveau progressé, tout particulièrement ceux relatifs aux investissements français à l'étranger.

Sur neuf mois, d'une année à l'autre, les placements nets à l'étranger reflétés par le solde du compte financier ont sensiblement progressé, par suite, notamment, d'un renforcement des achats de titres étrangers, atténué toutefois, en partie, par le retour des non-résidents sur le marché financier français. Les flux d'investissements directs, dans les deux sens, sont restés au même niveau.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE Méthodologie au 1^{er} janvier 1997 (a)								
<i>(données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1996 (b)	Mai 1997 (c)	Juin 1997 (c)	Juillet 1997 (d)	Août 1997 (d)	Septembre 1997 (d)	9 mois 1996 (b)	9 mois 1997 (d)
COMPTE DE TRANSACTIONS								
COURANTES	104 984	22 025	23 786	20 149	5 987	21 748	76 284	169 221
<i>Biens</i>	76 515	14 726	17 969	21 302	5 571	15 188	49 713	120 159
<i>Services.....</i>	77 281	9 544	13 166	11 449	8 161	9 531	54 563	76 146
<i>Autres biens et services</i>	5 965	0	0	0	0	0	4 466	0
Total « Biens et services »	159 761	24 270	31 135	32 751	13 732	24 719	108 742	196 305
<i>Revenus.....</i>	- 10 019	3 016	111	- 2 951	135	1 418	- 8 528	8 343
<i>Transferts courants</i>	- 44 758	- 5 261	- 7 460	- 9 651	- 7 880	- 4 389	- 23 930	- 35 427
COMPTE DE CAPITAL	6 295	13	1 294	1 635	394	159	5 137	7 462
COMPTE FINANCIER	- 115 872	- 36 388	- 20 062	2 081	- 38 518	7 779	- 67 933	- 191 099
<i>Investissements directs</i>	- 43 275	- 860	- 20 970	10 962	- 4 749	- 5 050	- 27 323	- 27 057
– Français à l'étranger	- 155 615	- 22 235	- 23 325	- 13 688	- 5 214	- 11 754	- 101 942	- 107 302
– Étrangers en France.....	112 340	21 375	2 355	24 650	465	6 704	74 619	80 245
<i>Investissements de portefeuille</i>	- 308 995	- 48 781	34 674	- 56 763	- 30 374	- 54 549	- 236 737	- 203 333
– Avoirs	- 271 414	- 72 165	33 474	- 78 795	- 39 888	- 53 735	- 206 541	- 305 275
– Engagements	- 37 581	23 384	1 200	22 032	9 514	- 814	- 30 196	101 942
<i>Autres investissements.....</i>	237 627	13 219	- 33 585	48 001	- 2 965	68 022	196 638	59 934
– Avoirs	136 858	- 52 899	- 15 443	- 4 655	- 19 715	- 32 034	9 862	- 159 355
– Engagements	100 769	66 118	- 18 142	52 656	16 750	100 056	186 776	219 289
<i>Avoirs de réserve.....</i>	- 1 229	34	- 181	- 119	- 430	- 644	- 511	- 20 643
ERREURS ET OMISSIONS NETTES ..	4 593	14 350	- 5 018	- 23 865	32 137	- 29 686	- 13 488	14 416
(a) Cf. présentation des changements méthodologiques dans le <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 4 décembre 1997								

4.2.1. Les transactions courantes

Après le creux du mois d'août, le solde des transactions courantes enregistre une forte augmentation pour atteindre + 17,5 milliards de francs en données cvs, après + 9,2 milliards le mois précédent (+ 21,8 milliards en données brutes, contre + 6 milliards en août).

En données cvs, ce renforcement de l'excédent tient, en premier lieu, à la performance du solde des biens (+ 19,6 milliards de francs, contre + 11 milliards en août), ainsi qu'à la réduction des soldes déficitaires des revenus (- 0,6 milliard, contre - 2,2 milliards en août) et des transferts courants (- 6 milliards, contre - 8,3 milliards). L'excédent des échanges de services s'est, quant à lui, consolidé (8,5 milliards de francs en septembre, contre 8,2 milliards un mois plus tôt).

En cumul sur les neuf premiers mois de l'année, l'excédent des transactions courantes s'élève à 165,8 milliards de francs en données cvs, soit plus du double du montant observé sur la période correspondante de l'année précédente (73,8 milliards), et dépasse très largement le solde annuel de 1996 (+ 105 milliards). À l'exception des transferts courants, dont le déficit s'est accentué dans l'intervalle (de - 27,5 milliards de francs à - 38 milliards, en données cvs), l'ensemble des grandes composantes des transactions courantes a contribué à cette amélioration, avec toutefois une large part revenant aux échanges de biens, dont l'excédent est passé de 56,4 milliards de francs à 126,7 milliards de fin septembre 1996 à fin septembre 1997. Dans une moindre mesure, les échanges de services ont également participé au résultat de façon non négligeable (+ 74,6 milliards de francs, contre + 53,6 milliards), ainsi que les revenus, dont le solde s'est retourné (+ 11 milliards, après - 7,3 milliards).

4.2.1.1. *Évolutions du commerce extérieur de marchandises*

(source Douanes)

Évolution globale (en données FAB-FAB cvs)

Après le repli du mois d'août, le solde commercial de septembre représente, avec + 19,3 milliards de francs, la deuxième meilleure performance de l'année, après l'excédent record de juillet (22,4 milliards). Ce résultat a bénéficié d'une poussée de 4,0 % des exportations, à 147,8 milliards de francs, alors que les importations ont fléchi de 2,0 %, à 128,6 milliards. Les ventes ont été soutenues par les biens d'équipement professionnels et, principalement, par le secteur automobile. Malgré la baisse observée en septembre par rapport à août, l'orientation du troisième trimestre tend à confirmer une reprise des importations, notamment en biens d'équipement professionnels. Les échanges avec les pays partenaires de l'Union européenne ont dégagé, en septembre, un solde positif de 9,7 milliards de francs, proche du plus haut niveau atteint en juillet (10,7 milliards), alors que le déficit s'est accru vis-à-vis des autres pays de l'OCDE et principalement avec les États-Unis.

Sur les neuf premiers mois de l'année, la balance commerciale cumulée atteint un niveau jamais égalé de 133,4 milliards de francs, soit plus du double du montant enregistré à fin septembre 1996 (+ 66,4 milliards). Grâce au raffermissement de la croissance dans l'Union européenne, les exportations françaises enregistrent une forte progression, conduisant au triplement de l'excédent vis-à-vis de la zone. Sur la période, cependant, ce sont les échanges avec les États-Unis et surtout avec les pays d'Asie en développement rapide qui se sont le plus accrues, cette dernière zone représentant désormais 7 % du total des exportations françaises.

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)	Août 1997 (b)	Septembre 1997 (b)	9 mois 1996 (a)	9 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	104 984	5 987	21 748	76 284	169 221
Biens	76 515	5 571	15 188	49 713	120 159
<i>Marchandises générales</i>	<i>65 853</i>	<i>4 537</i>	<i>14 561</i>	<i>40 777</i>	<i>110 493</i>
Services	77 281	8 161	9 531	54 563	76 146
<i>Transports</i>	<i>- 2 306</i>	<i>411</i>	<i>- 593</i>	<i>- 2 527</i>	<i>- 1 928</i>
– Transports maritimes	– 6 082	- 556	- 669	- 4 298	- 5 560
– Transports aériens	- 1 811	260	- 285	- 1 590	- 622
– Autres	5 587	707	361	3 361	4 254
<i>Voyages</i>	<i>54 287</i>	<i>5 016</i>	<i>6 665</i>	<i>41 454</i>	<i>52 460</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>21 216</i>	<i>1 699</i>	<i>2 627</i>	<i>12 298</i>	<i>21 353</i>
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	<i>- 2 139</i>	<i>19</i>	<i>- 308</i>	<i>- 1 605</i>	<i>- 1 418</i>
Autres biens et services	5 965	0	0	4 466	0
Total « Biens et services »	159 761	13 732	24 719	108 742	196 305
Revenus	- 10 019	135	1 418	- 8 528	8 343
Transferts courants	- 44 758	- 7 880	- 4 389	- 23 930	- 35 427
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	<i>- 40 301</i>	<i>- 7 586</i>	<i>- 3 377</i>	<i>- 20 579</i>	<i>- 29 207</i>
COMPTE DE CAPITAL	6 295	394	159	5 137	7 462
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	<i>- 94</i>	<i>- 27</i>	<i>35</i>	<i>- 102</i>	<i>93</i>

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Août 1997 (b)	Septembre 1997 (b)	9 mois 1996 (a)	9 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	105 035	9 198	17 473	73 809	165 779
Biens	78 048	11 029	19 627	56 370	126 738
<i>Marchandises générales</i>	<i>67 513</i>	<i>9 728</i>	<i>18 826</i>	<i>47 911</i>	<i>117 530</i>
Services	77 006	8 203	8 508	53 561	74 556
– Transports maritimes	- 6 027	- 663	- 655	- 4 416	- 5 684
– Transports aériens	- 1 838	235	- 728	- 1 287	- 334
<i>Voyages</i>	<i>54 187</i>	<i>5 446</i>	<i>6 566</i>	<i>38 988</i>	<i>49 224</i>
<i>Autres services aux entreprises</i>	<i>21 021</i>	<i>1 742</i>	<i>2 692</i>	<i>13 465</i>	<i>22 551</i>
Revenus	- 9 250	- 2 221	- 594	- 7 274	10 998
Transferts courants	- 45 532	- 8 261	- 6 013	- 27 593	- 38 023
<i>dont : Envois de fonds des travailleurs</i>	<i>- 6 694</i>	<i>- 481</i>	<i>- 993</i>	<i>- 5 102</i>	<i>- 4 422</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 4 décembre 1997

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs)

– L'excédent commercial vis-à-vis de l'*Union européenne* s'est sensiblement redressé, à 9,7 milliards de francs, contre seulement 6,7 milliards en août, et constitue le deuxième record de l'année, derrière celui enregistré en juillet (11,2 milliards). Si les exportations ont globalement progressé de 1,2 %, elles ont évolué de façon très inégale selon les pays. En forte hausse, notamment, vers le Royaume-Uni (6,8 %), l'Espagne (6,4 %) et l'Italie (5,0 %), elles se sont réduites, en particulier, en direction de l'UEBL (10,6 %) et des Pays-Bas (7,4 %). La progression du solde tient, essentiellement, au repli des importations en provenance de la zone (– 2,5 %), Pays-Bas exceptés. Le recul des achats à l'Espagne et au Royaume-Uni (respectivement – 6,6 % et – 4,8 %) a largement contribué à l'accroissement de l'excédent. Les soldes bilatéraux avec ces deux pays progressent donc de manière significative (à + 2,2 milliards de francs et + 3,5 milliards), ainsi que vis-à-vis de l'Allemagne, à 1,1 milliard de francs (contre 0,8 milliard en août), grâce à des exportations dépassant les 22 milliards, en progression de 1,2 % face à des importations en recul de 0,5 %.

– Vis-à-vis des pays de la *zone OCDE hors Union européenne*, le déficit s'est creusé à 3,1 milliards de francs et tout particulièrement vis-à-vis des États-Unis, pays avec lequel une forte contraction des exportations (– 11,3 %), parallèlement à une baisse limitée des importations (– 0,8 %) a été enregistrée. Le déficit avec le Japon s'est, quant à lui, stabilisé autour de 2,5 milliards de francs. L'excédent sur la Suisse s'est, en revanche, de nouveau contracté.

– Les pays *hors OCDE* ont été les plus dynamiques en septembre en matière d'exportations (+ 10,2 %), alors que les importations n'ont progressé que de 2,2 %, portant l'excédent vis-à-vis de la zone à 6,7 milliards de francs, contre 4 milliards en août. Grâce, notamment, à la bonne orientation du marché de l'aéronautique, les ventes vers les pays d'Asie à économie en développement rapide se sont accrues de 7,2 %. Cependant, compte tenu d'achats importants de biens de consommation courante et d'électronique professionnelle, le solde s'est légèrement réduit (+ 2,6 milliards de francs, contre + 2,7 milliards en août). Sous l'effet d'une forte hausse des importations (+ 60,7 %), le solde bilatéral avec le Moyen-Orient s'est sensiblement contracté, pour devenir très légèrement négatif. Vis-à-vis des autres pays, les échanges ont bénéficié à la fois d'une croissance des exportations et d'une diminution des importations.

Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs)

– Le solde des *échanges industriels* a quasiment doublé après son repli sensible d'août (+ 16,2 milliards de francs, contre + 8,8 milliards), grâce d'une part au recul des importations (1,8 %) et d'autre part au développement des exportations (4,6 %). Si les ventes d'Airbus se sont, de nouveau, très légèrement contractées à 3,3 milliards de francs, contre 3,4 milliards en août, celles de biens d'équipement professionnels et d'équipement automobile des ménages ont été soutenues.

– L'excédent des *biens d'équipement professionnels*, qui a atteint 9 milliards de francs, contre 7,2 milliards en août, a bénéficié de ventes d'avions et, surtout, du lancement de trois satellites. Les ventes de machines et appareils mécaniques (Allemagne, Royaume-Uni et UEBL notamment), ainsi que de matériels de précision (Royaume-Uni) ont été également dynamiques. À noter cependant que les importations en électronique professionnelle se sont accrues de manière sensible.

Après les importations substantielles de métaux en août, qui avaient contribué au retournement du solde, les échanges de *biens intermédiaires* sont redevenus légèrement positifs.

Le solde de l'*équipement automobile des ménages* s'est renforcé de façon remarquable, après sa contraction en août, pour atteindre 4 milliards de francs d'excédent, ce qui constitue également un niveau record. Les exportations, en hausse de plus de 25,3 %, à 10,5 milliards de francs, ont bénéficié de débouchés européens très porteurs. Après le Royaume-Uni, ces derniers mois, ce sont les marchés espagnol et italien (prime à la casse) qui ont dopé les ventes. En revanche, les importations ont reculé de près de 3,8 % sur un marché automobile français toujours déprimé.

– La progression des exportations de *produits agro-alimentaires* (+ 2,3 %) a été favorisée, en septembre, par la poussée des exportations de sucre liée à une hausse des prix. L'excédent des produits transformés (3,3 milliards de francs en septembre, après 3,2 milliards en août) devance toujours celui des produits bruts (2,3 milliards).

– Le *déficit énergétique* se réduit modérément, grâce à une certaine détente des importations (– 8,1 %), et s'établit pour le mois de septembre à 7 milliards de francs, contre 7,7 milliards en août.

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

L'excédent des échanges de biens progresse de façon sensible d'un mois à l'autre, à 19,6 milliards de francs, en données cvs, grâce au renforcement du solde de la balance commerciale. En cumul sur les neuf premiers mois de l'année, il atteint 126,8 milliards de francs, soit plus du double de celui enregistré pour la période correspondante de 1996 (56,4 milliards).

Les services (en données cvs)

L'excédent des services a continué de se renforcer quelque peu en septembre, pour atteindre 8,5 milliards de francs, contre 8,2 milliards en août, portant ainsi le cumul sur les neuf premiers de l'année à 74,6 milliards, contre 53,6 milliards sur la période correspondante de 1996, soit une progression de 39 %, grâce à une augmentation des recettes deux fois supérieure à celle des dépenses. Le solde des services a ainsi dépassé le résultat de l'année 1995 (+ 71,6 milliards de francs) et quasiment rattrapé celui de 1996 (+ 77,3 milliards).

– Le solde du *tourisme* s'est sensiblement accru (+ 6,6 milliards de francs, contre + 5,4 milliards en août), grâce à une remarquable poussée des recettes de 15,4 %, bien que, dans le même temps, les dépenses de voyages aient progressé de près de 12 %. Sur les neuf premiers mois de l'année, le solde dépasse de plus de 10 milliards de francs celui atteint sur la période correspondante de 1996 (+ 49,2 milliards, contre + 39 milliards).

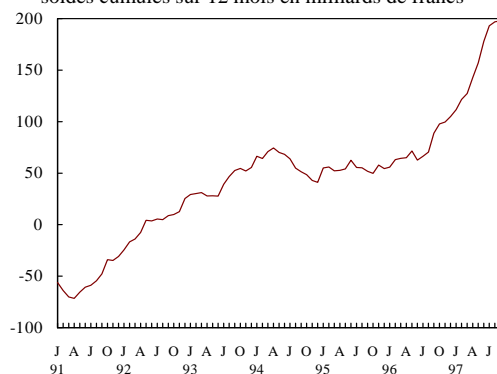
– Le solde des *transports* s'est à nouveau retourné pour devenir légèrement déficitaire (– 0,8 milliard de francs, contre + 0,3 milliard en août), reflétant l'évolution de celui des transports aériens, redevenu légèrement négatif. En revanche, le solde des transports maritimes (déficitaire à – 0,7 milliard de francs) et celui des autres transports (chemin de fer, spatial, routes — dégageant un excédent de 0,7 milliard de francs) ont peu varié. L'évolution globale observée en septembre ne remet pas en cause l'amélioration sur les neuf premiers mois de l'année par rapport à la période correspondante de 1996 (– 2,1 milliards de francs, contre – 2,8 milliards fin septembre 1996). Le solde des transports aériens demeure nettement plus favorable qu'en 1996 (– 0,3 milliard de francs, contre – 1,3 milliard) et celui des autres transports continue de se consolider (+ 4,4 milliards de francs, contre + 3,4 milliards à fin septembre 1996). Seuls les transports maritimes accroissent leur déficit, de 4,4 milliards de francs à 5,7 milliards en 1997.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Méthodologie au 1^{er} janvier 1997

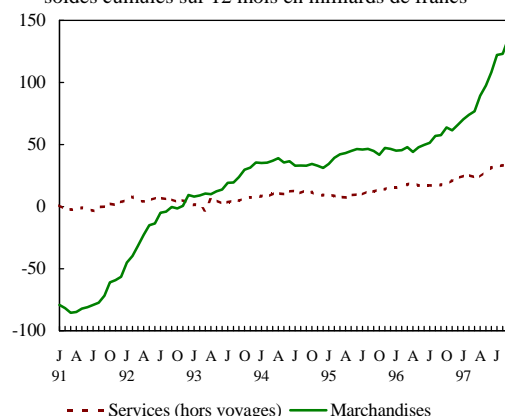
Transactions courantes

saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



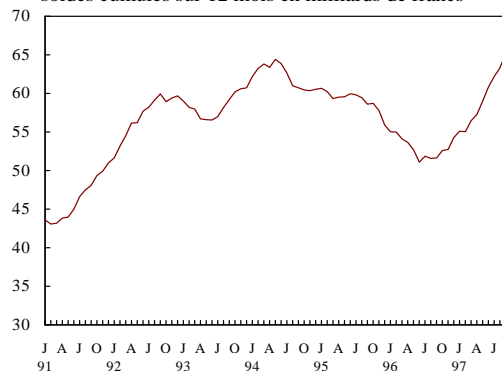
Marchandises et services (hors voyages)

saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



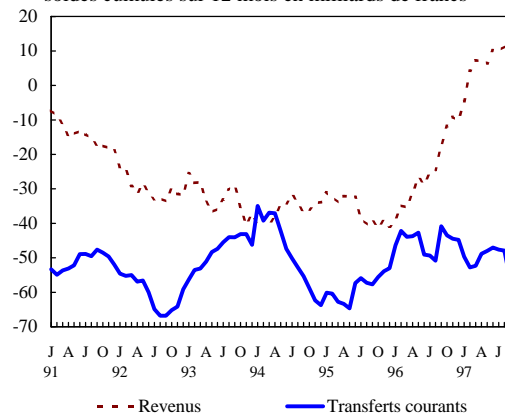
Voyages

saldes cumules sur 12 mois en milliards de francs



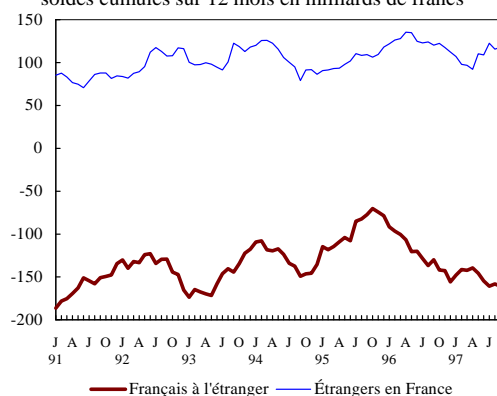
Autres lignes des transactions courantes

saldes cumules sur 12 mois en milliards de francs



Investissements directs (a)

saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



Investissements de portefeuille (a)

saldes cumulés sur 12 mois en milliards de francs



(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 décembre 1997

– L'excédent des *services de construction* s'est sensiblement renforcé, pour atteindre 1,7 milliard de francs en septembre, contre 0,5 milliard en août. Cette évolution résulte d'une progression marquée des recettes (+ 33 %), liées notamment à de grands chantiers en Inde, les dépenses se contractant de près de 40 %. Elle porte le cumul sur les neuf premiers mois de l'année à + 9,7 milliards de francs, montant légèrement supérieur à celui de 1996 (+ 9,4 milliards).

Les *autres services aux entreprises* dégagent un solde positif de + 2,7 milliards de francs, en très forte augmentation d'un mois à l'autre (+ 1,7 milliard en août), grâce au retournement du solde des services divers aux entreprises. Légèrement négatif en août (– 0,4 milliard de francs), celui-ci s'est redressé à + 1,6 milliard, pour retrouver un niveau plus proche de celui observé ces derniers mois. En cumul sur neuf mois, le solde global reste très au-dessus de celui de l'an dernier, avec + 22,6 milliards de francs contre + 13,5 milliards en 1996.

Les revenus (en données cvs)

Le déficit des revenus, qui avait déjà légèrement diminué en août, s'est sensiblement réduit en septembre (– 0,6 milliard de francs, contre – 2,2 milliards un mois plus tôt), malgré le recul des revenus des investissements de portefeuille.

– Les *revenus nets d'investissements directs* ont continué de progresser, pour atteindre + 2,7 milliards de francs (contre + 2,3 milliards en août), grâce à quelques rapatriements importants de dividendes de filiales étrangères par des maisons mères françaises (+ 3,6 milliards, soit 1 milliard de plus qu'en août), alors que dans le même temps, les dividendes versés par les filiales françaises à leurs maisons mères étrangères, bien qu'également en augmentation, n'ont représenté que moins du tiers des premiers. Sur les neuf premiers mois de l'année, les entrées nettes progressent, à + 39,6 milliards de francs, contre + 25,8 milliards en 1996.

– Après s'être réduit en août, le déficit des *revenus d'investissements de portefeuille* s'est à nouveau creusé, à – 5,7 milliards de francs, contre – 4,4 milliards précédemment. Ce résultat tient à une augmentation des versements à des non-résidents de coupons sur titres émis par les banques résidentes. Par rapport aux neuf premiers mois de 1996, le déficit à fin septembre 1997 ressort en amélioration (– 42,9 milliards de francs, contre – 48,8 milliards), sous l'effet de moindres décaissements nets d'arrérages sur titres publics, ainsi que d'encaissements plus importants de dividendes et intérêts sur les titres émis par les non-résidents.

– Enfin, les *autres revenus d'investissements* dégagent un solde positif de + 1,8 milliard de francs, contre seulement + 0,5 milliard en août, conséquence d'un fléchissement des dépenses, qui passent de + 11,2 milliards de francs à + 10 milliards en septembre, alors que les recettes sont à peu près stables depuis trois mois, autour de + 11,8 milliards. En cumul sur neuf mois, l'excédent enregistre une progression de 5,7 % par rapport à la période correspondante de 1996.

Les transferts courants (en données brutes)

Le déficit des transferts courants a continué de se réduire et s'est établi à 4,4 milliards de francs, contre 7,9 milliards un mois plus tôt, grâce à des entrées plus importantes de fonds en provenance de l'Union européenne au titre du Féoga-garantie et du Fonds social européen. Sur neuf mois, en revanche, le déficit se creuse par rapport à 1996 (35,4 milliards de francs, contre 24 milliards un an auparavant) et le solde des transferts avec l'Union européenne, dont une partie est comptabilisée au compte de capital, ressort, quant à lui, à – 0,2 milliard de francs, contre + 4,8 milliards sur la même période de l'an dernier.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

De + 0,4 milliard de francs en août, le solde des transferts en capital est passé à + 0,2 milliard de francs, établissant ainsi le cumul à fin septembre à + 7,5 milliards, contre + 5,1 milliards pour la période correspondante de 1996.

4.2.3. Le compte financier

En septembre, les flux financiers se traduisent par des entrées nettes de 7,8 milliards de francs.

Investissements directs

Les *investissements directs* (y compris les bénéfices réinvestis) enregistrent des sorties nettes de 5,1 milliards de francs, après 4,7 milliards en août. Cette légère variation recouvre deux progressions de même ampleur :

– les *investissements directs français à l'étranger* font plus que doubler par rapport aux flux d'août (11,8 milliards de francs, contre 5,2 milliards), tandis que les *investissements étrangers en France* passent de 0,5 milliard en août à 6,7 milliards en septembre).

S'agissant des investissements français à l'étranger, les opérations de prêts et placements entre affiliés atteignent le double des opérations en capital (respectivement 7,8 milliards de francs et 3,5 milliards).

En revanche, les entrées nettes enregistrées au titre des investissements directs étrangers en France sont réparties de façon équilibrée entre opérations en capital social (3,6 milliards de francs) et opérations de prêts et placements entre affiliés (3,8 milliards).

Investissements de portefeuille

Les investissements de portefeuille (y compris les primes sur instruments conditionnels) enregistrent des sorties nettes de 54,5 milliards de francs.

Les acquisitions nettes de titres étrangers par les *résidents* s'élèvent à 53,7 milliards de francs. Les achats portent principalement sur les obligations et titres assimilés (23,8 milliards de francs) et, dans une moindre mesure, sur les actions (11,4 milliards) et les instruments du marché monétaire hors bons du Trésor (9,1 milliards).

Les opérations des *non-résidents* se soldent par des dégagements limités à 0,8 milliard de francs, les cessions nettes d'obligations (8,7 milliards), d'actions et de titres d'OPCVM (3,5 milliards) étant compensées par des achats nets de produits dérivés (5,4 milliards) et d'instruments du marché monétaire (6 milliards).

Autres investissements

En septembre, les « autres investissements » ont été à l'origine d'entrées nettes de capitaux pour 68 milliards de francs, la très forte augmentation des engagements (100 milliards) ne se trouvant que très partiellement compensée par une progression des créances de 32 milliards.

Les mouvements du secteur bancaire avec l'étranger ont dégagé des entrées nettes de 70 milliards de francs, dont 43,8 milliards résultent d'opérations en francs et 26,3 milliards d'opérations en devises. L'augmentation des engagements, très importante au cours du mois sous revue (100 milliards de francs), s'explique, à hauteur des deux tiers, par des opérations interbancaires à court terme en devises. L'évolution des créances (30 milliards de francs) traduit un accroissement des actifs en devises de 49,3 milliards, en partie neutralisé par une diminution des créances en francs (19,3 milliards).

En revanche, les flux financiers des « autorités monétaires et administrations publiques » ont été à l'origine d'un solde très légèrement négatif (– 0,8 milliard de francs), tout comme ceux des « autres secteurs » (– 2,2 milliards).

Avoirs de réserve

En septembre 1997, les avoirs de réserve bruts ont progressé de 0,6 milliard de francs.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

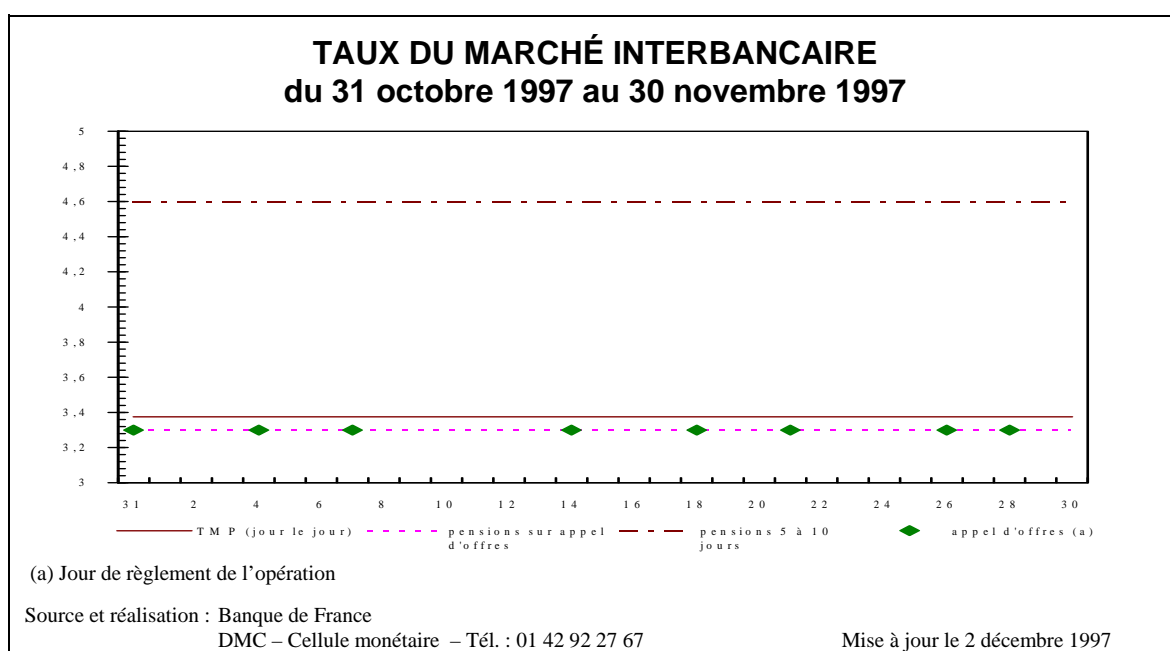
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Comme au mois de novembre, les taux d'intérêt ont été orientés à la baisse en décembre. Ce mouvement a été particulièrement net sur le compartiment à long terme, qui a encore bénéficié du phénomène de report vers des valeurs sûres entretenu par les difficultés financières de certains pays de l'Asie du Sud-Est.

Les rendements courts ont enregistré des variations de faible ampleur au cours du mois. Tout au plus, se sont-ils légèrement tendus durant la première quinzaine, pour se replier ensuite dans des proportions également limitées. Cette évolution a reflété l'atténuation des anticipations de resserrement à plus ou moins brève échéance des politiques monétaires des pays de l'ensemble central de la future zone euro.

Les rendements longs ont sensiblement baissé. Ce mouvement a notamment résulté, au cours de la première quinzaine, de la persistance d'une certaine fragilité du marché boursier qui, en l'absence de stabilisation en Asie, a entretenu un mouvement de réallocations de portefeuilles, des placements en actions vers les produits de taux. La bonne orientation du marché a également tenu à l'atténuation des anticipations de remontée des taux courts l'an prochain. Les marchés français et allemand ont évolué de manière quasiment identique. L'écart OAT-*Bund*, qui s'élevait à 2 points de base le 31 octobre, était nul à la fin du mois de novembre. Dans le même temps, le mouvement de convergence des taux longs des pays européens à plus hauts rendements vers les niveaux des pays de l'ensemble central de la future zone euro s'est poursuivi, notamment en Italie et en Espagne.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré stable tout au long du mois dans une fourchette comprise entre 3 5/16 % et 3 7/16 %.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 octobre-15 novembre se sont élevées à 21,4 milliards de francs (dont 14,7 milliards sous forme de billets) pour une moyenne théorique de 19,6 milliards.

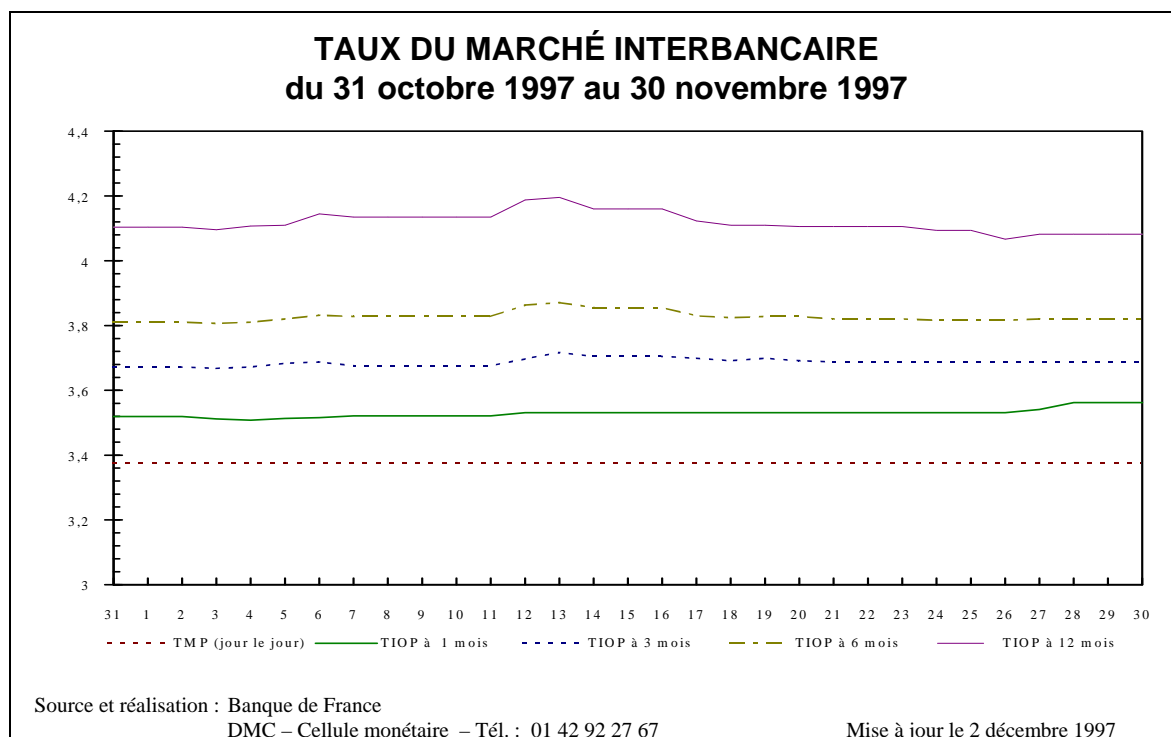
ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)			
	(en milliards de francs)		
	Octobre 1997	Novembre 1997	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 255,3	- 255,4	- 0,1
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	- 6,5	- 6,7	- 0,2
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	133,3	136,8	3,5
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	4,4	9,2	4,8
DIVERS	- 7,4	- 1,1	6,3
TOTAL	- 131,5	- 117,2	14,3
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	89,0	88,4	- 0,6
– Autres pensions	26,5	16,9	- 9,6
– Bons du Trésor achetés ferme	16,9	15,2	- 1,7
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 0,9	- 3,3	- 2,4
TOTAL	131,5	117,2	- 14,3

(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 2 décembre 1997

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



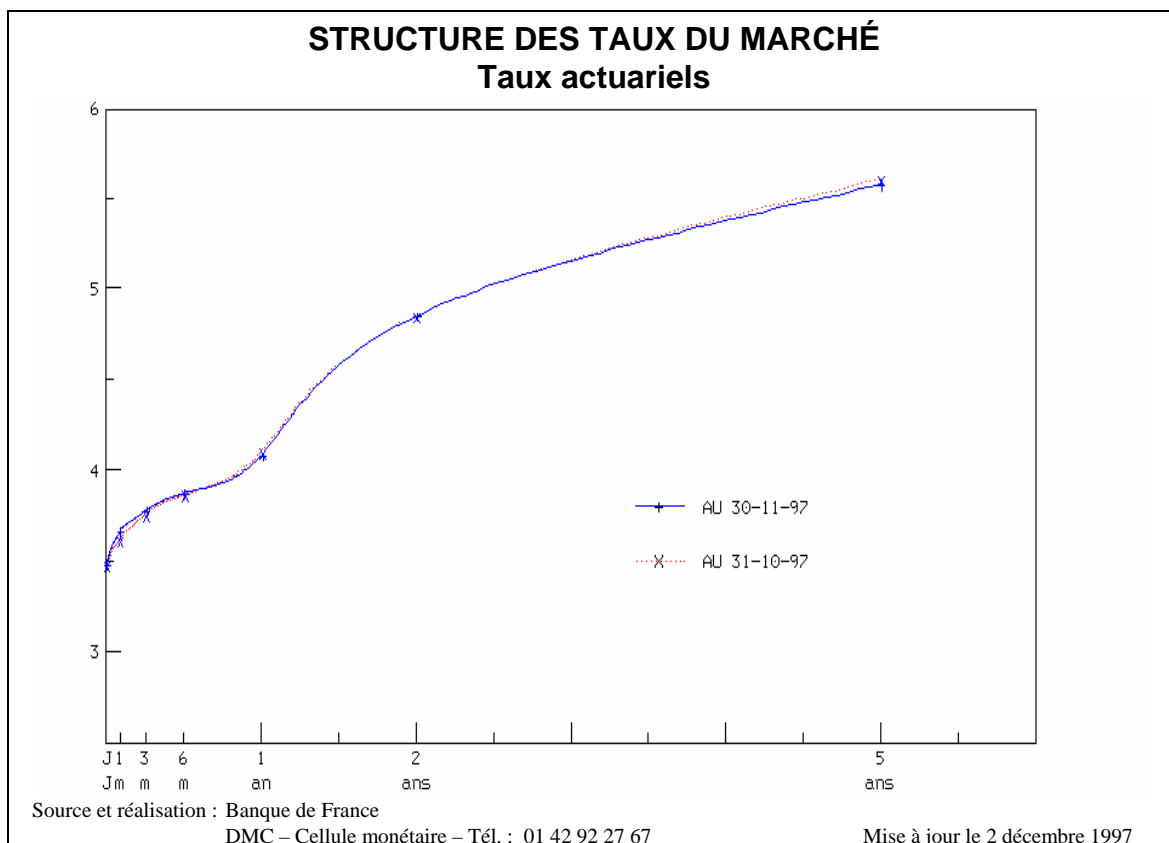
Les rendements courts ont évolué dans des marges particulièrement étroites. Sur l'ensemble du mois, ils se sont inscrits en hausse très limitée pour les échéances inférieures ou égales à six mois et en légère baisse sur l'échéance à un an. Cette évolution d'ensemble recouvre deux phases distinctes :

- au cours de la première moitié du mois, les rendements se sont quelque peu tendus selon un mouvement d'amplitude croissante, en fonction de l'éloignement des échéances. Cette légère accentuation de la pente de la courbe des taux sur le segment à court terme a reflété un léger renforcement des anticipations de resserrement des politiques monétaires dans les pays de l'ensemble central de la future zone euro ;

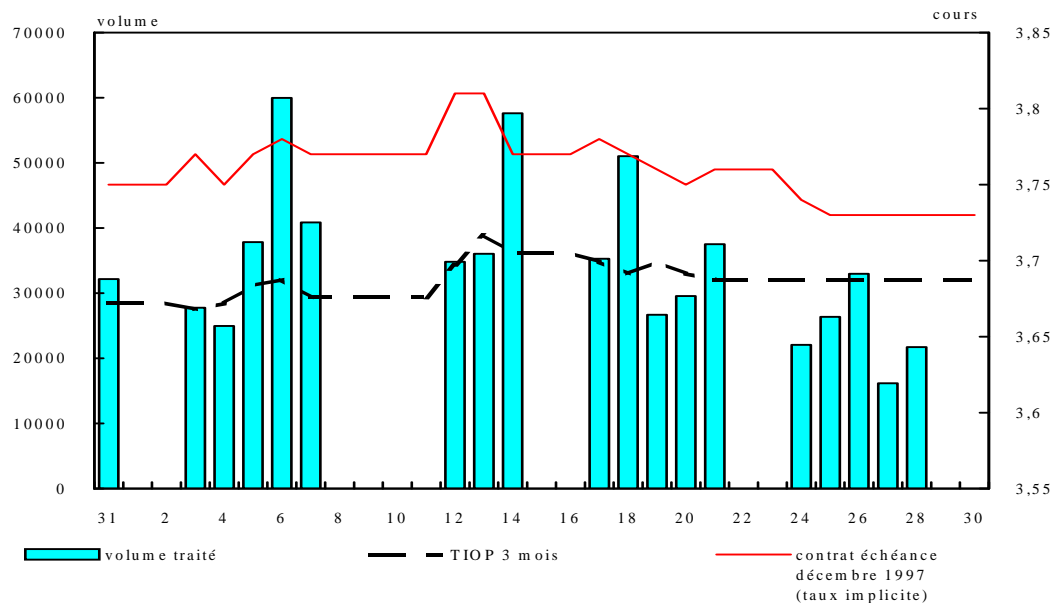
- ce mouvement s'est inversé, par la suite, sous l'effet d'une sensible atténuation des anticipations précitées. Celle-ci a été, notamment, favorisée par la publication d'indicateurs confirmant l'absence de tensions inflationnistes : l'indice des prix de détail en France est ainsi ressorti stable en octobre, ce qui limite sa progression sur un an à 1 %.

Les taux implicites des contrats Pibor se sont, eux aussi, détendus selon un mouvement d'amplitude croissante en fonction de l'éloignement des échéances : ils cèdent d'une fin de mois à l'autre 3 points de base sur l'échéance décembre 1997 et 14 points de base sur l'échéance septembre 1998. Cette évolution reflète l'atténuation des anticipations de relèvement des taux courts dans le courant de l'année prochaine, même si celles-ci demeurent présentes : la prime du taux futur à juin 1998 sur le taux au comptant s'élève ainsi à 46 points de base le 28 novembre, contre 60 points de base un mois auparavant.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 octobre 1997	30 novembre 1997	Variation
TIOP à 1 mois	3,51953	3,5625	0,04297
TIOP à 3 mois	3,67187	3,6875	0,01563
TIOP à 6 mois	3,81054	3,82031	0,00977
TIOP à 1 an	4,10351	4,08203	- 0,02148
Taux à 2 ans	4,85000	4,85000	0,00000
Taux à 5 ans	5,61000	5,58000	- 0,03000



ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 octobre 1997 au 30 novembre 1997



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 décembre 1997

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Durant le mois de novembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 69,2 milliards de francs de bons du Trésor (50,2 milliards de francs de BTF et 19 milliards de francs de BTAN) et à l'émission de 0,3 milliard de bons en écus.

L'encours total des bons en circulation s'élevait au 30 novembre à 1 147,5 milliards de francs, en recul sensible par rapport au mois précédent où il s'établissait à 1 208,2 milliards. Le volume des adjudications a été, il est vrai, sensiblement inférieur aux tombées. Le montant des bons en écus, en revanche, a quelque peu augmenté, passant de 8,3 milliards d'écus à 8,4 milliards.

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)
3 nov. 1997	BTF	13 sem.	42 400	8 680	673	3,48	3,48	3,58	3,77
3 nov. 1997	BTF	26 sem.	17 000	3 261	256	3,67	3,67	3,76	3,90
12 nov. 1997	BTF	13 sem.	37 960	8 004	0	3,48	3,48	3,58	3,80
12 nov. 1997	BTF	42 sem.	17 400	3 002	0	3,93	3,93	4,00	4,05
17 nov. 1997	BTF	13 sem.	34 236	6 093	123	3,44	3,45	3,53	3,80
17 nov. 1997	BTF	29 sem.	21 900	5 093	88	3,72	3,72	3,80	3,97
20 nov. 1997	BTAN 4,0 %	2 ans	27 700	8 450	0	99,14	99,12	4,43	4,85
20 nov. 1997	BTAN 4,5 %	5 ans	25 108	10 538	308	98,08	98,06	4,97	5,58
20 nov. 1997	BTAN ÉCUS	5 ans	1 165	313	0	97,27	97,20	5,19	5,58
24 nov. 1997	BTF	13 sem.	45 450	10 598	589	3,46	3,47	3,56	3,79
24 nov. 1997	BTF	28 sem.	21 626	5 454	471	3,67	3,69	3,77	3,91
(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 2 décembre 1997			

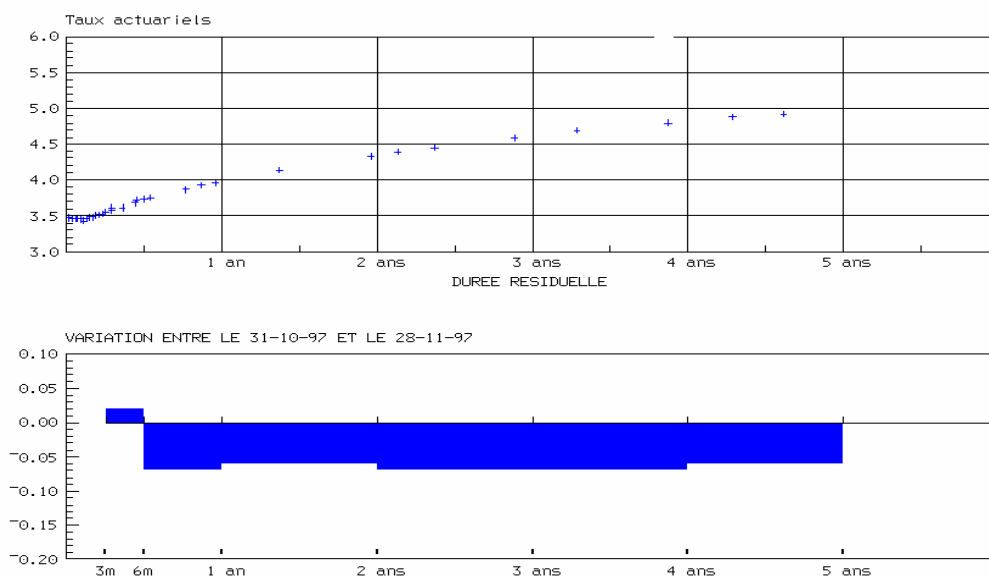
Entre les dernières adjudications du mois d'octobre et de novembre, les taux à l'émission ont augmenté de 8 points de base en ce qui concerne les BTF 13 semaines (de 3,48 % à 3,56 %) et de 2 points de base pour les BTF 28 semaines (de 3,75 % à 3,77 %).

S'agissant des BTAN 2 ans, les taux à l'émission ont baissé, passant de 4,60 % le 16 octobre à 4,43 % le 20 novembre.

Marché secondaire

Au cours du mois de novembre, les rendements des bons du Trésor ont connu une évolution contrastée. Ils se sont tendus en deçà du 6 mois, alors qu'au-delà s'opérait une détente relativement homogène des rendements.

BONS DU TRÉSOR TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE au 30 novembre 1997

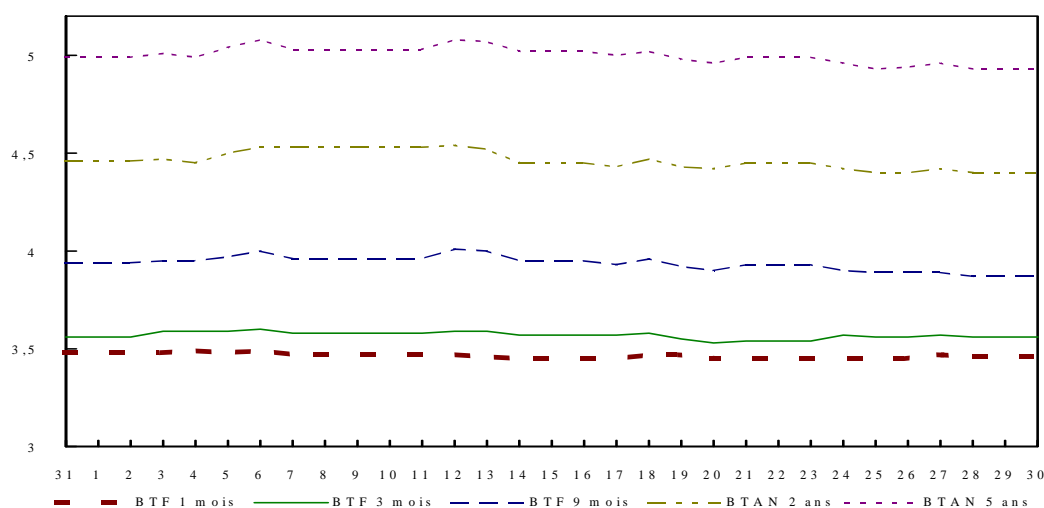


Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 décembre 1997

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 octobre 1997 au 30 novembre 1997



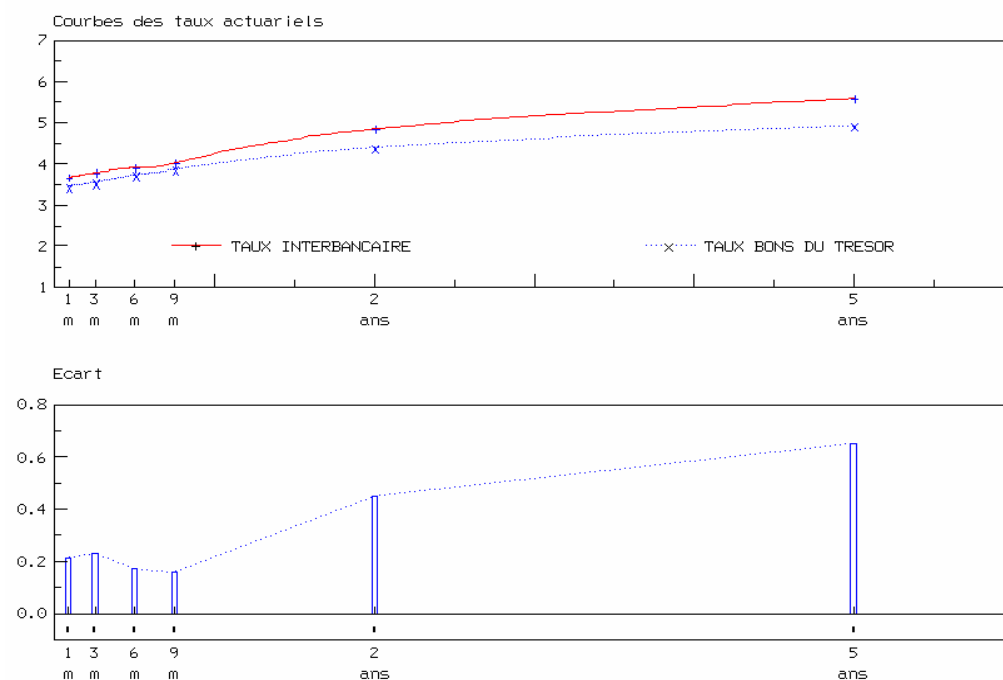
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 décembre 1997

L'amélioration des anticipations d'évolution des taux en 1998 s'est traduite par une légère baisse des taux des bons du Trésor sur les titres d'échéances supérieures à un an, dans le sillage des cours du contrat Pibor. Sur le segment le plus court du marché, les cours ont été également soutenus par une demande plus importante de titres à l'approche de la fin de l'année.

COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE au 30 novembre 1997



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 2 décembre 1997

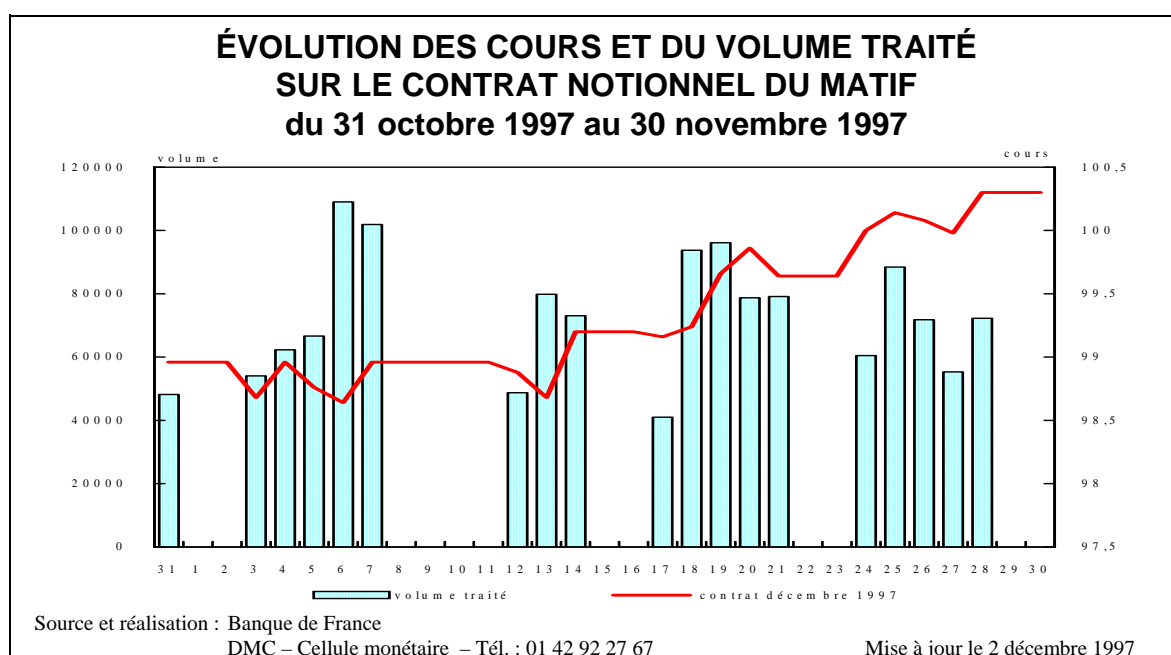
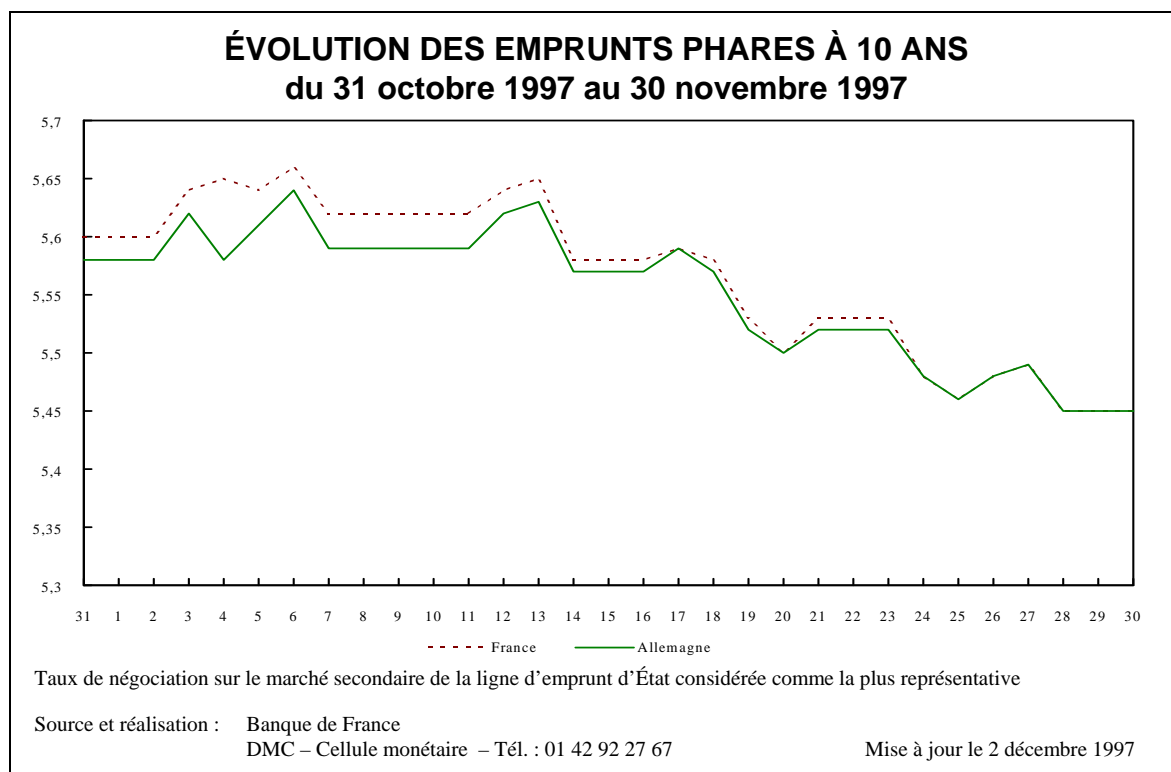
L'écart des courbes de rendement des bons du Trésor et du marché interbancaire s'est quelque peu accentué sur les titres d'une durée résiduelle inférieure à trois mois, avec le renchérissement traditionnel des papiers courts dû au passage d'année.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

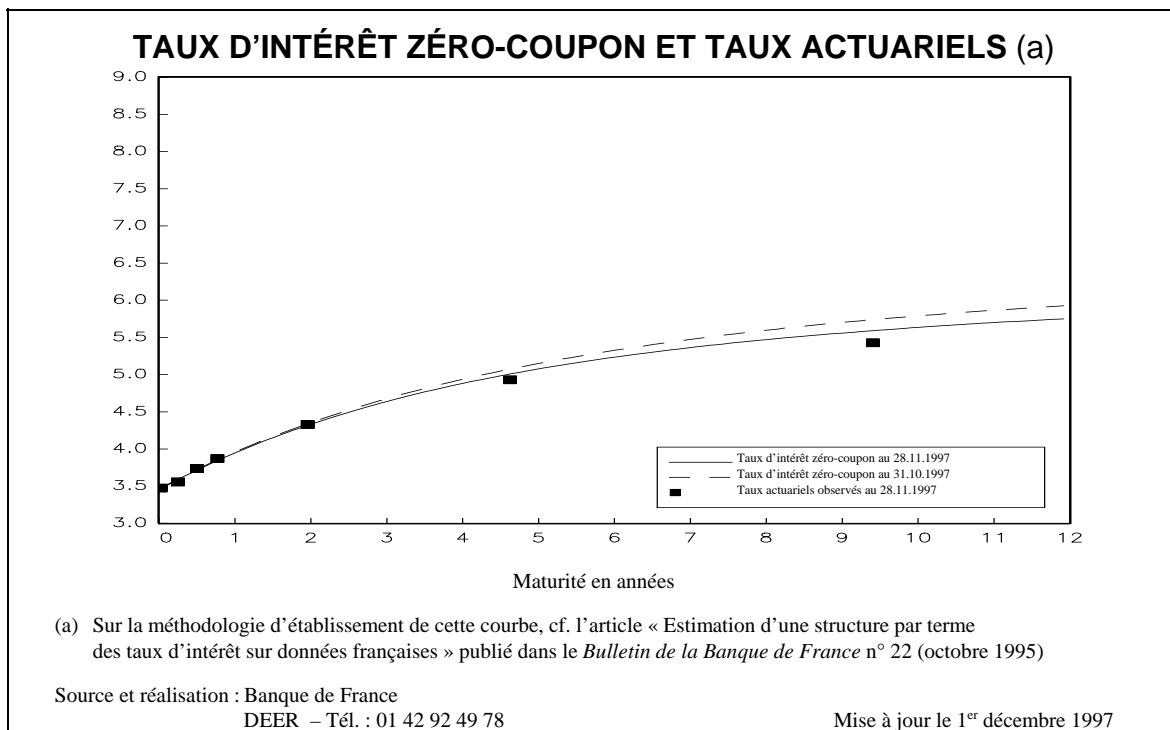
L'évolution sur le marché obligataire français a été marquée par une baisse des rendements, observée également sur les marchés de l'ensemble central des pays de la future zone euro, et notamment en Allemagne.

Cette évolution des marchés européens a contrasté avec la stabilité du marché obligataire américain, de sorte que l'écart entre taux américains et taux français à 10 ans est passé de 35 points de base à 50 points de base.

Les stratégies d'aplatissement se sont notamment focalisées sur la partie longue de la courbe. L'OAT 2 ans s'est ainsi repliée de 3 points de base, alors que l'OAT 10 ans et l'OAT 30 ans se repliaient respectivement de 14 points de base et 19 points de base.



Au total, l'OAT de référence d'échéance dix ans s'est repliée de 14 points de base. La principale échéance du contrat notionnel a progressé, pour sa part, de 130 points de base, dans un volume d'activité en légère baisse par rapport au mois précédent.



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

(arrêtée au 8 décembre)

Depuis le début du mois de décembre, les rendements sont demeurés quasiment stables sur le compartiment à court terme des marchés de taux français, marquant tout au plus une détente de l'ordre de 1 point de base sur les échéances à six mois ou un an.

Sur le compartiment obligataire, les taux ont enregistré, en revanche, des variations plus accentuées. Le marché a enregistré une nette détente des taux dans les premiers jours du mois, qui s'est traduite par un élargissement de l'écart de taux entre les États-Unis et la France (à 67 points de base, le 8 décembre).

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 373,4 milliards de francs à la fin du mois de novembre, contre 1 356,5 milliards à fin octobre. Cet accroissement a pour origine l'augmentation de l'encours des billets de trésorerie, qui progresse de 12,7 milliards de francs, ainsi que de celui des bons des institutions et des sociétés financières qui gagne 12,5 milliards. À l'inverse, l'encours des certificats de dépôt a reculé de 6,4 milliards de francs, et celui des bons à moyen terme négociables a diminué de 1,9 milliard.

Les taux à l'émission des titres émis sur une durée inférieure ou égale à un an sont restés à des niveaux très proches de ceux observés à la fin du mois précédent. De même, les rémunérations des bons à moyen terme négociables ont globalement peu varié par rapport à celles du mois d'octobre.

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une baisse des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en novembre a reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte, essentiellement, d'une diminution importante des emprunts de l'État sur le marché intérieur, avec, notamment, l'absence d'émissions en écus, pour la deuxième fois de l'année.

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 647,8 milliards de francs le 28 novembre, contre 654,2 milliards le 31 octobre et 641,1 milliards le 26 septembre.

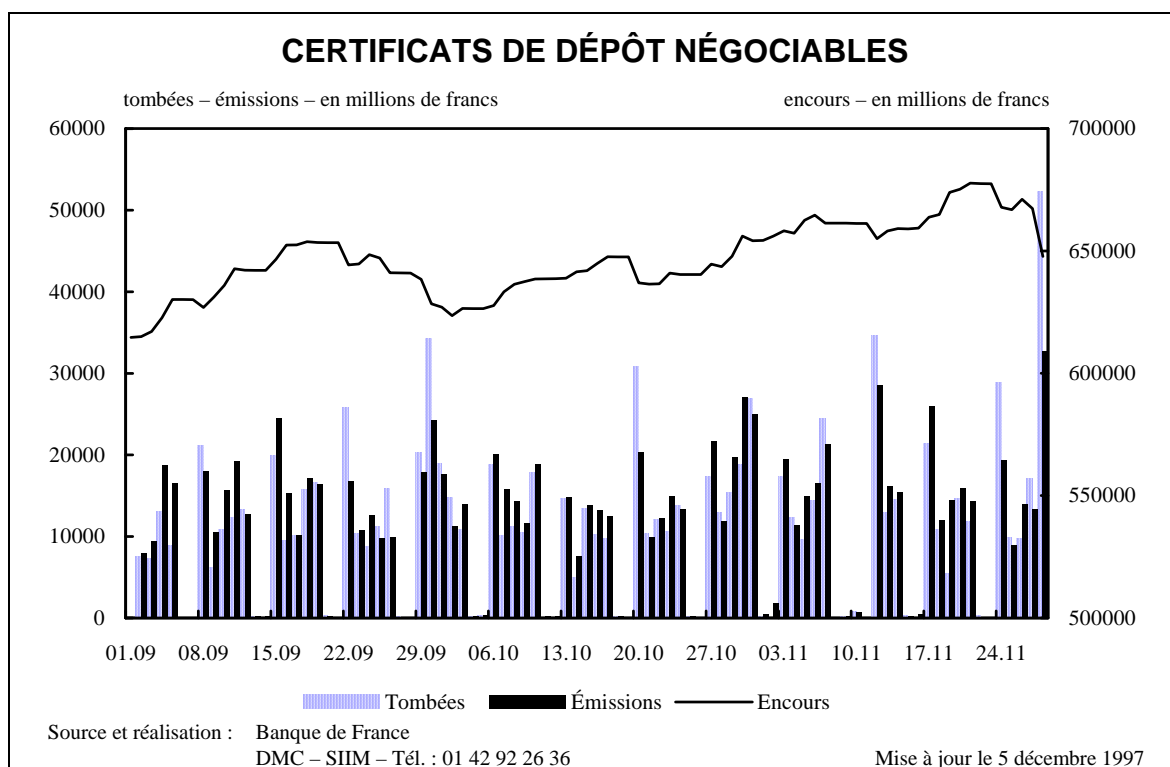
Les émissions réalisées au cours du mois de novembre ont atteint 318,1 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 404,1 milliards en octobre et 287,9 milliards en septembre (respectivement 324,5 milliards, contre 391 milliards et 259,2 milliards, pour les tombées).

Dix émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus au cours du mois sous revue : la Caisse centrale des caisses d'épargne (4,9 milliards), la Banque Paribas (2,9 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (2,6 milliards), AGF Banque (2,5 milliards), Abbey National Treasury Services Plc (1,7 milliard), Ford Crédit Europe Plc (1,5 milliard), Dresdner Kleinwort Benson et Crédit commercial de France (1,2 milliard chacun) et la Caisse centrale du crédit mutuel ainsi que la Kredietbank (1,1 milliard chacun). Pendant la même période, douze autres établissements ont enregistré une baisse supérieure à ce même seuil : la Caisse nationale de crédit agricole et la Banque nationale de Paris (2,9 milliards de francs chacune), le Crédit agricole Indosuez (2,6 milliards), Morgan Guaranty Trust CY New York et The Industrial Bank of Japan Ltd (2,1 milliards chacune), Commerzbank AG et Deutsche Bank (1,9 milliard chacune), The Sumitomo Bank Ltd (1,8 milliard), l'Union de banque suisse (1,7 milliard), la Banque fédérative du crédit mutuel (1,5 milliard), la Compagnie bancaire et la Caisse interfédérale du crédit mutuel (1,2 milliard chacune).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* est restée assez proche de celle du mois précédent. Les établissements de crédit ont souscrit 32,2 % du montant total des émissions, contre 30,5 % au mois d'octobre, devant les sociétés et entreprises individuelles (23,4 %, contre 25,1 %), les OPCVM (22,9 %, contre 21,8 %) et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (16,5 %, contre 16,8 %).

L'examen de la répartition des *durées à l'émission* traduit un léger raccourcissement des maturités par rapport au mois d'octobre. La part des émissions réalisées entre dix jours et un mois s'est établie à 25,6 % de la production, contre 19,4 % le mois précédent ; la plage comprise entre un mois et trois mois a recueilli 51,3 % du montant total d'émission (contre 49,2 %) et les opérations d'une durée initiale supérieure à trois mois et inférieure à six mois ont représenté 22,0 % du total, contre 29,9 % en octobre.

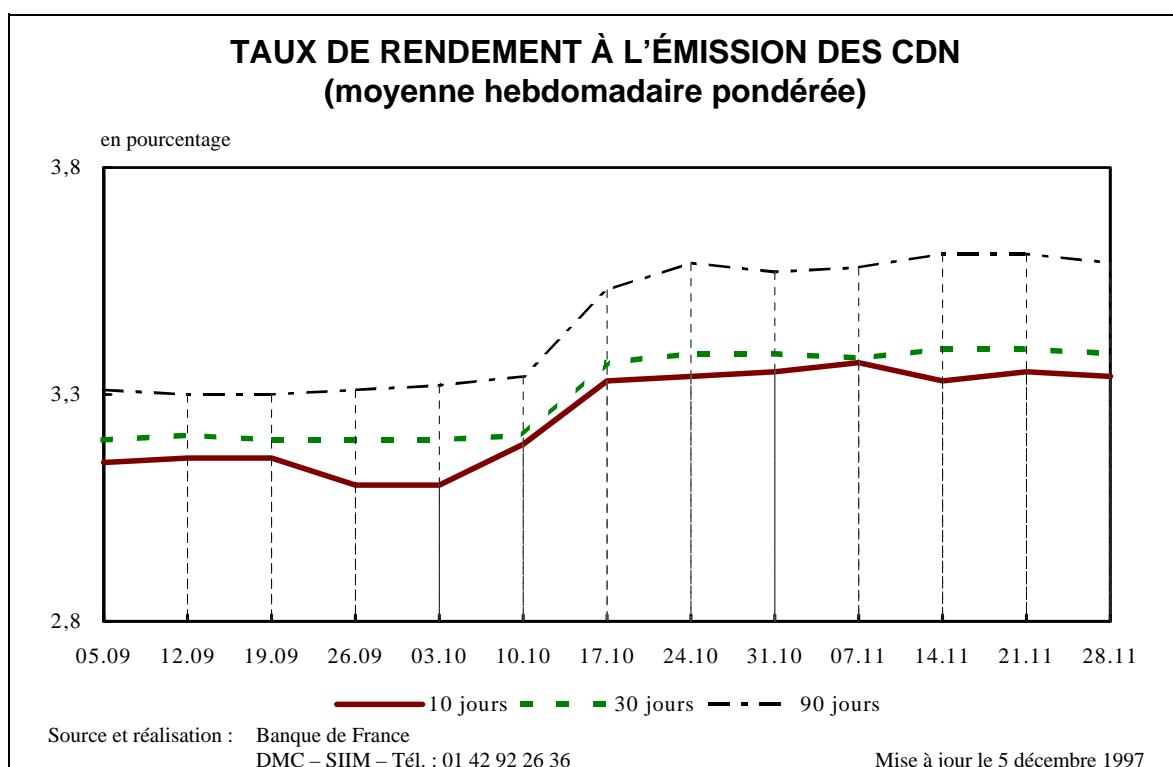
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	81,4	25,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	163,1	51,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	70,1	22,0
De 6 mois à 1 an	3,5	1,1
Total	318,1	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 325 le 28 novembre, contre 323 le 31 octobre et 330 le 26 septembre.

Les *taux à l'émission* ne traduisent pas de tendance spécifique par rapport au mois précédent, les valeurs se positionnant légèrement à la baisse ou à la hausse selon les maturités.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
	(en pourcentage)			
	3 au 7 novembre	10 au 14 novembre	17 au 21 novembre	24 au 28 novembre
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,37	3,33	3,35	3,34
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,38	3,40	3,40	3,39
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,58	3,61	3,61	3,59
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	3,00	2,85	3,00	3,05
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,48	3,45	3,46	3,48
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,51	3,53	3,51	3,53
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,52	3,53	3,53	3,56



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

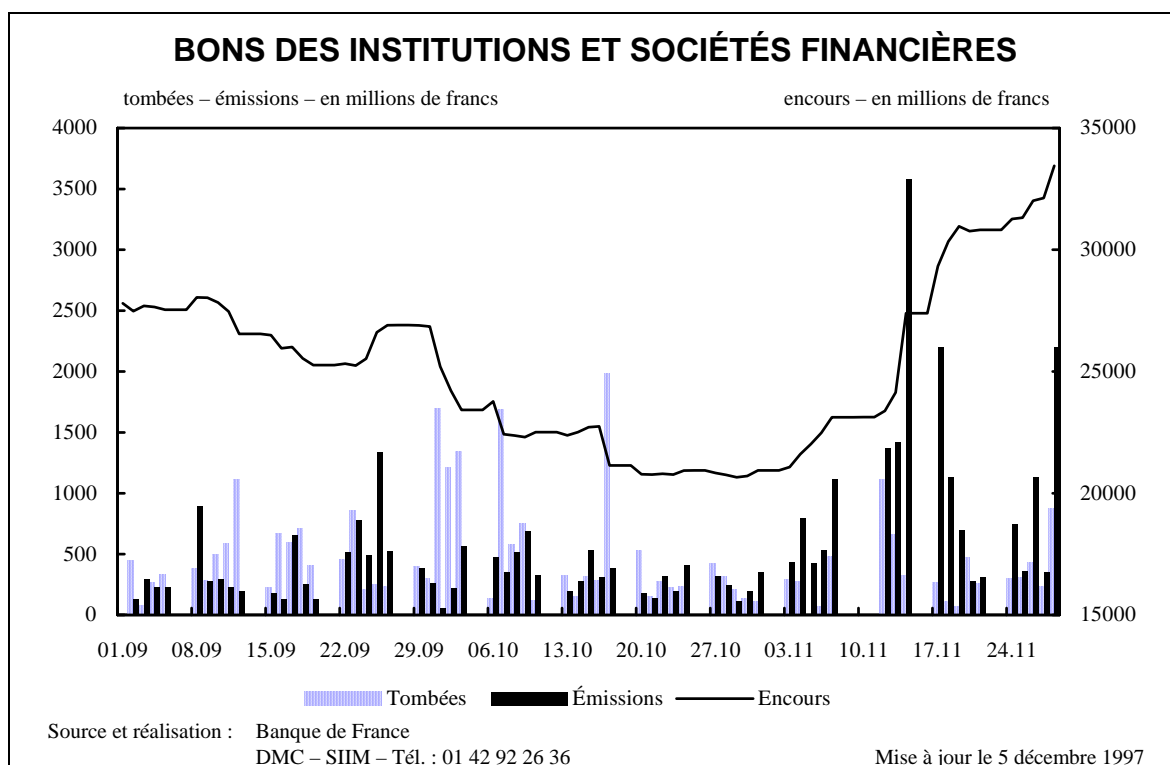
L'encours de ces bons se montait à 33,4 milliards de francs le 28 novembre, contre 20,9 milliards le 31 octobre et 26,9 milliards le 26 septembre. À fin novembre, 89,3 % de l'encours global correspondait aux opérations de huit émetteurs disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, dont 48,5 % pour le Crédit local de France, (16,2 milliards, contre 3,7 milliards à fin octobre).

Du fait d'une très forte présence de ce dernier établissement, les émissions réalisées au cours du mois de novembre ont atteint un niveau particulièrement remarquable de 19 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 7,9 milliards en octobre et 8,6 milliards en septembre (respectivement 6,5 milliards, contre 13,9 milliards et 8,7 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la *souscription* de BISF a sensiblement diminué par rapport au mois précédent, avec 62,4 % du montant global d'émission, contre 72,5 % en octobre. Cette diminution s'est effectuée au profit des OPCVM, qui ont acquis 32,7 %, contre 20,1 % le mois précédent ; les sociétés et entreprises individuelles ont souscrit 3,4 % de la production.

L'examen des *durées à l'émission* montre une augmentation du volume des opérations réalisées dans la tranche de trois mois à six mois (59,6 % du total, contre 38,6 % en octobre). À l'opposé, la part des émissions réalisées sur la maturité comprise entre un mois et trois mois a atteint 37,6 %, contre 49,2 % en octobre, et celle se rapportant à la tranche comprise entre dix jours et un mois a atteint 1,8 %, contre 6,5 % le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	0,3	1,8
De 1 mois à moins de 3 mois.....	7,2	37,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	11,3	59,6
De 6 mois à 1 an	0,2	1,0
Total	19,0	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* des bons des institutions financières se sont très légèrement tendus sur la durée de un mois, pour gagner 2 points de base. Les autres variations ne sont pas significatives.

Billets de trésorerie (BT)

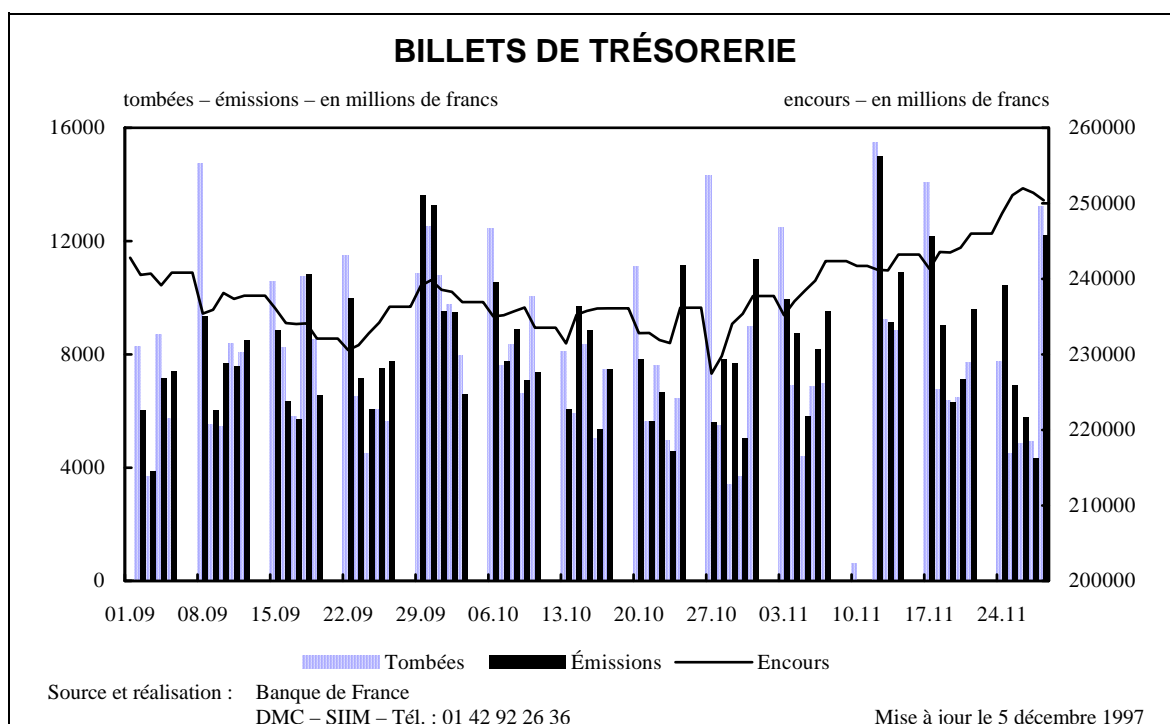
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 250,4 milliards de francs le 28 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 237,7 milliards le 31 octobre et 236,3 milliards le 26 septembre. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 161,1 milliards de francs, contre 204,8 milliards en octobre et 147,8 milliards en septembre (respectivement 148,5 milliards, contre 203,4 milliards et 155,9 milliards, pour les tombées). Le 28 novembre, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 94, contre 95 les deux mois précédents.

Six émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus pendant la période sous revue ; il s'agit du Réseau ferré de France (9,2 milliards), EDF et la Cades (6,2 milliards chacune), Rhône-Poulenc (2,5 milliards), France Télécom (2 milliards) et la Compagnie générale des eaux (1,1 milliard). À l'inverse, sept émetteurs ont diminué leur encours au-delà de 1 milliard de francs : SNCF (3,4 milliards), Total CFP (3,2 milliards), Thomson SA (2,9 milliards), Alcatel Alsthom (2 milliards), Elf Aquitaine Finance et Cofiroute (1,3 milliard) et enfin SNC Commerciale Drouot (1,1 milliard).

La *souscription* des billets de trésorerie émis au cours du mois s'est effectuée au bénéfice des établissements de crédit, à hauteur de 77,4 % comme au mois d'octobre. Les OPCVM se sont portés acquéreurs de ces titres pour 15,3 %, contre 10,1 % le mois précédent. La part des sociétés et entreprises individuelles a représenté 4,38 %.

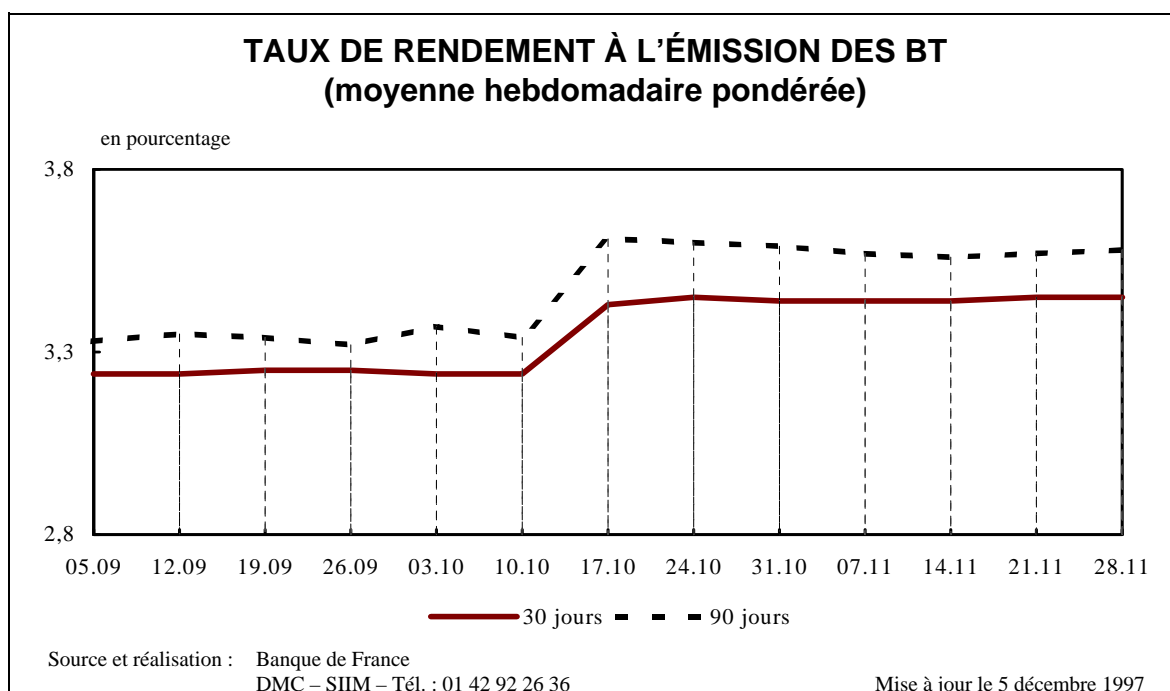
La répartition mensuelle des émissions par durée a faiblement varié par rapport au mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentré sur les durées comprises entre un mois et trois mois, avec 69,3 % du montant global (64,6 % en octobre), les opérations se rapportant aux titres inférieurs à un mois ont constitué 18,6 % du total des émissions, contre 17,7 %, et celles comprises entre trois mois et six mois ont atteint 9,7 %, contre 15,6 % le mois précédent.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	30,0	18,6
De 1 mois à moins de 3 mois.....	111,7	69,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	15,6	9,7
De 6 mois à 1 an.....	3,8	2,4
Total	161,1	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* sont restés particulièrement stables au cours de la période sous revue. Les variations constatées sur les différents termes n'atteignent que 1 point à la baisse ou à la hausse suivant les semaines.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	3 au 7 novembre	10 au 14 novembre	17 au 21 novembre	24 au 28 novembre
Billets à 10 jours (moyenne).....	3,41	3,40	3,41	3,40
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,44	3,44	3,45	3,45
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,57	3,56	3,57	3,58
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,39	3,40	3,39	3,40
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,58	3,55	3,55	3,59
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,51	3,53	3,51	3,53
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,52	3,53	3,53	3,56



Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 441,8 milliards de francs le 28 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 443,7 milliards au 31 octobre et 440,4 milliards au 26 septembre.

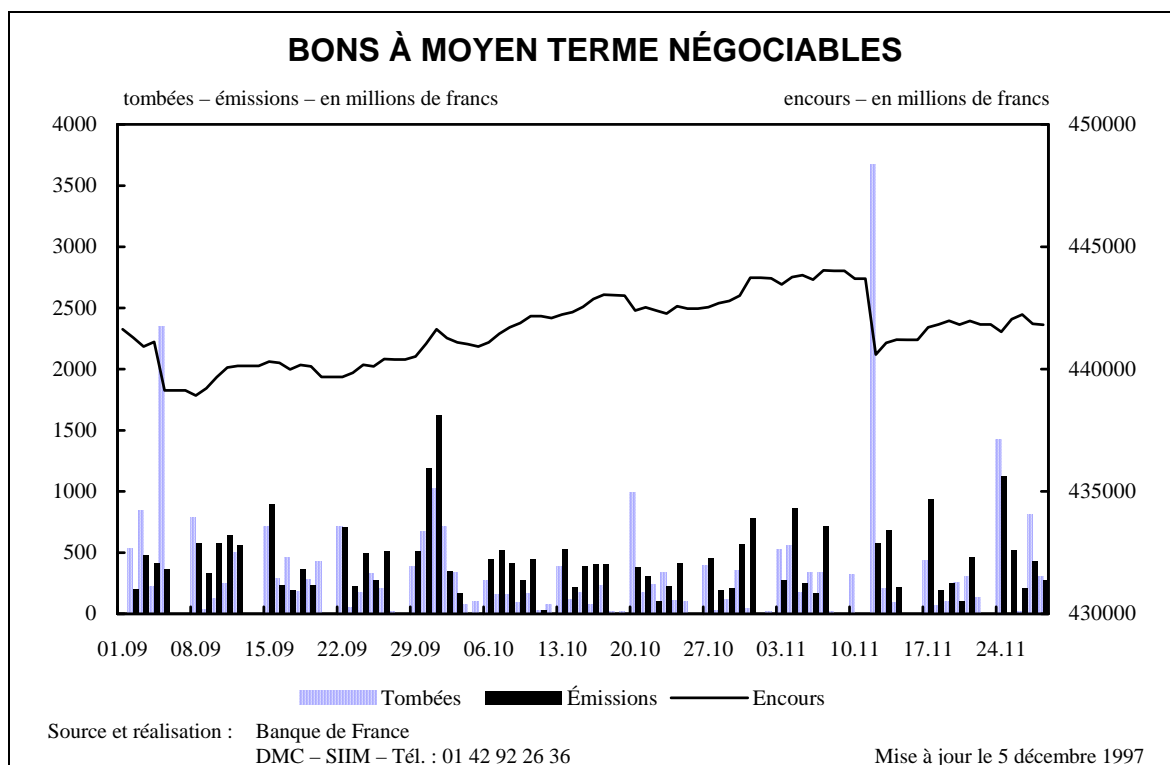
Les émissions réalisées au cours du mois de novembre se sont élevées à 8,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 11,5 milliards en octobre et 8,9 milliards en septembre (respectivement 10,1 milliards dont 3,7 milliards dus à deux établissements, cf. *infra*, contre 8,2 milliards et 10,5 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 230, contre 229 en octobre et 232 en septembre. Les hausses d'encours les plus significatives observées au cours du mois de novembre concernent la Banque CPR (400 millions de francs), la Société générale (384 millions) et Lafarge (370 millions), alors que les baisses les plus accentuées ont été surtout le fait du Crédit commercial de France et de la Compagnie bancaire (1,6 milliard chacun) et, dans une moindre mesure, du Crédit agricole Indosuez (494 millions de francs) et du Crédit du Nord (385 millions). La Société générale demeure le principal émetteur, avec un encours de 40,6 milliards de francs, contre 40,2 milliards à la fin du mois d'octobre.

La répartition par catégorie de *souscripteurs* révèle une diminution de la participation des établissements de crédit, avec 58,3 % du montant global d'émission, contre 63,5 % pour le mois précédent. À l'opposé, la part des OPCVM a progressé, pour atteindre 19,8 %, contre 12,7 % à fin octobre, et celles des sociétés et entreprises individuelles ainsi que des administrations publiques et privées ont atteint 10,3 %, contre respectivement 3,8 % et 9,6 % pour le mois précédent.

La répartition des émissions par tranche de durées traduit une stabilité pour les opérations réalisées sur la maturité inférieure à deux ans (39,4 %, contre 40,2 %) et une augmentation sensible pour les opérations réalisées sur les maturités comprises entre deux ans et cinq ans (45,1 %, contre 35,2 %). Par ailleurs, les émissions d'une durée supérieure à cinq ans ont constitué 15,5 % du montant total de la production, contre 24,6 % à la fin du mois d'octobre.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	3,2	39,4
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,2	26,2
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,5	18,9
De 5 ans à moins de 7 ans.....	0,5	6,0
De 7 ans et plus	0,8	9,5
Total	8,2	100,0



Les *taux à l'émission* observés traduisent une tension très nette au cours de la semaine du 24 au 28 novembre, dans des proportions comprises entre 2 points de base pour les bons à un an et 42 points de base pour les rémunérations relatives aux titres émis à trois ans, sur une assiette toutefois très étroite.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	3 au 7 novembre	10 au 14 novembre	17 au 21 novembre	24 au 28 novembre
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,98	4,09	4,06	4,08
Bons à 2 ans (moyenne).....	4,53	4,57	4,47	4,57
Bons à 3 ans (moyenne).....	4,88	—	4,44	4,86
Bons à 5 ans (moyenne).....	5,21	—	4,95	5,16
Bons à 7 ans (moyenne).....	—	—	—	—
Bons à 10 ans (moyenne).....	—	—	—	—

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DES TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1996		1997		
	Novembre	Décembre	Septembre	Octobre	Novembre
SICAV	1 721,6	1 638,4	1 694,5	1 643,9	1 660,6
– monétaires	919,1	843,3	799,6	785,1	793,6
– obligations et autres titres de créance	475,3	469,4	467,1	458,0	454,8
– actions	201,2	200,0	266,0	243,5	252,2
– diversifiées	123,3	123,1	158,9	154,6	157,1
– garanties	2,7	2,6	2,9	2,7	2,9
FCP	1 153,2	1 129,7	1 373,3	1 363,3	1 385,0
– monétaires	319,0	288,8	295,6	283,6	288,3
– obligations et autres titres de créance	348,1	347,1	376,0	375,3	375,4
– actions	99,4	102,2	149,7	141,2	147,2
– diversifiés	270,4	272,8	388,3	399,1	406,9
– garantis	116,3	118,8	163,7	164,1	167,2
OPCVM	2 874,8	2 768,1	3 067,8	3 007,2	3 045,6
– monétaires	1 238,1	1 132,1	1 095,2	1 068,7	1 081,9
– obligations et autres titres de créance	823,4	816,5	843,1	833,3	830,2
– actions	300,6	302,2	415,7	384,7	399,4
– diversifiés	393,7	395,9	547,2	553,7	564,0
– garantis	119,0	121,4	166,6	166,8	170,1
Source : Commission des opérations de bourse					
Réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 3 décembre 1997					

En novembre, l'encours des titres d'OPCVM monétaires a atteint 1 081,9 milliards de francs, soit une baisse de 12,6 % en glissement annuel, en dépit d'une reprise des souscriptions sur le mois.

L'encours des titres d'OPCVM « obligations » s'est établi à 830,2 milliards de francs, progressant de 0,8 % en glissement annuel.

Les titres d'OPCVM actions ont vu leur encours s'établir à 399,4 milliards de francs, en hausse de 32,9 % sur un an, essentiellement grâce à un effet performance.

L'encours des titres d'OPCVM « diversifiés » a atteint 564 milliards de francs (+ 43,3 % sur un an) et celui des OPCVM « garantis » 170,1 milliards (+ 42,9 % en glissement annuel).

Au total, pour l'ensemble des OPCVM toutes catégories confondues, l'encours s'est élevé à 3 045,6 milliards de francs, marquant ainsi une progression de 5,9 % sur douze mois.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en novembre

Les flux d'émissions en francs et en devises

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé par une stabilité des taux d'intérêt à court terme et par une baisse des taux à long terme, le montant des émissions obligataires réglées en novembre a reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution résulte, essentiellement, d'une diminution conséquente des emprunts de l'État sur le marché intérieur, avec notamment l'absence d'émissions en écus, pour la deuxième fois de l'année.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 51,5 milliards de francs, après 58 milliards en octobre et 42 milliards en septembre. Plus de 66 % des titres réglés en novembre ont été émis en francs sur le marché intérieur. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES (a)								
ventilation par marché								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1997	11 mois 1997	11 mois 1996	Année 1996		Novembre 1997	11 mois 1997	11 mois 1996	Année 1996
MARCHÉ INTÉRIEUR								
21,8	310,8	279,9	301,2	État	20,8	186,5	242,2	248,4
4,0	64,2	61,0	68,6	Établissements de crédit et assimilés	- 12,2	- 58,6	- 55,5	- 58,0
8,4	35,4	50,7	55,1	Sociétés non financières	8,2	8,6	25,0	27,3
-	12,2	49,4	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,1	10,0	46,5	46,3
34,2	422,5	441,0	474,8	Ensemble des résidents	16,8	146,6	258,2	264,1
-	0,2	-	-	Non-résidents	- 1,0	- 5,1	- 1,8	- 1,8
34,2	422,7	441,0	474,8	TOTAL	15,8	141,5	256,5	262,3
-	31,9	23,1	24,4	dont émissions en écus	-	25,5	23,1	24,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,0	23,5	24,4	25,5	Établissements de crédit et assimilés	- 6,6	2,6	- 1,1	- 6,8
-	2,1	6,2	6,2	Sociétés non financières	-	- 4,9	1,4	1,4
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	- 0,3	-	-
1,0	25,6	30,6	31,7	Ensemble des résidents	- 6,6	- 2,6	0,3	- 5,3
16,3	162,6	142,6	161,4	Non-résidents	10,3	126,6	124,9	137,8
17,3	188,2	173,2	193,1	TOTAL	3,7	124,0	125,2	132,5
-	4,7	2,6	2,6	dont émissions en écus	-	- 3,9	0,5	0,5
-	3,4	2,6	2,6	dont émissions en écus des résidents	-	- 3,9	0,5	0,5
-	8,8	-	-	dont émissions en devises	-	8,8	-	-
-	1,4	-	-	dont émissions en devises des résidents	-	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)								
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23								
Mise à jour le 1 ^{er} décembre 1997								

La **collecte des résidents** est ressortie à 35 milliards de francs (41 milliards en octobre), soit près de 70 % des émissions réglées en novembre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN DEVISES (a)								
ventilation par devise								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1997	11 mois 1997	11 mois 1996	Année 1996		Novembre 1997	11 mois 1997	11 mois 1996	Année 1996
ÉMISSIONS en FRANCS								
21,8	279,2	256,8	276,8	État	20,8	161,3	219,1	224,0
5,0	82,6	82,8	91,5	Établissements de crédit et assimilés	- 18,8	- 53,8	- 57,1	- 65,3
8,4	37,5	56,8	61,3	Sociétés non financières	8,2	3,7	26,5	28,8
-	12,2	49,4	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,1	9,7	46,5	46,3
35,2	411,5	445,9	479,5	Ensemble des résidents	10,2	120,9	234,9	233,9
16,3	154,1	142,6	161,4	Non-résidents	9,3	114,1	123,1	136,0
51,5	565,5	588,5	640,9	TOTAL	19,5	235,0	358,0	369,9
34,2	390,9	417,9	450,5	dont émissions intérieures	15,8	115,9	233,4	238,0
34,2	390,7	417,9	450,5	dont émissions intérieures des résidents	16,8	121,1	235,1	239,8
ÉMISSIONS en ÉCUS								
-	31,6	23,1	24,4	État	-	25,2	23,1	24,4
-	3,7	2,6	2,6	Établissements de crédit et assimilés	-	- 3,6	0,5	0,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
-	35,3	25,7	27,0	Ensemble des résidents	-	21,7	23,6	24,9
-	1,3	-	-	Non-résidents	-	-	-	-
-	36,6	25,7	27,0	TOTAL	-	21,7	23,6	24,9
-	31,9	23,1	24,4	dont émissions intérieures	-	25,5	23,1	24,4
-	31,9	23,1	24,4	dont émissions intérieures des résidents	-	25,5	23,1	24,4
ÉMISSIONS en DEVISES								
-	1,4	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	1,4	-	-
-	7,4	-	-	Non-résidents	-	7,4	-	-
-	8,8	-	-	TOTAL	-	8,8	-	-
-	-	-	-	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 1 ^{er} décembre 1997								

Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 21,8 milliards de francs (29,5 milliards en octobre). Les fonds ont été intégralement levés sur trois lignes en francs, l'OAT 5,50 % octobre 2007 ¹, l'OAT TEC 10 janvier 2009 et l'OAT 6,50 % avril 2011. Lors de l'adjudication du 6 novembre, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 18,1 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 2,7 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,65 %, en hausse de 21 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent, compte tenu de la sensible remontée des taux intervenue courant octobre.

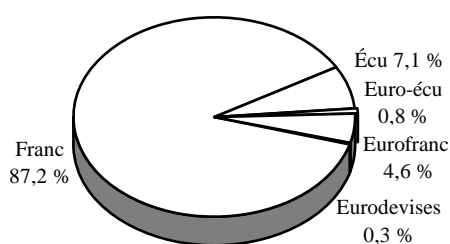
Hors État, la collecte des résidents, réalisée essentiellement sur le marché intérieur, est passée de 11,4 milliards de francs à 13,4 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés non financières ont respectivement levé 5 milliards de francs et 8,4 milliards.

La collecte des émetteurs non résidents, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 16,3 milliards de francs en novembre, après 17,6 milliards en octobre.

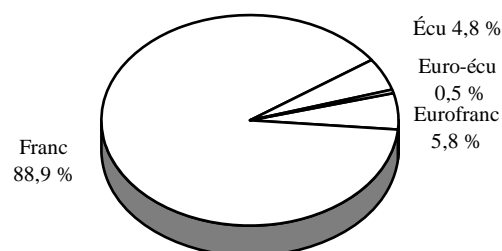
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 6 au 24 novembre) ont atteint 820 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,38 %.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

11 mois 1997

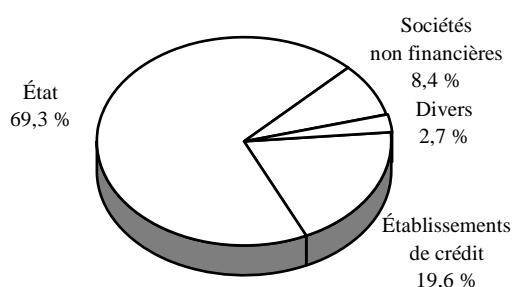


Année 1996

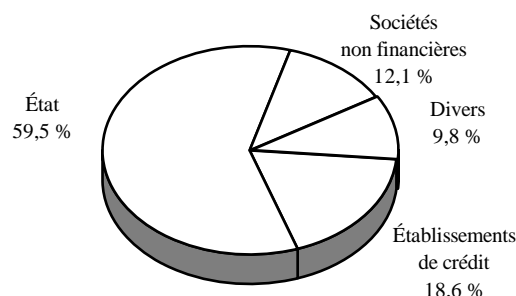


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

11 mois 1997



Année 1996



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

Mise à jour le 4 décembre 1997

Au terme des onze premiers mois de 1997, la collecte brute cumulée en francs et en devises des résidents s'est élevée à 448 milliards de francs, contre 472 milliards durant la période correspondante en 1996. Globalement, la proportion des émissions en francs a diminué au profit des émissions libellées en écus. La part de l'État¹ a représenté près de 70 % de la collecte brute globale en francs et en devises effectuée en 1997 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 60 % pour l'ensemble de l'année 1996.

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

Début novembre, le Trésor a annoncé qu'il pourrait procéder à des rachats ou des échanges de titres d'État dans le cadre de ses opérations de gestion active de la dette. Selon le Trésor, l'objectif serait de lisser l'échéancier des remboursements pour l'année 1998.

Par ailleurs, les emprunts de la Caisse autonome de refinancement (500 millions de francs), de la Bayerische Landesbank Girozentrale (500 millions) et d'Asset Backed Capital Limited (300 millions) ont pour point commun de proposer deux taux d'intérêt fixe successifs. En outre, les émissions du Crédit communal de Belgique (1,5 milliard de francs) et de Santander International Limited (300 millions) se caractérisent par un taux d'intérêt fixe suivi d'un taux variable, respectivement indexés sur le Pibor 6 mois et le CNO-TEC 10. Enfin, le taux d'intérêt fixe de l'emprunt du Crédit local de France (1,5 milliard de francs) sera suivi, au gré de l'émetteur, soit par un taux fixe, soit par un taux révisable.

¹ À fin novembre, l'État avait réalisé 97 % du programme indicatif d'émissions d'OAT, estimé à 320 milliards de francs.

Sur le marché intérieur, la société Ciments français est réintervenue seize ans après sa dernière apparition.

Sur le marché international, la banque allemande Hypothekbank in Essen AG a émis de nouveau une obligation hypothécaire libellée en francs.

En outre, un nouvel émetteur est apparu, le Crédit communal de Belgique.

Concernant le marché primaire des actions, la société *Duran Duboi* a émis pour 66 millions de francs d'obligations convertibles en actions à tout moment à partir de novembre 1997.

5.2.4. Le marché primaire des actions en octobre

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Septembre 1997	Octobre 1997	10 mois 1997	10 mois 1996	Année 1996
TOTAL ÉMIS (a).....	10,3	25,2	235,6	263,5	286,0
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	7,9	25,1	218,5	244,7	264,9
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	2,3	0,1	7,1	14,4	16,4
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,1	–	10,0	4,4	4,7
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,2	19,8	45,6	37,0	40,3
– émissions avec appel public à l' épargne (c).....	2,1	18,9	41,4	35,5	39,3
(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 décembre 1997					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 25,2 milliards de francs en octobre, après 10,3 milliards en septembre. Au terme des dix premiers mois de 1997, leur montant (235,6 milliards de francs) apparaît en diminution d'environ 10 % d'une année à l'autre ¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont passées de 37 milliards de francs à 45,6 milliards, soit une hausse de 23 %. À fin octobre 1997, elles représentaient 19 % 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 hausse de 17 % 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.

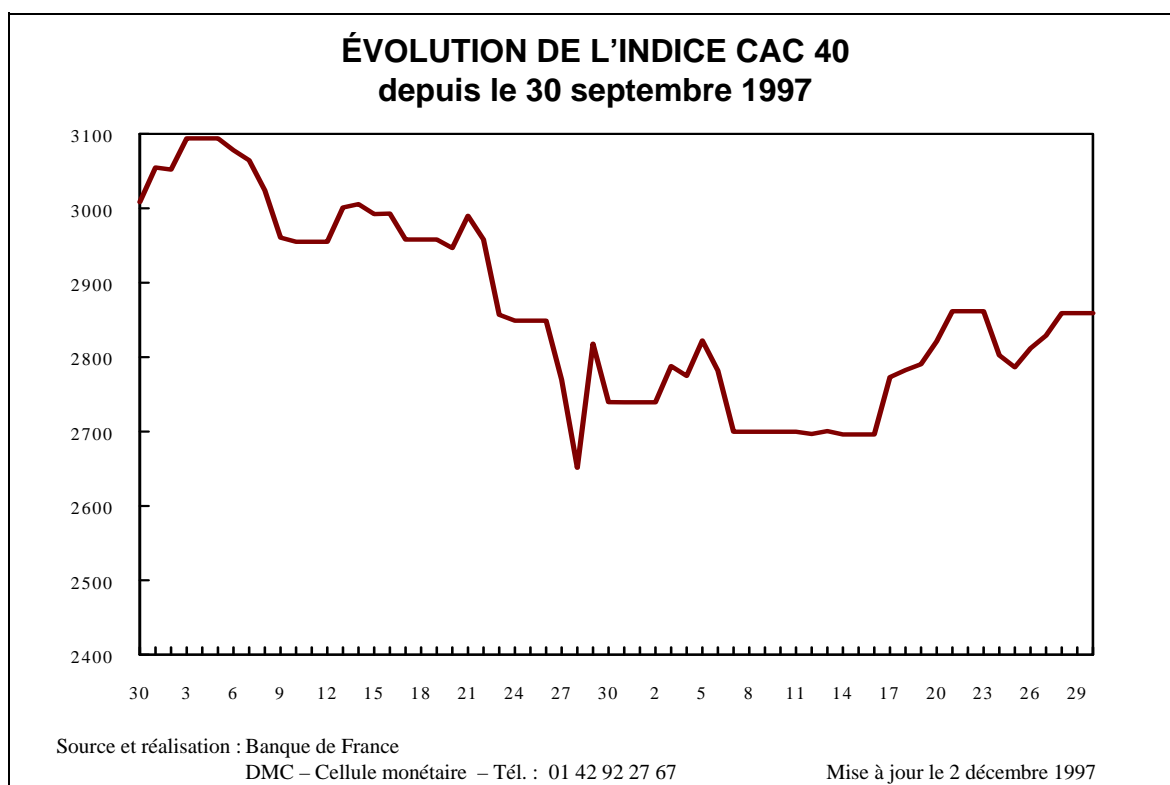
5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris s'est inscrite en hausse sensible au cours de la seconde moitié du mois, alors qu'elle avait enregistré, auparavant, une évolution assez heurtée. Elle a ainsi partiellement effacé le fort recul du mois d'octobre, même si elle demeure nettement en deçà de ses plus hauts niveaux, atteints au tout début de ce même mois. La liquidation mensuelle s'est soldée par une légère progression (0,44 %).

5.3.1. L'évolution pendant le mois

Durant la première quinzaine, l'indice CAC 40 a fluctué étroitement dans un contexte marqué par la persistance d'une fragilité des marchés d'actions, après leur fort recul du mois d'octobre lié à la crise financière en Asie du Sud-Est. Par la suite, une reprise s'est opérée avec une certaine vigueur. Celle-ci a été, toutefois, interrompue par une séance de fort repli à la suite de l'annonce de la faillite de Yamaichi, quatrième courtier japonais. L'indice CAC 40 s'établissait le 30 novembre à 2 859,19, contre 3 094,01 à son plus haut niveau le 3 octobre (soit – 7,6 %). La progression de l'indice depuis le début de l'année n'en reste pas moins très forte, à 23,5 %.

INDICES BOURSIERS				
	31 octobre 1997	30 novembre 1997	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones)	7 442,08	7 823,13	5,12	21,32
Londres (FT 100)	4 842,30	4 831,80	- 0,22	17,32
Tokyo (Nikkei)	16 458,94	16 636,26	1,08	- 14,07
Paris (CAC 40)	2 739,30	2 859,19	4,38	23,47
Francfort (DAX)	3 726,69	3 949,14	5,97	36,71
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67				
Mise à jour le 2 décembre 1997				



5.3.2. La tendance au début du mois de décembre

(arrêtée au 8)

Au début du mois, la Bourse de Paris est restée orientée à la hausse. La progression des cours a notamment profité aux valeurs financières et aux valeurs exportatrices soutenues par l'appréciation du dollar. Une évolution analogue, quoique d'ampleur inégale selon les places, s'est opérée sur les autres marchés européens. Au total, le CAC 40 progresse de 2,6 % depuis la fin novembre, tandis que le DAX et le Footsie augmentent respectivement de 6,9 % et 7,3 %.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les statistiques monétaires à fin octobre 1997 confirment le dynamisme des agrégats monétaires étroits et larges.

Les moyens de paiement *M1* ont légèrement progressé au cours du mois (+ 0,1 %, comme en septembre). En glissement annuel, leur accroissement est de 8 %, ce résultat recouvrant toutefois pour partie un effet de base. La croissance des placements sur livrets (*M2 – M1*) s'est renforcée (+ 0,9 % en octobre, après + 0,1 % en septembre). *M2* a encore accéléré, son glissement annuel atteignant + 9,4 % (+ 8,5 % en septembre). Les placements liquides référencés aux taux monétaires (*M3 – M2*) ont faiblement progressé en octobre (+ 0,3 %), leur baisse sur un an étant moins accusée qu'en septembre (– 10,4 %, au lieu de – 11,5 %). Ainsi, *M3* s'est accru de 0,4 % sur le mois et de 1,4 % en glissement annuel. La croissance de *P1* est demeurée très soutenue. Au total, *M3 + P1* a atteint un rythme de croissance annuelle de 4,8 %.

En septembre 1997, l'*endettement intérieur total* s'est accru de 0,1 % ; en glissement annuel, il a progressé de 3,5 % (après + 3,1 % le mois précédent). Les crédits à l'économie se sont repliés (– 0,2 %, contre + 0,3 % en août). Sur un an, leur variation est demeurée positive (+ 0,8 %). Pratiquement stables en septembre (– 0,1 %), les financements levés sur les marchés internes ont progressé de 7,3 % en un an. La distribution de nouveaux prêts s'est un peu accélérée ; elle a progressé de 11,3 % pour les neuf premiers mois de 1997 par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

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 OCTOBRE 1997			
M1	1 762,9	0,1	8,0
M2	3 412,4	0,5	9,4
M3	5 314,9	0,4	1,4
AGRÉGATS DE PLACEMENT À FIN OCTOBRE 1997			
P1	2 097,5	1,0	14,7
M3 + P1	7 412,4	0,6	4,8
AGRÉGATS DE FINANCEMENT À FIN SEPTEMBRE 1997			
Endettement intérieur total	11 191,5	0,1	3,5
dont : État	3 806,3		8,1
Crédits à l'économie (c).....	6 353,3	- 0,2	0,8
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX À FIN SEPTEMBRE 1997 (d)			
	–	–	11,3
(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 27 novembre 1997

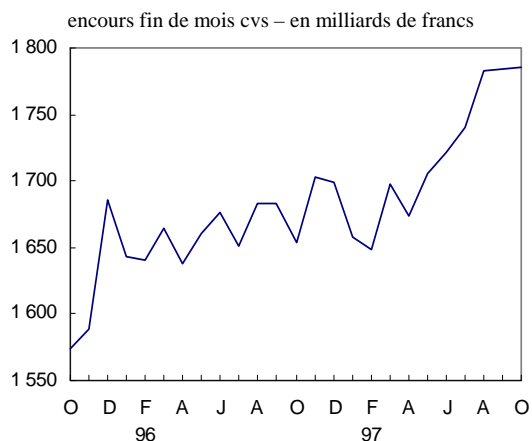
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin octobre 1997)

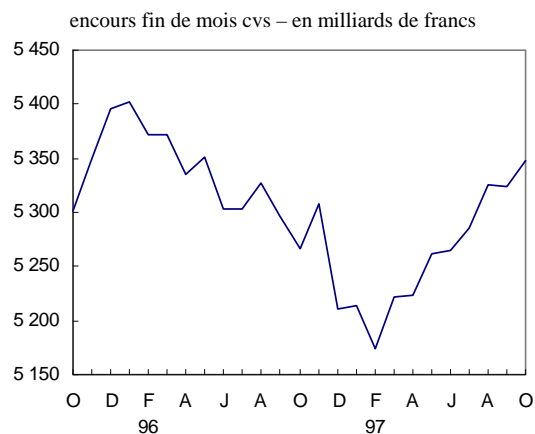
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts	
	Octobre 1997	Septembre 1997	Octobre 1997	Décembre 1996	Octobre 1997
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	256,5	- 0,8	0,2	0,8	1,7
<i>Dépôts à vue</i>	1 506,4	0,2	0,1	0,8	9,1
Total M1	1 762,9	0,1	0,1	0,8	8,0
<i>M2 – M1</i>	1 649,6	0,1	0,9	7,1	11,0
<i>Livrets A</i>	681,3	0,3	- 0,1	- 7,3	3,8
<i>Livrets bleus</i>	93,5	0,3	0,2	- 5,7	4,8
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	159,9	0,2	0,4	8,0	7,5
<i>Codevi</i>	211,9	- 0,1	- 1,8	4,6	8,2
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	194,3	2,1	2,0	69,9	21,2
<i>Livrets jeunes</i>	28,8				
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	280,0	0,1	3,2	25,2	32,4
Total M2	3 412,4	0,1	0,5	3,6	9,4
<i>M3 – M2</i>	1 902,5	- 0,2	0,3	- 13,1	- 10,4
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	139,1			3,8	26,2
<i>Dépôts à terme (a)</i>	336,1	- 0,6	1,0	- 24,5	- 15,4
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	167,5	- 1,1	1,8	- 12,1	- 3,5
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	318,5	4,6	- 1,8	- 23,1	0,7
<i>– Certificats de dépôt et BMTN</i>	308,2			- 23,7	2,5
<i>– Bons et BMTN des ISF</i>	10,3			- 14,0	- 33,8
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	930,9	- 0,7	- 1,4	- 5,2	- 15,2
<i>Parts de fonds communs de créances ..</i>	10,4				
Total M3	5 314,9	0,0	0,4	- 3,2	1,4
<i>M4 – M3</i>	103,7	0,8	- 8,9	7,7	13,5
<i>Bons du Trésor négociables</i>	81,1			0,1	14,4
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	22,6			33,3	10,2
Total M4	5 418,6	0,0	0,2	- 3,0	1,6
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	1 019,8	1,0	0,8	23,8	16,5
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	24,7				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	621,1			15,6	12,9
<i>– dont : Entreprises d'assurance</i>	141,6				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	148,3			32,7	39,4
<i>Bons de capitalisation</i>	283,6	0,1	- 0,4	- 0,9	- 0,9
Total P1	2 097,5	0,6	1,0	17,4	14,7
Total M3 + P1	7 412,4	0,2	0,6	1,5	4,8
<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 DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14</p> <p>Mise à jour le 27 novembre 1997</p>					

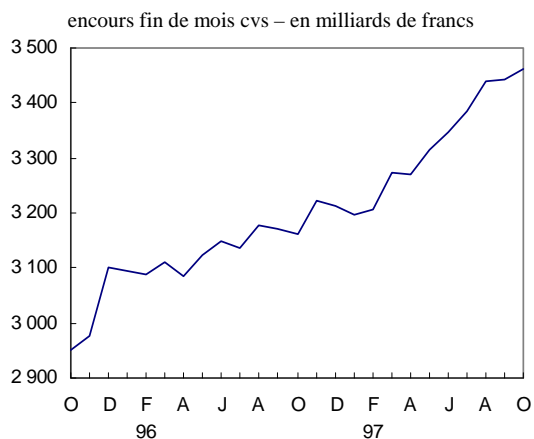
AGRÉGAT M1



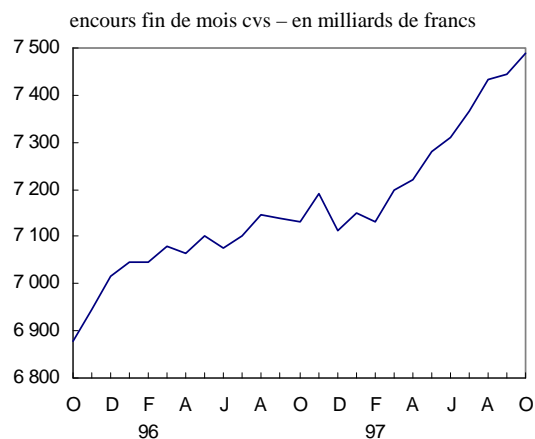
AGRÉGAT M3



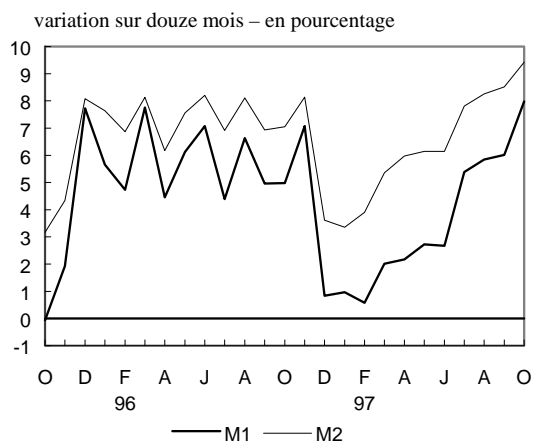
AGRÉGAT M2



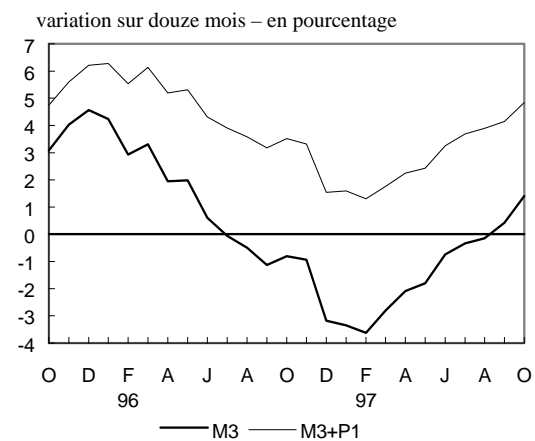
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



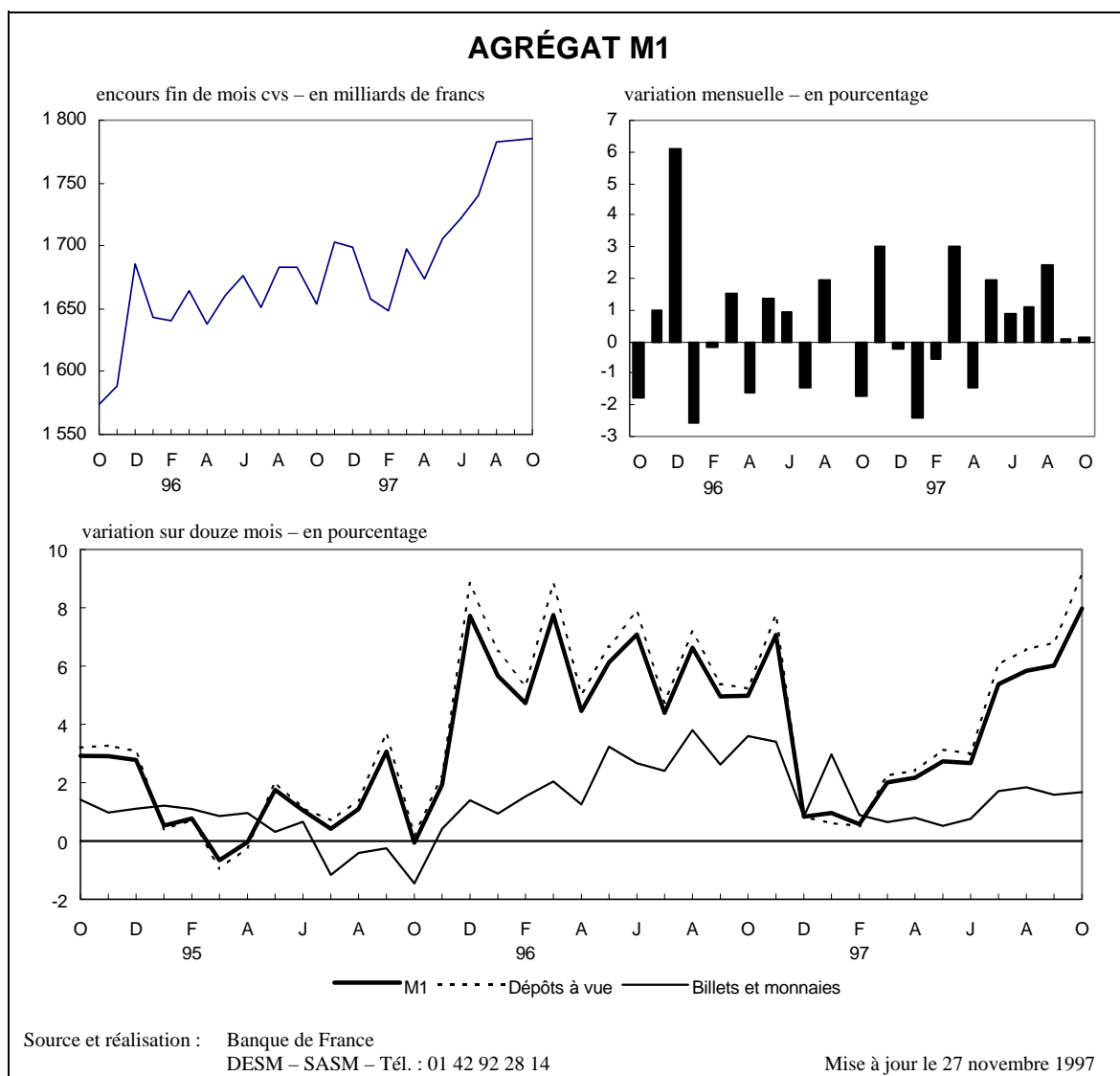
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 27 novembre 1997

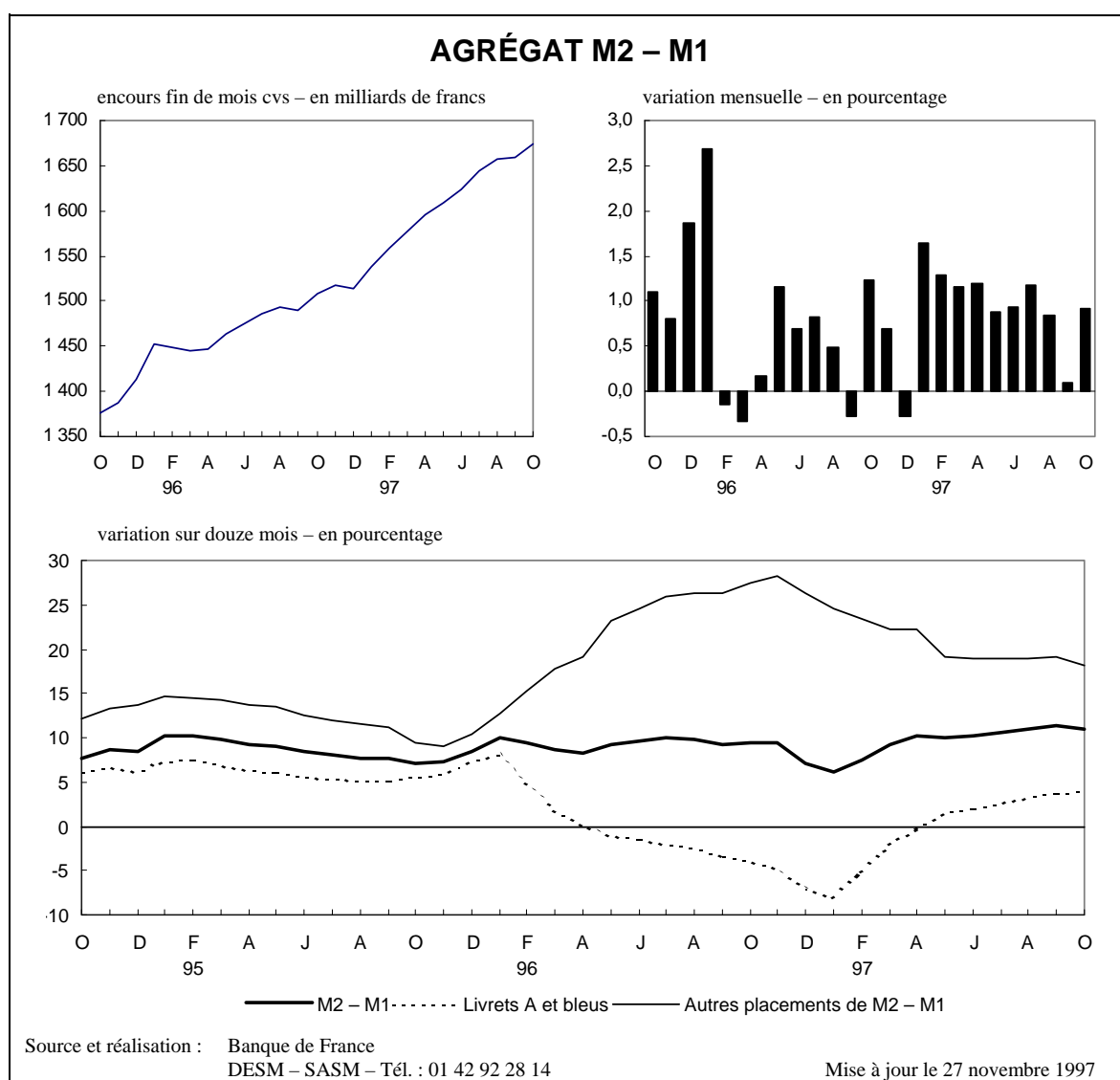
6.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En octobre, M1 a été pratiquement stable (+ 0,1 %). Son encours brut s'est établi à 1 762,9 milliards de francs.

Néanmoins, le glissement annuel de cet agrégat s'est encore renforcé pour atteindre 8 % (après + 6 % en septembre), essentiellement grâce au poste « dépôts à vue » (+ 9,1 % sur douze mois). Si ce résultat confirme l'affaiblissement sur un an du coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transactions en même temps qu'il est le signe d'un redressement de l'activité économique, il a été accentué par un effet de base, le mois d'octobre 1996 ayant enregistré une baisse sensible des dépôts à vue détenus par les agents non financiers résidents.

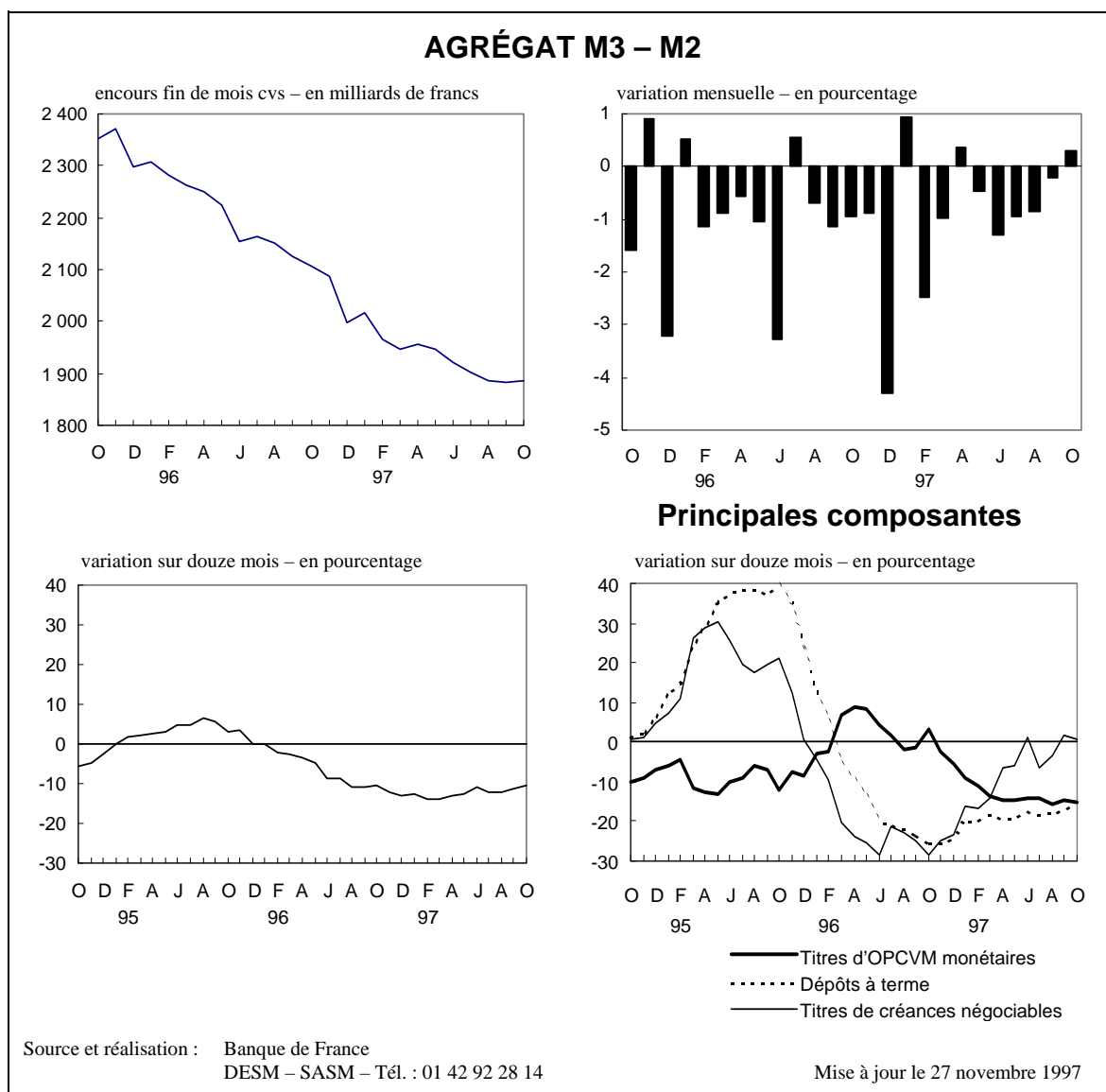
6.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



En octobre, la croissance de M2 – M1 s'est accélérée (+ 0,9 %, après + 0,1 % le mois précédent).

Le glissement annuel de cet agrégat a atteint + 11 %, confirmant le regain d'intérêt pour ces placements observé depuis le début de l'année. Notamment, les livrets soumis à l'impôt ont continué de progresser vivement (+ 32,4 % sur douze mois) et l'accélération des premiers livrets s'est poursuivie.

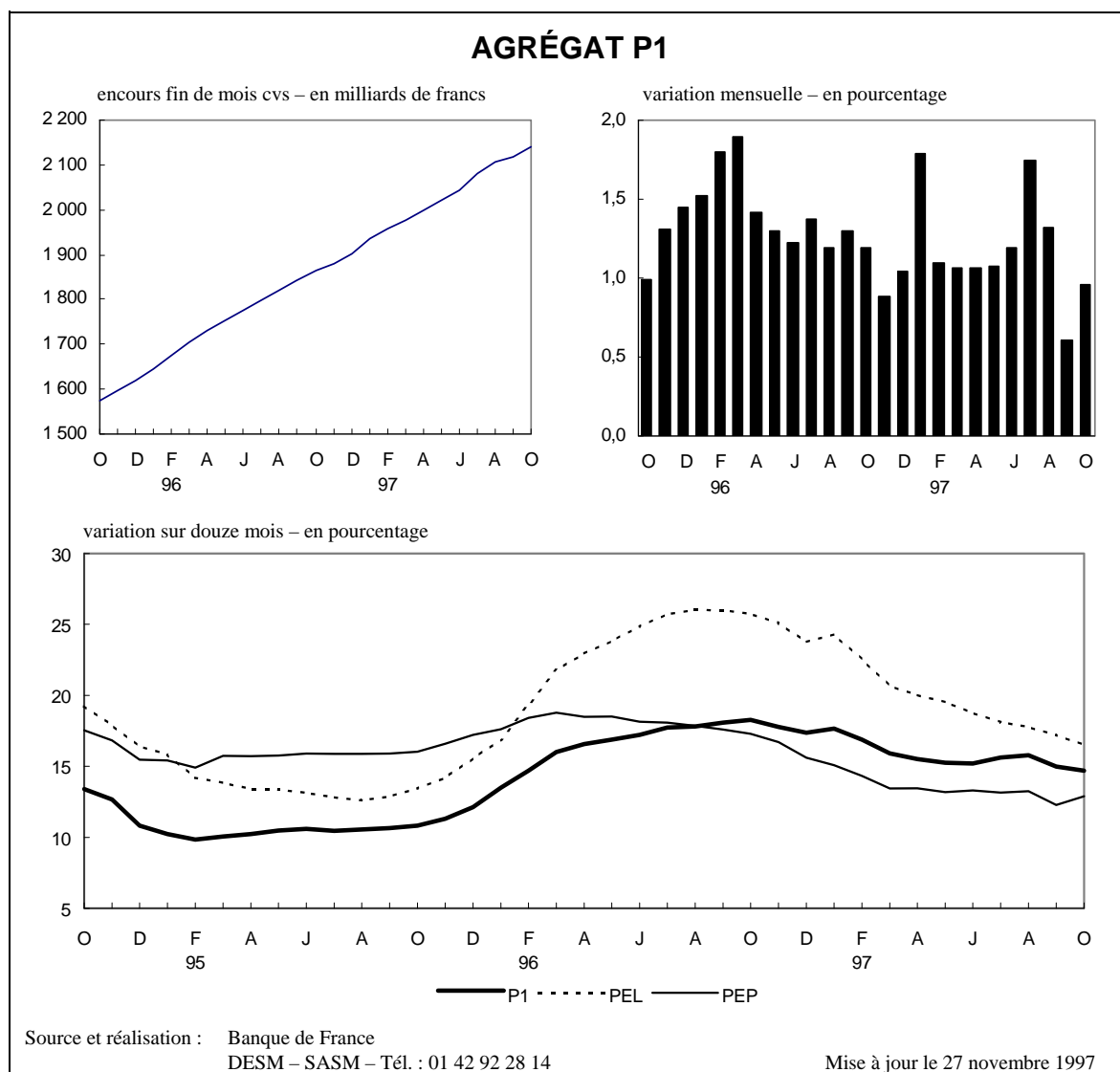
6.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



Pour la première fois depuis plusieurs mois, M3 – M2 a enregistré, en octobre 1997, une légère progression (+ 0,3 %). En particulier, les placements à terme non négociables ont progressé de 1,3 %, après un mouvement de repli ininterrompu depuis deux ans.

Le glissement annuel de cet agrégat a atteint – 10,4 %. Notamment, les titres d'OPCVM monétaires détenus par les agents non financiers résidents s'inscrivent toujours en net repli sur un an (– 15,2 %), de même que les placements à terme non négociables (– 11,8 %). En revanche, les placements en devises ont fortement progressé sur douze mois (+ 26,2 %).

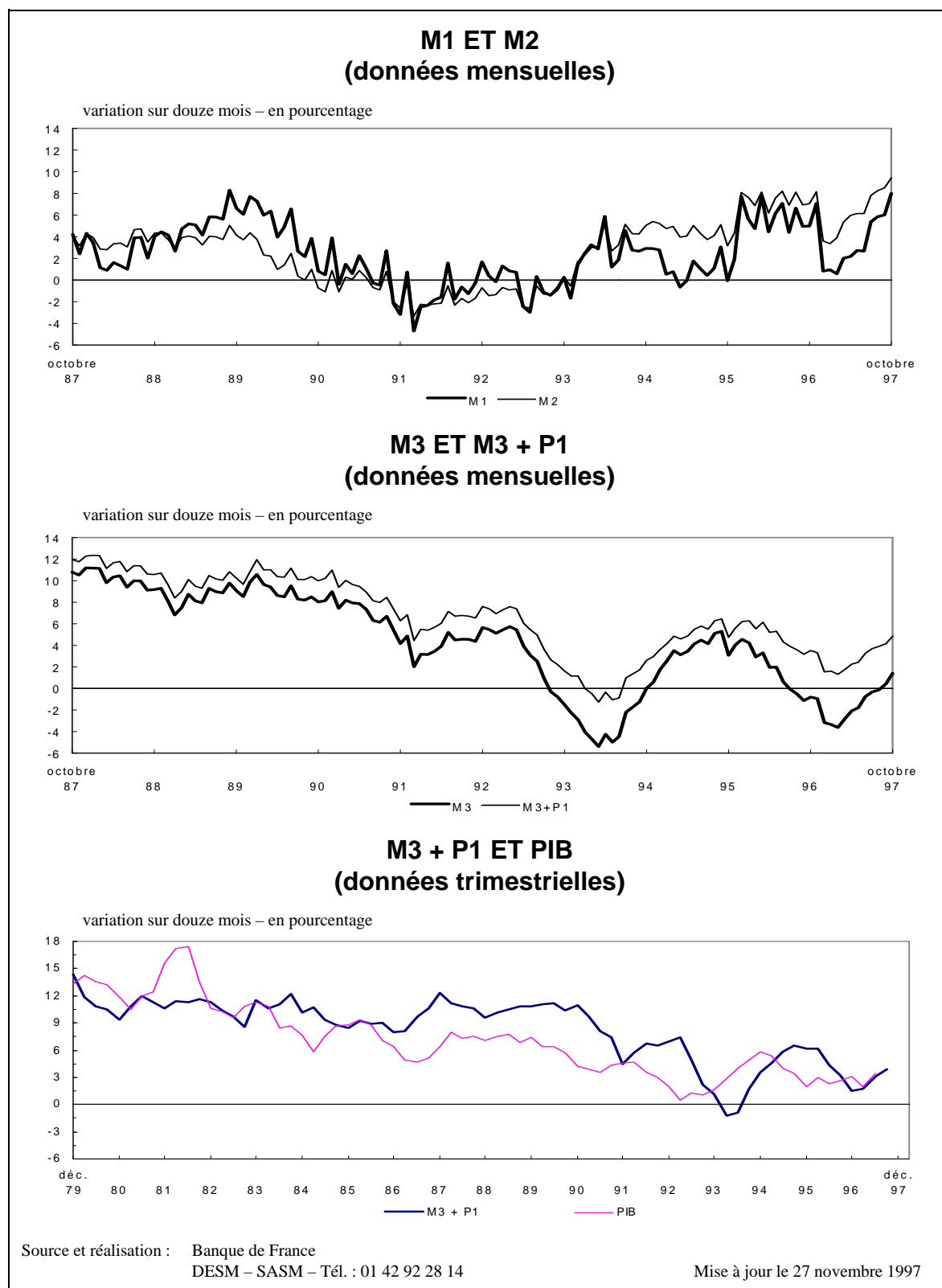
6.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



P1 s'est accru de 1,0 % en octobre 1997, soit une légère accélération par rapport à septembre (+ 0,6 %). Son encours brut a atteint 2 097,5 milliards de francs.

Le glissement annuel de P1 s'est établi à + 14,7 %. Ce dynamisme est entretenu par la forte croissance annuelle des titres d'OPCVM garantis (+ 39,4 %), des plans d'épargne-logement (+ 16,5 %) et des plans d'épargne populaire (+ 12,9 %). On note, néanmoins, que le ralentissement des placements en plans d'épargne-logement amorcé à l'automne de 1996 s'est poursuivi.

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

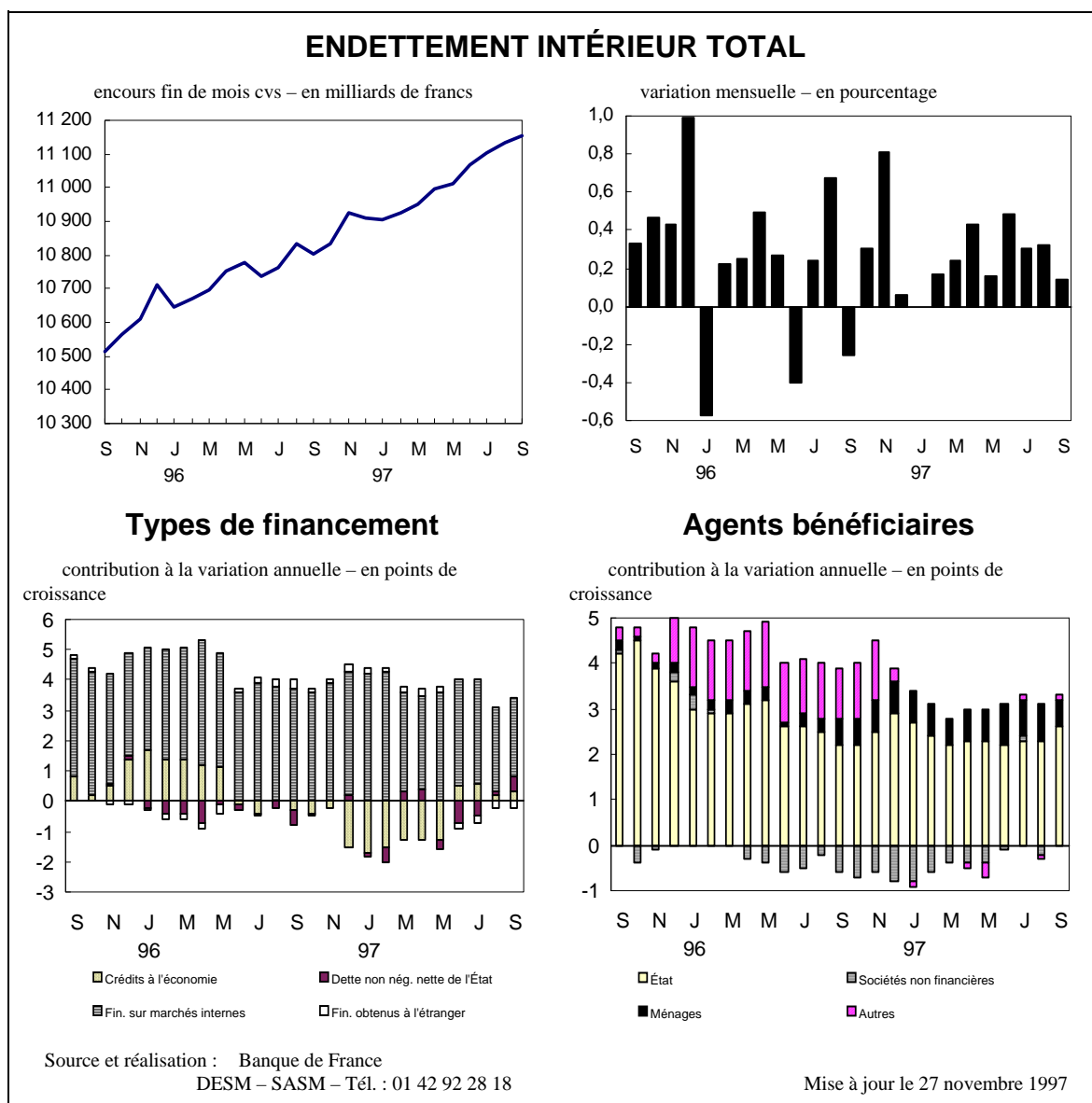


6.2. Le financement de l'économie

(à fin septembre 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)	
	Septembre 1997	Août 1997	Septembre 1997	Décembre 1996	Septembre 1997
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL.....	11 191,5	0,3	0,1	3,3	3,5
– État	3 806,3			9,5	8,1
– Sociétés	3 753,6			- 2,3	- 0,1
– Ménages	2 620,7			3,1	2,4
– Autres (b).....	1 010,8			2,6	1,2
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE.....	6 353,3	0,3	- 0,2	- 2,1	0,8
– Sociétés	2 874,0	0,6	- 0,8	- 4,5	- 2,1
– Ménages	2 620,7	0,0	0,0	3,1	2,4
– Autres (b).....	858,7	- 0,6	0,9	- 10,6	3,5
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c).....	344,8	16,7	6,5	7,5	20,1
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 236,0	- 0,6	- 0,1	12,5	7,3
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 511,3</i>	<i>- 3,4</i>	<i>- 1,7</i>	<i>8,8</i>	<i>4,8</i>
– État.....	1 260,5			2,8	4,5
– Sociétés	226,5			27,7	17,5
– Autres (b).....	24,3			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 724,7</i>	<i>1,0</i>	<i>1,5</i>	<i>14,4</i>	<i>8,7</i>
– État	2 168,7			14,0	8,9
– Sociétés	456,0			6,4	1,7
– Autres (b)	99,9			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	116,9	1,6	3,6	9,5	- 6,5
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	140,6	- 3,7	5,0	11,6	- 6,7
(a) Pour le calcul des glissements, le cumul des opérations de défaisance de la période est réintégré dans l'encours de fin de période.					
(b) Ce poste regroupe les administrations publiques hors État, les administrations privées et les entreprises d'assurance.					
(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.					
(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 18				Mise à jour le 2 décembre 1997	

6.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)

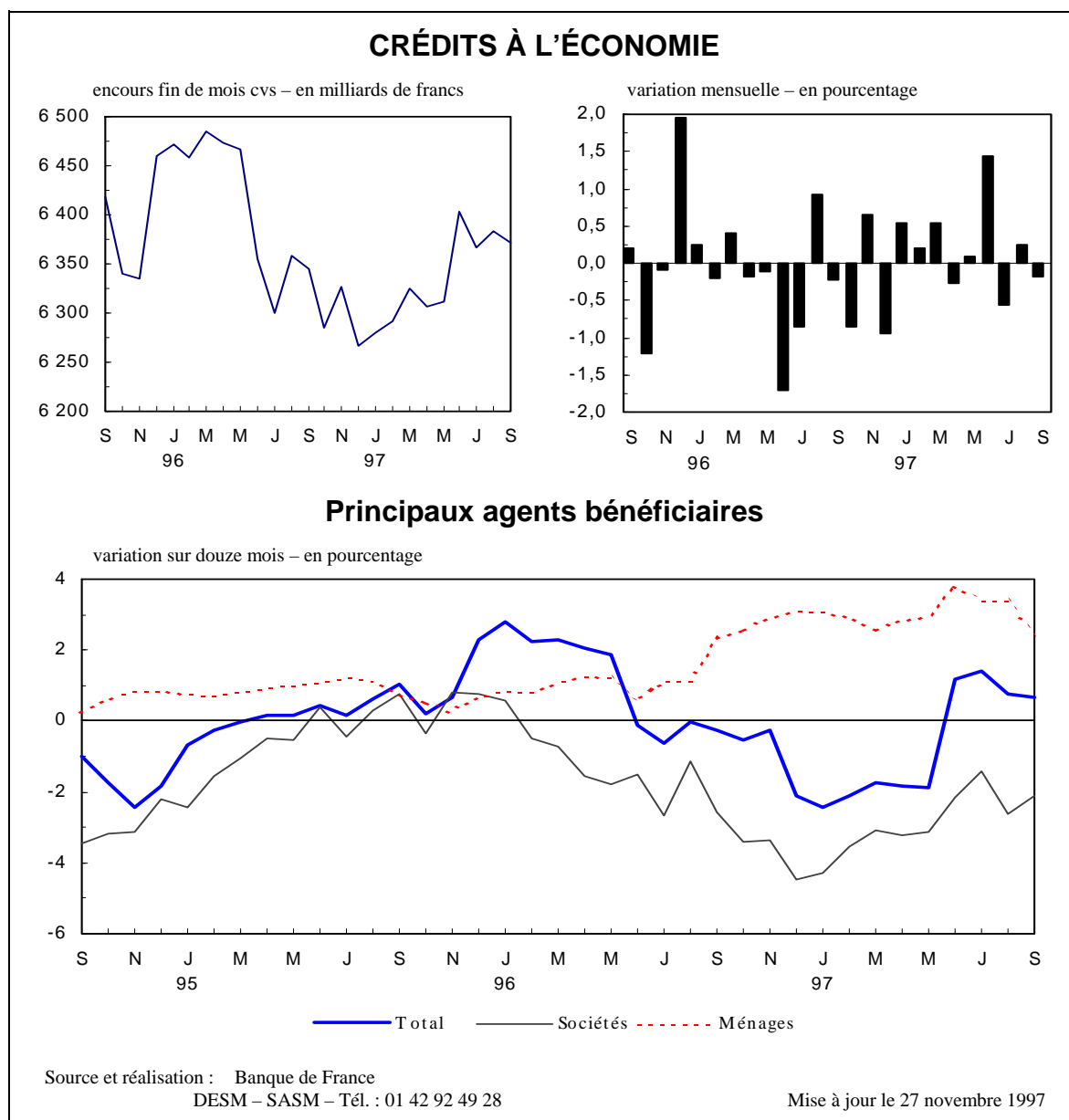


La progression mensuelle de l'endettement intérieur total s'est ralentie en septembre 1997 (+ 0,1 %, après + 0,3 % en août) pour le troisième mois consécutif. Son encours brut s'est établi à 11 191,5 milliards de francs.

En glissement annuel, la croissance de l'EIT est revenue de + 3,1 % en août à + 3,5 % en septembre. L'endettement de l'État a progressé de 8,1 %. L'endettement des sociétés a été quasiment stable sur un an (– 0,1 %) ; celui des ménages s'est accru de 2,4 %.

Par ailleurs, si la reprise des crédits à l'économie se confirme (+ 0,8 % en glissement annuel à fin août, puis à fin septembre), il faut noter le ralentissement progressif de la croissance des financements obtenus sur les marchés internes, en particulier sur le marché monétaire.

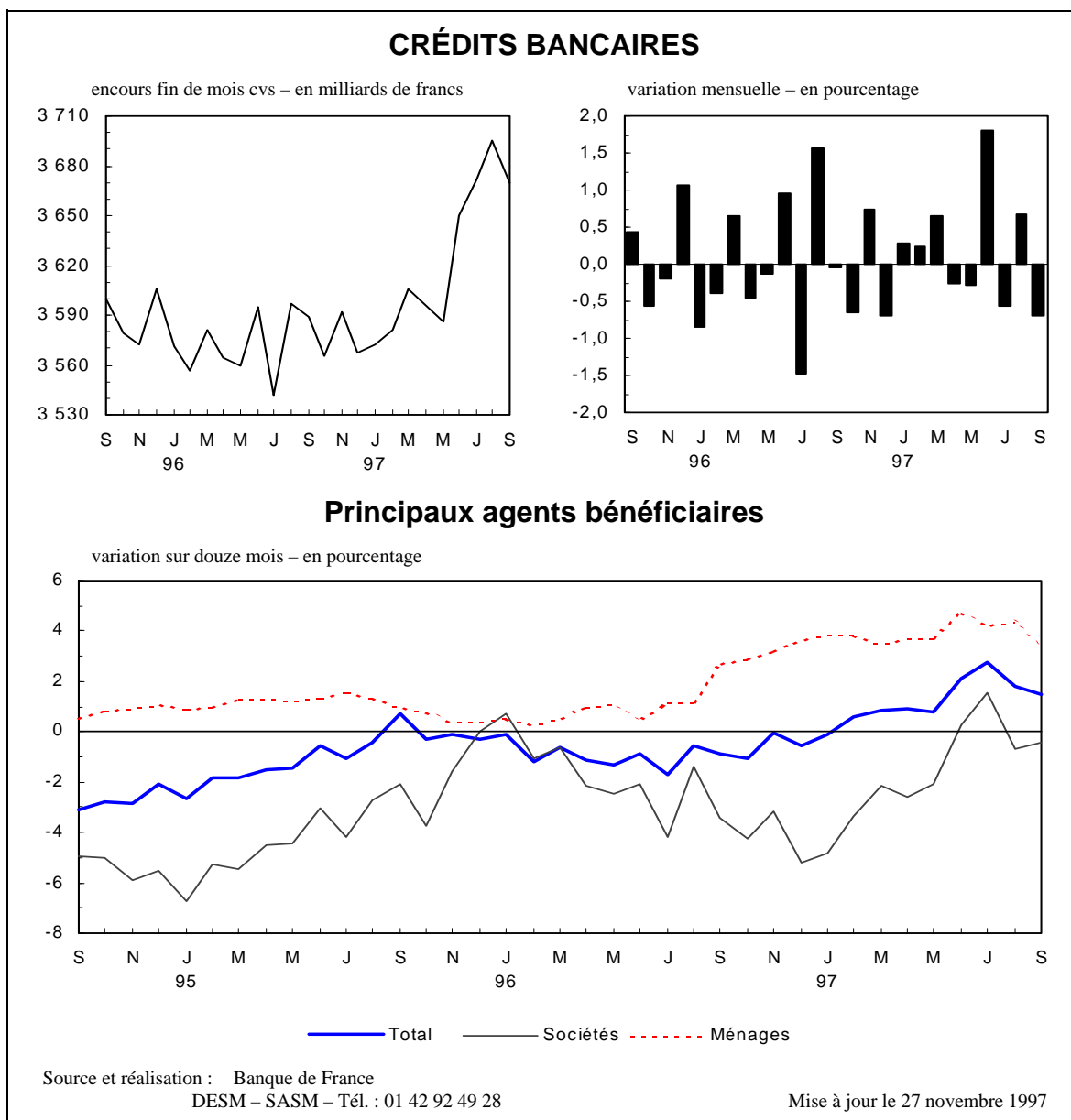
6.2.2. Les crédits ¹



En septembre 1997, les crédits à l'économie ont enregistré une baisse de 0,2 %, après une hausse de 0,3 % en août. Leur encours brut a atteint 6 353,3 milliards de francs.

En glissement annuel, ils ont augmenté de 0,8 %. Hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acoss), on observe une baisse de 0,2 %. Sur un an, les crédits aux ménages ont progressé de 2,4 %, tandis que ceux attribués aux sociétés ont diminué de 2,1 %.

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.



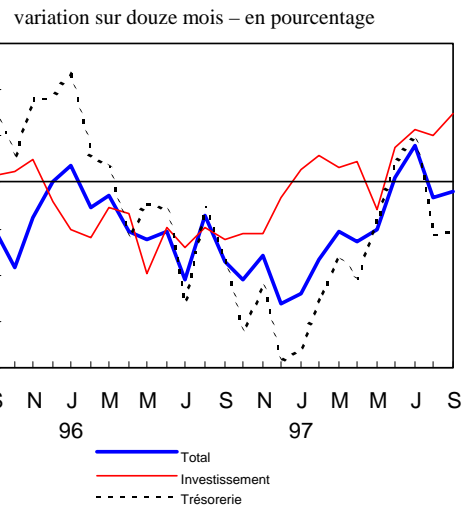
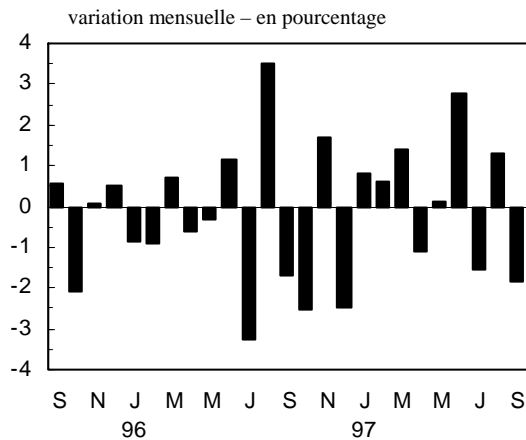
En septembre 1997, les crédits bancaires ont diminué de 0,7 %, après une hausse de 0,7 % en août. Leur encours brut a atteint 3 670,4 milliards de francs.

Leur glissement annuel s'est établi à +1,5 %¹. Ce résultat reflète notamment une progression annuelle de 3,3 % des crédits bancaires aux ménages et une baisse de 0,4 % des crédits bancaires aux sociétés.

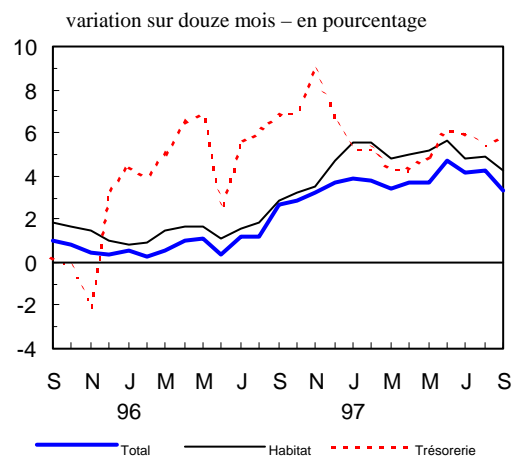
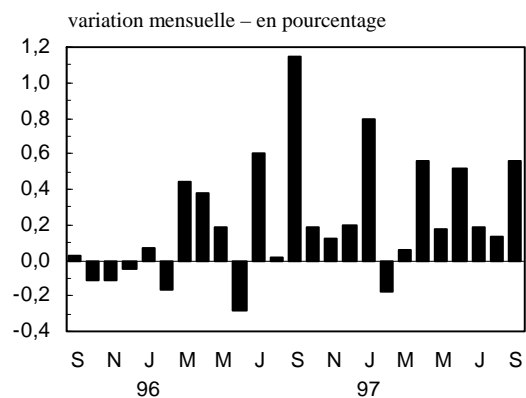
¹ Après correction de l'effet positif induit par la reprise des encours du Crédit national par la BFCE, devenue Natexis Banque

CRÉDITS 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 27 novembre 1997

En septembre 1997, les crédits bancaires aux sociétés ont baissé de 1,9 %, après une hausse de 1,3 % en août. En glissement annuel, leurs crédits d'investissement se sont accrus de 2,9 %, alors que leurs crédits de trésorerie ont diminué de 2,1 %.

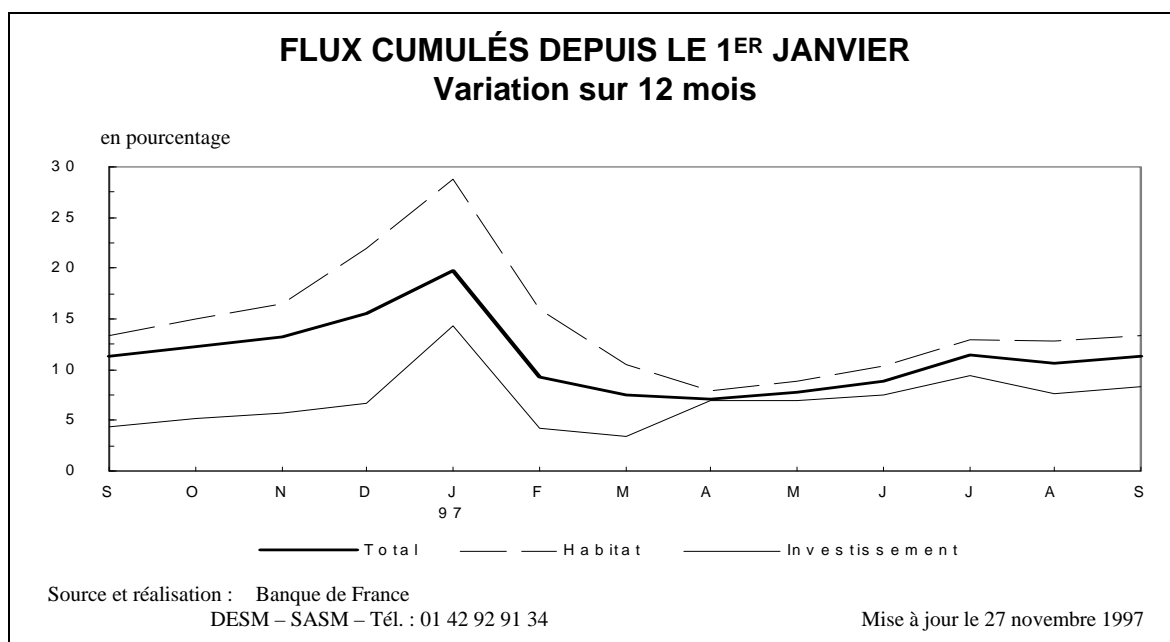
Les crédits bancaires aux ménages ont augmenté de 0,6 % sur le mois, après + 0,1 % en août. En glissement annuel, leurs crédits à l'habitat ont progressé de 4,3 %. Les crédits de trésorerie des particuliers ont augmenté de 5,9 %.

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			
Septembre	11,4	13,4	4,4
Octobre	12,3	15,1	5,1
Novembre	13,2	16,5	5,7
Décembre	15,5	22,0	6,7
1997			
Janvier	19,7	28,8	14,3
Février	9,2	16,0	4,2
Mars	7,5	10,5	3,4
Avril	7,2	7,9	7,0
Mai	7,8	8,9	7,0
Juin	8,9	10,3	7,5
Juillet	11,5	12,9	9,4
Août	10,7	12,8	7,7
Septembre	11,3	13,3	8,3

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

Mise à jour le 3 décembre 1997



Pour l'ensemble des prêts nouveaux, le flux décaissé sur les neuf premiers mois de l'année a augmenté de 11,3 % par rapport à la période correspondante de 1996.

Les nouveaux prêts à l'habitat enregistrent une hausse sensible (+ 13,3 %), tandis que ceux à l'investissement, toujours un peu moins dynamiques, ne progressent que de 8,3 %.

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

POLITIQUE MONÉTAIRE : RÉSULTATS EN 1997 ET PERSPECTIVES POUR 1998

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, à Paris, le 11 décembre 1997

J'évoquerai les résultats de 1997 avant de présenter le dispositif de politique monétaire adopté par le Conseil pour 1998.

1. Les résultats de 1997 sont en ligne avec les objectifs que nous nous étions fixés

L'accélération de la reprise de l'activité est intervenue dans un contexte d'inflation maîtrisée. L'objectif final de la politique monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix, a été respecté. Le glissement annuel des prix à la consommation est, à la fin du mois de novembre, de 1,2 % à 1,3 %, à comparer à 1,7 % à la fin de l'année 1996. Il est ainsi inférieur à la limite de 2 % fixée par le Conseil de la politique monétaire.

L'objectif de stabilité de la valeur externe du franc vis-à-vis des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen a été tenu. Au cours des neuf premiers mois de l'année 1997, le franc s'est rapproché progressivement de ses cours pivot ; il est passé au-dessus de son cours pivot vis-à-vis des autres monnaies les plus crédibles du mécanisme de change depuis le mois d'octobre.

Cette évolution est allée de pair avec une amélioration de la situation compétitive de l'économie française, en liaison avec l'évolution du taux de change effectif réel du franc, qui a enregistré l'incidence du retour du dollar, de la livre sterling et de la lire vers des niveaux plus conformes à leurs données économiques fondamentales. Dans ces conditions, les exportations ont contribué, de façon encore plus substantielle que l'année dernière, à la croissance de l'activité économique. L'excédent des transactions courantes (en données corrigées des variations saisonnières) s'établit à 148 milliards de francs au terme des huit premiers mois de 1997, soit plus du double de celui enregistré à l'issue de la période correspondante de l'année précédente. Les estimations actuellement disponibles évaluent l'excédent des transactions courantes à plus de 2 % du PIB pour l'ensemble de l'année 1997.

Les principaux agrégats monétaires étroits et larges s'inscrivent sur des tendances ascendantes. Le Conseil de la politique monétaire avait décidé, pour 1997, de suivre simultanément les principaux agrégats étroits et larges (M1, M2, M3 et M3 + P1), de manière à procéder à une estimation de synthèse de l'ensemble des évolutions monétaires.

La nécessité pour le Conseil de la politique monétaire de suivre simultanément tous les principaux agrégats monétaires s'explique par les phénomènes de substitution entre actifs financiers dus à plusieurs facteurs : en particulier, la très forte baisse des taux d'intérêt à court terme, le durcissement de la fiscalité des OPCVM monétaires, le maintien à un niveau trop élevé des taux réglementés. Dans ces conditions, aucun agrégat ne peut résumer à lui seul la conjoncture monétaire et il convient de prendre en compte une gamme d'agrégats considérés comme pertinents.

En 1997, la formation de liquidités a fait preuve de dynamisme. Elle a progressé plus rapidement que le PIB nominal. Stimulé par le faible coût d'opportunité de la détention d'encaisses de transaction, le glissement annuel de l'agrégat M1, qui recense les moyens de paiement, s'est accéléré, passant de 0,8 % en décembre 1996 à 8,0 % en octobre 1997. Bénéficiant d'un rendement attractif, les placements à vue rémunérés à taux réglementé, inclus dans M2 – M1, ont progressé à un rythme annuel de plus en plus soutenu (11,0 % en octobre 1997, après 7,1 % en décembre 1996). Dans ces conditions, le taux de

progression annuel de l'agrégat M2 s'est sensiblement accéléré, atteignant 9,4 % en octobre 1997, contre 3,6 % en décembre 1996.

S'agissant des placements liquides rémunérés à taux de marché, recensés dans M3 – M2, leur repli s'est légèrement atténué (– 10,4 % en octobre 1997, après – 13,1 % en décembre 1996). *Au total, le glissement annuel de M3 est redevenu positif : 1,4 % en octobre 1997, après – 3,2 % en décembre 1996.*

Très vive en 1996, la progression de P1, qui regroupe les placements d'épargne contractuelle, notamment les plans d'épargne-logement, s'est légèrement ralentie mais demeure soutenue. Elle s'est établie à 14,7 % en octobre 1997, après 17,4 % en décembre 1996.

Dans ces conditions, la croissance annuelle de l'ensemble M3 + P1 s'est sensiblement accélérée, passant de 1,5 % en décembre 1996 à 4,8 % en octobre 1997.

Du côté des financements, l'endettement intérieur total (EIT), qui regroupe les concours obtenus auprès des établissements de crédit et des marchés par les agents non financiers résidents, que ce soit sous forme de crédits ou par émission de titres sur les marchés intérieurs et internationaux, croît en glissement annuel de 3,5 % en septembre 1997, à comparer à 3,3 % en décembre 1996.

Cette évolution globale recouvre un ralentissement de la croissance de l'endettement de l'État — revenue, en glissement annuel, de 9,5 % en décembre 1996 à 8,1 % en septembre 1997 —, un moindre désendettement des sociétés (– 0,1 % en septembre 1997, après – 2,3 % en décembre 1996) et une progression assez soutenue de l'endettement des ménages à un rythme annuel de l'ordre de 2,5 %.

Alors que la croissance des financements obtenus sur les marchés tend à se ralentir (+ 7,3 % en glissement annuel en septembre 1997, contre + 12,5 % en décembre 1996), l'évolution de l'encours des crédits à l'économie s'est raffermie (+ 0,8 % en glissement annuel en septembre 1997, contre – 2,1 % en décembre 1996), sous l'impulsion de la progression des crédits aux ménages (+ 2,4 % en glissement annuel en septembre 1997) et d'un moindre repli des crédits aux sociétés (– 2,1 % en septembre 1997), ces dernières continuant à dégager des capacités de financement élevées.

L'enquête de la Banque de France sur les prêts nouveaux corrobore ce raffermissement de la demande de crédit. Le flux cumulé des nouveaux prêts s'est inscrit en hausse de 11,3 % sur les neuf premiers mois de 1997 par rapport à la période correspondante de 1996. Les prêts à l'habitat en constituent toujours la composante la plus dynamique (+ 13,3 %), mais nous observons un mouvement significatif de reprise sur les prêts à l'investissement (+ 8,3 %).

S'agissant des *taux d'intérêt*, la Banque de France a réduit le taux de ses appels d'offres à 3,10 % le 31 janvier 1997 puis l'a porté à 3,30 % le 9 octobre. Cette décision a visé à atteindre *trois objectifs* qui se renforcent mutuellement.

Le *premier objectif* est de préserver une croissance durable parce que non inflationniste. L'ensemble des indicateurs conjoncturels, monétaires, et des résultats d'enquêtes disponibles confirment que l'économie française est dans une phase de renforcement de la croissance, ce qui est le cas de l'ensemble de l'Europe continentale. Or l'action de la Banque centrale doit s'exercer à titre préventif afin de tenir compte des délais de transmission des impulsions de politique monétaire. Cette légère adaptation de la politique monétaire est de nature à influencer favorablement les anticipations des agents économiques en les maintenant durablement sur une tendance d'inflation modérée, ne dépassant pas 2 %.

Le *deuxième objectif* est de préserver, au profit de notre monnaie aujourd'hui et de l'euro demain, le meilleur niveau possible de confiance et de crédibilité, donc le meilleur niveau possible des taux d'intérêt de marché à moyen et long terme.

Le *troisième objectif* vise à renforcer la cohésion de l'ensemble central au sein du mécanisme de change européen puisque les taux des appels d'offres sont, désormais, au même niveau en France, dans le Bénélux et en Allemagne.

2. J'en viens maintenant à la présentation du dispositif de politique monétaire pour 1998

2.1. *L'objectif final du Conseil de la politique monétaire est, conformément à la loi, la stabilité des prix. L'objectif du Conseil est que la hausse des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation, ne dépasse pas 2 % en 1998 et à moyen terme.*

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

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

– *l'objectif interne de croissance de la masse monétaire appréciée par l'évolution des agrégats monétaires étroits et larges* : cette croissance continuera d'être appréciée sur la base d'une référence de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui devrait être dépassée en 1998 compte tenu du potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire continuera à suivre simultanément les principaux agrégats étroits et larges de manière à procéder à une estimation de synthèse de l'ensemble de nos évolutions monétaires.

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

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

2.4. Les politiques monétaires des États membres de l'Union européenne sont de la compétence nationale jusqu'au 31 décembre 1998, dans le contexte d'une coordination renforcée après les décisions du mois de mai 1998, entre les banques centrales des pays entrant dans l'UEM. Il importe que la Banque de France préserve intégralement, jusqu'à la fin de l'année 1998, le niveau de confiance qu'a atteint le franc — de même que les autres monnaies les plus crédibles de l'Union européenne — afin que l'euro hérite d'une confiance au moins aussi élevée.

Ce dispositif appelle le commentaire suivant.

À partir du 1^{er} janvier 1999, c'est la Banque centrale européenne et le Système européen de banques centrales (SEBC) qui doivent devenir respectivement responsables de la détermination de la politique monétaire unique et de la mise en œuvre de cette politique pour la zone formée par les pays de l'UEM qui entreront dans la monnaie unique à cette date.

La Banque de France, comme toute banque centrale, raisonne nécessairement à moyen terme du fait de la longueur des délais de transmission (dix-huit mois à deux ans) des impulsions de la politique monétaire. Par son action en 1998, le Conseil de la politique monétaire entend contribuer à ce que l'euro puisse, dès sa création, bénéficier du degré de confiance atteint par le franc.

Le législateur a donné, il y a quatre ans, à la Banque de France, un objectif, celui de la stabilité des prix. Le traité de Maastricht, ratifié par le peuple français, donne à la Banque centrale européenne le même objectif de stabilité des prix. Assurer la stabilité des prix, c'est maintenir la valeur de notre monnaie, présente et future, et préserver son pouvoir d'achat, donc celui des Français, et, en particulier, celui des plus démunis.

Mais, au-delà, la loi française et le traité de Maastricht ont voulu — grâce à la stabilité de la monnaie — réunir les conditions de la croissance et de la création d'emplois. Par deux moyens :

- d'abord, en garantissant la valeur de la monnaie, on renforce la confiance des épargnants et on permet à notre économie de bénéficier de financements à des taux d'intérêt de marché favorables ;

- ensuite, la stabilité des prix contribue à la faible hausse des coûts de notre secteur productif. Ce faisant, la compétitivité de notre économie est — toutes choses égales d'ailleurs — préservée et renforcée.

Ainsi, au cours de ces quatre dernières années, le Conseil de la politique monétaire a gardé présent à l'esprit l'objectif de préservation du pouvoir d'achat de la monnaie, au service et pour le compte de tous les Français. Il a eu aussi présent à l'esprit ce qui s'en déduit, c'est-à-dire la création de conditions monétaires, financières et de compétitivité permettant à notre économie de réaliser aussi pleinement que possible ses capacités de croissance saine et durable, de création d'emplois et donc de lutte contre le chômage.

Avec les plus bas taux d'intérêt de marché de l'Union européenne, *ex æquo* avec les taux néerlandais et allemands, avec un bon niveau de compétitivité attesté par des exportations dynamiques, notre économie dispose de conditions monétaires, financières et de compétitivité favorables.

Ces conditions sont des conditions nécessaires. Ce ne sont pas à elles seules des conditions suffisantes. Les banques centrales ne « commandent » ni la croissance, ni la création d'emplois. Celles-ci sont faites du travail des hommes et des femmes et de l'efficacité des employés, des ouvriers, des ingénieurs, de la créativité et de la capacité d'innovation des entreprises, de l'imagination et de la compétence des entrepreneurs. Nous avons dans tous ces domaines de grands atouts.

Mais en outre, la création d'emplois et la lutte contre le chômage dépendent très largement des stratégies et des réformes structurelles permettant de réduire les frais généraux de l'économie, de libérer les initiatives, d'assouplir le fonctionnement du marché du travail et, d'une manière générale, de favoriser l'émergence des activités et leur croissance sur notre territoire : l'OCDE, le FMI nous disent que 80 % du chômage dans notre pays et dans les pays voisins est structurel, c'est-à-dire qu'il est suscité et rendu permanent par nos propres règles.

Dans cette perspective, le Conseil de la politique monétaire appelle plus particulièrement l'attention sur deux règles importantes de l'économie de marché qui ont été adoptées par notre pays, par l'ensemble des pays européens et par la quasi-totalité des pays du monde :

- les Français et les étrangers placent librement leur épargne et choisissent librement les biens et les services qu'ils consomment en fonction de leur appréciation du rapport qualité-prix. Ce sont les consommateurs qui décident de donner du travail, donc des emplois, à telle entreprise plutôt qu'à telle autre ;

- les entreprises françaises et étrangères ont le droit d'investir librement où elles veulent, en France ou à l'étranger. Ce sont donc les entreprises qui décident de localiser, ici ou là, les emplois qui sont suscités par la demande des consommateurs.

Ces règles sont incontournables, à moins de revenir sur le libre choix des consommateurs et des épargnants, ainsi que sur la suppression du contrôle des investissements, ce que personne ne saurait imaginer.

En résumé, une création aussi active que possible d'emplois dans une économie donnée demande que l'on attire les consommateurs grâce à la qualité et aux prix de ses biens et services et que l'on retienne ou attire dans notre pays les investissements des entreprises productrices.

Les recommandations que le Conseil de la politique monétaire a formulées au cours de ses quatre premières années s'inscrivent dans cette perspective.

1. La *réduction de la dépense publique*, qui représentait dans notre pays (selon l'OCDE) 54,5 % du PIB en 1996 — ce qui est beaucoup trop élevé — permet de réduire les frais généraux de l'économie, donc d'améliorer le rapport qualité-prix de ses productions de biens et services d'aujourd'hui et de créer un environnement plus favorable pour l'investissement en France des entreprises. C'est une condition nécessaire de la diminution des prélèvements publics.

2. La *réduction des déficits publics*, qui implique la réduction de la dépense publique, permet de créer un environnement plus favorable pour le financement des investissements du secteur productif. C'est la raison pour laquelle, des deux côtés de l'Atlantique, il y a désormais *consensus* pour recommander un budget équilibré ou proche de l'équilibre en période normale. C'est ce que recommandent tant le Pacte de stabilité et de croissance européen que le *consensus* bipartite aux États-Unis.

3. La *modération dans les évolutions de revenus et de coûts*, le maintien de nos coûts unitaires de production à un niveau aussi compétitif que possible sont essentiels, non seulement du point de vue de la préservation d'un bas niveau d'inflation, mais aussi pour que les consommateurs bénéficient de bons rapports qualité-prix, que les investisseurs investissent sur notre sol et, par conséquent, que la création d'emplois y soit aussi dynamique que possible.

Pour le Conseil de la politique monétaire, aujourd'hui comme hier, toute réforme envisagée doit être passée au crible des coûts unitaires de production : s'ils augmentent du fait de telle ou telle réforme, celle-ci se traduira globalement par des destructions d'emplois, non par des créations d'emplois. Cela vaut pour toutes les catégories d'emplois. C'est encore plus vrai pour les emplois non qualifiés ou très peu qualifiés, catégorie dans laquelle les coûts du travail pour les entreprises, charges sociales comprises, plus élevés que dans la plupart des économies comparables, sont une cause spécifique de chômage.

La politique monétaire de la Banque de France s'est inscrite, au cours des quatre dernières années, dans le cadre de la stratégie européenne du président de la République et du gouvernement, donc de la création d'une Union économique et monétaire le 1^{er} janvier 1999.

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

Aujourd'hui, notre pays satisfait pleinement à ces trois critères d'admission et se trouve même classé au premier rang des meilleurs sur ces trois critères. Le Conseil de la politique monétaire continuera de veiller à ce que le franc préserve son haut niveau de crédibilité et de confiance pendant toute l'année 1998, de sorte que l'euro puisse pleinement hériter de cette crédibilité et de cette confiance.

POLITIQUE MONÉTAIRE POUR 1998

Communiqué de presse, publié à l'issue de la conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, à Paris, le 11 décembre 1997

1. L'*objectif final* du Conseil de la politique monétaire est, conformément à la loi, la stabilité des prix. L'objectif du Conseil est que la hausse des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation, ne dépasse pas 2 % en 1998 et à moyen terme.

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

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

— l'*objectif interne de croissance de la masse monétaire appréciée par l'évolution des agrégats monétaires étroits et larges* : cette croissance continuera d'être appréciée sur la base d'une référence de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % en volume, qui devrait être dépassée en 1998 compte tenu du potentiel de rattrapage de la croissance à moyen terme. Le Conseil de la politique monétaire continuera à suivre simultanément les principaux agrégats étroits et larges, de manière à procéder à une estimation de synthèse de l'ensemble de nos évolutions monétaires.

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

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

4. Les politiques monétaires des États membres de l'Union européenne sont de la compétence nationale jusqu'au 31 décembre 1998, dans le contexte d'une coordination renforcée après les décisions du mois de mai 1998 entre les banques centrales des pays entrant dans l'UEM. Il importe que la Banque de France préserve intégralement jusqu'à la fin de l'année 1998 le niveau de confiance qu'a atteint le franc — de même que les autres monnaies les plus crédibles de l'Union européenne — afin que l'euro hérite d'une confiance au moins aussi élevée.

LE CADRE OPÉRATIONNEL DE L'UEM : LE DÉFI DE LA GESTION DE LA STABILITÉ DES PRIX

Discours prononcé par Hervé Hannoun, sous-gouverneur de la Banque de France, lors de la conférence du *Financial Times* sur l'Union économique et monétaire européenne (UEM), à Londres, les 20 et 21 novembre 1997

C'est un grand plaisir pour moi de participer à ce débat sur le cadre de la politique monétaire unique en phase III. J'aborderai ici les deux séries de questions qui me semblent les plus importantes à cet égard : celles se rapportant à la stratégie de politique monétaire d'une part, et celles ayant trait à l'exécution des opérations de politique monétaire d'autre part ; en d'autres termes, les questions d'ordre stratégique et celles d'ordre opérationnel.

1. Questions d'ordre stratégique

Quelles sont les principales questions stratégiques touchant la formulation de la politique monétaire unique ? J'aborderai successivement les points suivants :

- l'objectif final ;
- l'objectif intermédiaire ;
- le rôle du taux de change en tant qu'indicateur ;
- le niveau initial des taux d'intérêt dans la zone euro à la fin de l'année prochaine.

1.1. L'objectif final : une définition quantifiée de la stabilité des prix

L'objectif final de la politique monétaire unique est clairement défini dans le traité de Maastricht : en vertu de l'article 105, « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix ». Seule une politique monétaire axée sur l'objectif de stabilité des prix peut créer les conditions d'une croissance durable et équilibrée. Pour atteindre cet objectif, il faut, selon moi, que trois conditions soient remplies.

– En premier lieu, la stratégie monétaire doit être définie dans un *cadre à moyen terme*. Plus généralement, le *policy mix* européen devrait recouvrir à la fois une politique monétaire à moyen terme axée sur la stabilité et une politique budgétaire à moyen terme visant un budget en équilibre (ou « proche de l'équilibre », selon les termes employés dans le Pacte de stabilité)¹. Ce dosage de politiques à moyen terme axé sur la stabilité constitue la meilleure façon de créer les conditions d'une croissance durable dans la zone euro. En effet, il existe désormais un large consensus au sein de l'Union européenne sur le fait que le *policy mix* ne doit pas donner l'illusion qu'il permet de réaliser un réglage fin de l'économie.

– En deuxième lieu, la stratégie poursuivie doit fournir *un point d'ancrage clair aux anticipations d'inflation*. Cela suppose l'annonce officielle d'une *définition quantifiée* de l'objectif final de stabilité des prix ; ainsi, la Banque de France s'est fixée pour objectif une hausse des prix qui ne doit pas dépasser 2 %.

¹ En invitant les gouvernements à tendre à un quasi-équilibre ou à un excédent des finances publiques à moyen terme, le Pacte de stabilité et de croissance les autorise à laisser jouer les stabilisateurs automatiques lors des récessions, sans que la valeur de référence de 3 % de PIB soit franchie. En bref, il les autorise à créer, durant les périodes de fonctionnement normal de l'activité économique, un amortisseur budgétaire qui pourra être sollicité en cas de choc asymétrique.

– En troisième lieu, la stratégie doit reposer sur une *approche anticipatrice* parce que la transmission des décisions de politique monétaire à l'économie comporte des délais relativement longs. Ainsi, les estimations relatives aux décalages temporels entre les modifications de taux d'intérêt et leur incidence sur la hausse des prix varient entre un an et deux ans. Dès lors, les banques centrales doivent tenter d'anticiper l'avenir avant de prendre des mesures de politique monétaire. À titre d'exemple, on peut citer la récente décision de plusieurs banques centrales d'Europe continentale, dont la Banque de France, de relever leurs principaux taux de refinancement le 9 octobre. Cette décision était justifiée par la nécessité d'agir de façon préventive et suffisamment à l'avance pour éviter l'apparition de tensions inflationnistes, alors même que la hausse des prix *du moment* demeurerait faible. À mon sens, il est très important de faire prendre conscience à l'opinion du concept d' « action préventive », qui est au cœur du métier de banquier central.

1.2. Objectif intermédiaire : il existe davantage d'arguments en faveur de la fixation d'objectifs de croissance monétaire, mais il faut les assortir d'une mise en garde

Afin de fournir un point d'ancrage aux anticipations d'inflation et d'adopter une approche prospective, les banques centrales rendent public un *objectif intermédiaire* qu'elles s'engagent à respecter. L'annonce d'un objectif intermédiaire permet également de mettre en relief la responsabilité de la banque centrale. C'est pourquoi l'article 12 des statuts de la Banque centrale européenne (BCE) fait explicitement référence aux décisions concernant les objectifs intermédiaires monétaires comme étant l'une des principales responsabilités du Conseil des gouverneurs de la BCE. Le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) a retenu deux stratégies susceptibles d'être recommandées à la BCE, une stratégie d'objectifs intermédiaires monétaires et une stratégie fondée sur une cible directe d'inflation². Dans le cas de cible directe d'inflation, les *prévisions d'inflation* effectuées par la banque centrale peuvent être considérées comme remplissant le rôle d'objectif intermédiaire³.

Je souhaiterais aborder un peu plus longuement le choix que devra opérer la BCE entre cible directe d'inflation et stratégie d'objectifs intermédiaires monétaires, à moins qu'elle n'opte pour un dispositif qui combine des éléments ressortissant aux deux stratégies. Une *stratégie fondée sur une cible directe d'inflation* met en exergue la responsabilité du SEBC en matière de réalisation et de maintien de la stabilité des prix. Toutefois, l'exercice consistant à effectuer des prévisions d'inflation à moyen et long termes présente certaines difficultés. Comme l'a récemment exposé Mervyn King, « ce type de prévision ne peut prendre la forme d'un seul chiffre. Il faut la présenter pour ce qu'elle est, c'est-à-dire une distribution de probabilités »¹. En outre, une cible d'inflation pourrait impliquer une coopération plus formelle avec le gouvernement, étant donné que celui-ci est à même d'influer sur l'évolution des prix. Enfin, une stratégie fondée sur une cible directe d'inflation a pu se révéler utile afin de progresser vers la stabilité des prix, comme l'atteste l'expérience du Royaume-Uni. Cependant, la mise en œuvre de ce type de stratégie est assez récente, ce qui rend ses performances difficiles à évaluer, d'autant qu'elle est intervenue pour l'essentiel dans un contexte de désinflation mondiale.

La *stratégie d'objectifs intermédiaires monétaires* (concrètement, l'assignation d'un objectif à un agrégat large de monnaie, comme M3) indique clairement la responsabilité de la banque centrale pour des évolutions sur lesquelles elle a plus directement prise et serait donc plus en accord avec l'indépendance de la BCE. En outre, elle repose sur des informations observées, ce qui la rend plus transparente. Enfin, le choix, par le SEBC, d'une stratégie d'objectifs intermédiaires monétaires s'inscrirait dans le droit fil de la stratégie menée par la Banque fédérale d'Allemagne depuis 1975 et par la Banque de France depuis 1976. Néanmoins, cette stratégie est tributaire de la stabilité de la demande de monnaie. Des études préliminaires ont montré que des équations de demande de monnaie élaborées à l'échelle de l'ensemble de l'Union européenne produisent souvent de meilleurs résultats

² Cf. le rapport de l'IME intitulé *La politique monétaire unique en phase III : éléments de la politique monétaire du SEBC*, février 1997

³ Cf. notamment Lars E.O. Svensson « Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets » (Objectifs sous forme de prévisions d'inflation : mise en œuvre et surveillance des cibles d'inflation), *European Economic Review*, 41 (1997), p.1111-1146

¹ Exposé de Mervyn King à la London School of Economics, le 29 octobre 1997, à l'occasion du dixième anniversaire du Groupe des marchés de capitaux de cette Institution

que des équations nationales comparables ². Toutefois, ces résultats ne vaudront pas forcément pour la période de démarrage de l'UEM dans la mesure où le passage à la phase III représente un changement de régime susceptible de conduire à des ruptures dans les relations empiriques.

1.3. Les indicateurs : un rôle important pour le taux de change et le taux d'intérêt à long terme de l'euro

Il est probable que, tout en évitant une approche fragmentaire, le SEBC suivra de très près, outre l'objectif intermédiaire, l'évolution d'une large gamme d'indicateurs économiques et financiers qui l'aideront à évaluer les risques relatifs à la future stabilité des prix. Parmi ces indicateurs, il faudra probablement mettre l'accent sur le *taux de change* et le *taux d'intérêt à long terme de l'euro* et ce, au moins pour trois raisons.

En premier lieu, le taux de change de l'euro et son taux d'intérêt à long terme joueront, avec le niveau des taux d'intérêt à court terme qui sera piloté par le SEBC, un rôle important dans la définition des conditions monétaires au sein de la zone euro. En deuxième lieu, même si le degré d'ouverture de la zone euro sera bien moindre que ce n'est le cas actuellement pour chacun des États membres de l'Union européenne, les échanges commerciaux « extérieurs » représentant autour de 9 % du PIB pour l'ensemble de l'UE, la zone restera entièrement ouverte aux mouvements de capitaux extérieurs. À cet égard, je souhaiterais souligner le fait que le montant de titres français et allemands actuellement détenus par des non-résidents, y compris les détentions croisées, s'élève à 1 200 milliards de dollars. Cela illustre la nécessité de maintenir un degré de confiance élevé dans l'euro. En troisième lieu, en dépit du fait que le SEBC héritera de la crédibilité des banques centrales nationales participantes, la BCE ne disposera pas d'historique propre en matière de mise en œuvre d'objectifs intermédiaires monétaires ou de cible directe d'inflation. Il lui faudra donc se construire une réputation et accorder toute l'attention requise aux indicateurs qui reflètent le plus directement le niveau de confiance que les investisseurs placent dans l'euro.

Bien évidemment, comme je l'ai souligné précédemment, la valeur externe de l'euro n'aura pas le statut d'objectif intermédiaire et la stratégie du SEBC ne reposera pas sur une cible de taux de change ¹. Cependant, toute tendance à la dépréciation de l'euro alimenterait la hausse des prix intérieure par le biais d'un relèvement des prix à l'importation et, en sapant la confiance des investisseurs, contribuerait à incorporer des primes de risque dans la courbe de rendement de l'euro. Une telle évolution aurait des conséquences négatives pour l'investissement, la compétitivité, la croissance et l'emploi dans la zone euro. On ne saurait donc pratiquer une politique de « douce insouciance » (*benign neglect*) en matière de taux de change. Une monnaie forte et stable contribue à faire baisser les taux d'intérêt à long terme, qui jouent un rôle crucial dans le financement de l'économie en Europe continentale.

Toutes ces raisons soulignent la nécessité d'un euro fort et stable, une monnaie qui sera aussi solide que le franc, le florin ou le deutschemark. L'euro doit être, et sera, solide comme le roc.

Ainsi, le taux de change de l'euro, même si on ne lui assigne pas d'objectif en tant que tel, jouera indubitablement un rôle important en tant qu'indicateur dans la conduite de la politique monétaire unique.

² Cf. notamment *Money Demand in EU Countries: A Survey* (Panorama de la demande de monnaie dans les pays de l'UE), F.X. Browne, F. Fagan et J. Henry, document de travail de l'IME n° 7 (mars 1997)

¹ C'est là une optique différente de l'orientation retenue en France où la stabilité du taux de change vis-à-vis des monnaies les plus crédibles au sein du mécanisme de change européen constitue l'un des deux objectifs intermédiaires de la politique monétaire.

1.4. Le niveau de départ des taux d'intérêt directeurs dans la zone euro

Je souhaiterais maintenant évoquer rapidement une autre question d'importance stratégique : quel sera le niveau de départ des taux d'intérêt directeurs dans la zone euro dans treize mois ?

Les contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme traduisent les anticipations du marché à cet égard. Mais on ne peut évidemment pas attendre d'un banquier central qu'il fournisse une réponse à cette question, un an à l'avance. Je me contenterai de donner l'opinion de la Banque de France sur les principes qui devraient guider la détermination du niveau de départ des taux d'intérêt à court terme dans la zone euro.

Comme vous le savez, on observe actuellement des écarts de taux d'intérêt entre les monnaies des pays du « noyau dur » et celles des pays plus « périphériques » participant au mécanisme de change européen. Même si ces écarts se sont très sensiblement réduits au cours des deux dernières années, du fait de la remarquable convergence des taux d'inflation dans l'ensemble de l'Union européenne, il en existe encore. Cela peut être attribué, d'une part, au fait que les pays n'occupent pas tous la même position dans le cycle économique et, d'autre part, à des différences de crédibilité.

Les différences de nature conjoncturelle au sein de la zone euro potentielle ne doivent pas être surestimées. On observe, après tout, un degré assez élevé de synchronisation du cycle économique en Europe continentale. Les critères de convergence établis par le traité de Maastricht ont certainement largement contribué à favoriser cette synchronisation. En outre, à l'avenir, les différences d'évolution cyclique iront s'amenuisant à mesure que les stratégies, les structures et les comportements tendront à devenir similaires. Finalement, la persistance de certaines divergences pourra être tolérée, comme c'est actuellement le cas entre les différentes régions d'un même pays ou, par exemple, entre les différents États membres des États-Unis.

Les différences de crédibilité entre les pays du « noyau dur » et les pays « périphériques » s'expliquent par le fait que certains pays pratiquent depuis plus longtemps une stratégie axée sur la stabilité. Il n'est pas équivalent d'avoir réussi à atteindre un objectif d'inflation inférieur à 2 % pendant un an ou pendant dix ans. L'un des avantages que les pays « périphériques » pourraient retirer d'une participation à la première vague de l'Union monétaire est qu'ils atteindraient le niveau de taux d'intérêt attaché aux monnaies les plus crédibles sans pouvoir encore se prévaloir d'une longue expérience en matière de stabilité.

Je souhaiterais souligner qu'en Europe nous n'assistons pas à un processus de convergence vers une sorte de moyenne des taux d'intérêt de marché de la zone euro potentielle. Il faut bien comprendre que la philosophie de l'UEM consiste à organiser la convergence des pays européens vers le meilleur niveau possible de crédibilité monétaire et donc vers les meilleures performances en termes de taux d'intérêt. Comme Jean-Claude Trichet l'a récemment déclaré, « la convergence est un concept d'étalonnage, et non pas un processus fondé sur une moyenne de tous les taux européens. La convergence ne signifie pas que les taux d'intérêt des pays du « noyau dur » doivent s'élever vers des « niveaux moyens » infondés, mais que les taux d'intérêt des pays plus « périphériques » doivent progressivement baisser pour s'aligner sur le niveau de référence ».

Ce niveau de référence est actuellement fourni par les taux d'intervention de la Banque fédérale d'Allemagne et de la Banque de France, qui se situent tous les deux à 3,3 %. Mais il va de soi que le niveau de référence dans un an pourra être différent de 3,3 %.

2. Questions opérationnelles

Comment le SEBC va-t-il opérer ? Comme vous le savez, les banques centrales mettent en œuvre leurs stratégies en créant et en détruisant de la monnaie de banque centrale dont elles ont le monopole de l'offre. Ce processus s'effectue dans le cadre des opérations de politique monétaire interne et des interventions de change. Les premières sont assorties d'échéances égales ou supérieures à 24 heures pour la mise en œuvre de la politique monétaire ou bien sont effectuées sur une base intrajournalière lorsqu'il s'agit de fournir de la liquidité aux systèmes de paiement. J'aborderai donc successivement les opérations de politique monétaire, les opérations de crédit intrajournalières et les interventions de change. Je traiterai plus particulièrement les points suivants.

– En ce qui concerne les opérations de politique monétaire, comment atteindra-t-on un taux unique sur le marché monétaire et quel degré de volatilité des taux d'intérêt le SEBC sera-t-il disposé à accepter ?

– Pour ce qui est des opérations intrajournalières, comment éviter que des crédits intrajournaliers ne conduisent à des crédits à 24 heures ?

– En ce qui concerne les opérations de politique monétaire intérieure et les interventions de change, comment le principe de décentralisation opérationnelle sera-t-il appliqué au sein du SEBC ?

2.1. Opérations de politique monétaire : un taux à court terme du marché monétaire comme objectif opérationnel

Pour mettre en œuvre la politique monétaire unique, le SEBC poursuivra un objectif opérationnel qui, dans des circonstances normales, sera un taux d'intérêt à court terme du marché monétaire. Deux points appellent une attention toute particulière à cet égard : l'existence d'un marché monétaire unique d'une part, la volatilité du taux d'intérêt qui sera retenu comme objectif d'autre part.

2.1.1. Un taux de marché monétaire unique

La politique monétaire unique sera caractérisée par l'unicité des niveaux de taux d'intérêt sur le marché interbancaire : à compter du 1^{er} janvier 1999, pour une échéance donnée, un taux du marché monétaire unique s'appliquera dans l'ensemble de la zone euro. La question est donc de savoir comment atteindre le niveau unique de taux d'intérêt. En vue de cet objectif, deux conditions doivent être remplies. La première est la suivante : dans le cadre d'une politique monétaire unique qui sera mise en œuvre de façon décentralisée, il doit exister un très fort degré d'harmonisation des instruments et des procédures. L'IME et les banques centrales nationales y travaillent sans relâche. La seconde condition à remplir est l'intégration des marchés interbancaires et des systèmes de paiement.

En ce concerne le *marché interbancaire*, deux facteurs devraient jouer un rôle-clé.

– Le premier a trait aux diverses règles auxquelles doivent se conformer les intervenants sur le marché. Ces règles s'appliquent aux contreparties, aux teneurs de marché, aux courtiers, aux agences de notation et aux entreprises de marché, comme les chambres de compensation. Elles prennent la forme de codes de conduite, de réglementations, d'accords cadre et de normes de marché. Il convient de réaliser un degré approprié d'harmonisation de ces règles de marché sous l'égide des banques centrales et des autorités de tutelle.

– Le second facteur, le recours à une série unique de taux d'intérêt de référence, garantirait la transparence du marché monétaire de l'euro. À cet égard, les échéances courtes présentent un intérêt tout particulier pour les banques centrales. Cela justifie qu'elles participent dans une certaine mesure au processus d'élaboration de ces indicateurs. De fait, l'IME a récemment décidé que le SEBC devrait organiser le calcul d'un *taux d'intérêt au jour le jour de référence pour la zone euro*.

En ce qui concerne les *systèmes de paiement*, le système *Target* va également contribuer à l'émergence rapide d'un marché monétaire unifié pour l'ensemble de la zone euro. *Target* réalisera l'interconnexion des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel (RTGS) gérés par les banques centrales nationales. Il permettra aux participants d'effectuer en toute sécurité des paiements transfrontière en euros, en temps réel et à faible coût, facilitant ainsi les arbitrages de taux d'intérêt. Tous les paiements de montant élevé réalisés dans le cadre d'opérations de politique monétaire devront obligatoirement transiter par *Target*. Une heure de fermeture commune des systèmes nationaux de règlement brut en temps réel et l'harmonisation des conditions dans lesquelles la liquidité intrajournalière sera fournie par les banques centrales nationales au sein de la zone euro devraient également prévenir tout risque de segmentation du marché monétaire unique.

2.1.2. Volatilité des taux d'intérêt

L'IME a décrit dans diverses publications la *palette d'instruments de politique monétaire* qui seront mis à la disposition du SEBC¹. Ce dispositif comprendra *des opérations d'open market, des facilités permanentes et des réserves obligatoires*. Il devrait remplir deux fonctions essentielles : en premier lieu, permettre au SEBC de maîtriser efficacement son objectif opérationnel ; en second lieu, signaler l'orientation de la politique monétaire du SEBC. Il faut également qu'il soit compatible avec le principe inscrit dans le traité de Maastricht, selon lequel le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte laissant jouer librement la concurrence et favorisant une allocation efficace des ressources.

En pratique, la définition concrète et l'utilisation des instruments de politique monétaire dépendront essentiellement du *degré de volatilité du taux à court terme retenu comme objectif opérationnel que le SEBC sera disposé à tolérer*. Cette volatilité dépendra, elle-même, de plusieurs facteurs.

– La *largeur de la fourchette* définie par les deux facilités permanentes destinées à fournir ou à retirer de la liquidité (la facilité de dépôt pour le plancher et la facilité de prêt marginal pour le plafond). Dans des circonstances normales, ces deux facilités encadreront le taux du marché au jour le jour. Elles auront une échéance de 24 heures et seront accessibles à la discrétion des contreparties pour des montants illimités, à condition, dans le cas de la facilité de prêt marginal, que les contreparties soient en mesure de fournir des garanties appropriées. Une fourchette très étroite, ne laissant qu'une faible marge pour le fonctionnement du marché monétaire, ne serait pas strictement conforme aux principes de marché. En revanche, une fourchette très large ne permettrait pas de contenir une volatilité excessive sur le marché. De ce fait, la largeur de la fourchette sera probablement définie de façon pragmatique (elle se situe actuellement autour de 2 % pour la plupart des banques centrales qui définissent une fourchette encadrant le taux au jour le jour comme celle prévue pour le SEBC).

– La *fréquence des opérations de réglage fin* pourrait constituer un facteur plus discriminant pour la volatilité des taux d'intérêt. Des interventions très fréquentes du SEBC sur le marché monétaire ne seraient pas, à mon sens, entièrement conformes aux principes de marché. En outre, un degré d'intervention excessif serait susceptible de rendre plus difficile l'extraction d'informations de l'évolution des taux d'intérêt du marché, notamment à l'échéance sur laquelle interviendrait le SEBC. Un recours intensif aux opérations de réglage fin pourrait également ôter aux facilités permanentes et aux opérations d'*open market* leur fonction d'indicateur de l'orientation de la politique monétaire et conduire à une centralisation des opérations de politique monétaire.

– Sous réserve qu'elles soient fixées à un niveau suffisant et qu'elles comportent un dispositif de calcul en moyenne, les *réserves obligatoires* constituent un amortisseur efficace des chocs affectant la liquidité ; cela contribuerait à stabiliser les taux d'intérêt à court terme durant la période de constitution des réserves. Cependant, si l'on fixe un niveau élevé aux réserves obligatoires, il sera peut-être nécessaire de les rémunérer, afin de ne pas provoquer un mouvement significatif de délocalisation ou de désintermédiation.

¹ Cf. les deux rapports de l'IME *La politique monétaire en phase III : définition du cadre opérationnel*, janvier 1997 et *La politique monétaire en phase III : documentation générale sur les instruments et les procédures de politique monétaire*, septembre 1997

– Le fait de *renforcer la fonction de signal des principales opérations de refinancement* devrait également contribuer à réduire la volatilité des taux d'intérêt. Le meilleur moyen d'y parvenir consisterait peut-être à recourir, en temps normal, à la procédure d'*appels d'offres à taux fixe*, qui transmettent des signaux clairs au marché, plutôt qu'à celle d'appels d'offres à taux variable. Ceux-ci pourraient néanmoins se révéler utiles dans certaines circonstances où le SEBC souhaiterait évaluer l'opinion du marché.

– Enfin, la *stratégie de communication* du SEBC pourrait également contribuer à atténuer la volatilité des taux d'intérêt. Le SEBC devra publier un bilan consolidé hebdomadaire. Il annoncera également les résultats de ses appels d'offres. Il pourrait également souhaiter rendre publiques des données agrégées quotidiennes sur les réserves détenues, si un mécanisme de réserves obligatoires constituées en moyenne est en place, et sur le recours aux deux facilités permanentes, mesurées dans les deux cas à la fin du jour précédent.

2.2. Opérations intrajournalières : le risque de voir des crédits intrajournaliers conduire à des crédits à 24 heures

Afin d'assurer le bon fonctionnement du système *Target*, les banques centrales nationales fourniront de la liquidité sur une base intrajournalière aux participants aux systèmes de règlement brut en temps réel. Cela prendra la forme d'opérations de crédit intrajournalières intégralement garanties, c'est-à-dire qu'un crédit consenti au cours d'une journée devra être remboursé avant la fin de cette journée. Du point de vue de la politique monétaire, de telles opérations créent le risque de voir un crédit intrajournalier se transformer en crédit à 24 heures, ce qui affaiblirait la maîtrise du SEBC sur la base monétaire en euros. En d'autres termes, ce risque de débordement d'un crédit intrajournalier vers un crédit à 24 heures sur les livres de la banque centrale peut être considéré comme se situant à la limite des questions relatives aux systèmes de paiement et de celles relevant de la politique monétaire.

Au sein de la zone euro, ce risque sera limité, car les positions débitrices de fin de journée seront automatiquement considérées comme une demande de recours à la facilité de prêt marginal, c'est-à-dire un instrument de politique monétaire du SEBC comportant un taux de pénalité.

À l'extérieur de la zone euro, les systèmes de règlement brut en temps réel des pays non participants seront connectés à *Target*, alors qu'aucune banque centrale n'autorise actuellement l'accès des non-résidents à ses instruments de politique monétaire. Un problème va dès lors se poser. Aussi, divers mécanismes sont-ils en cours d'élaboration pour empêcher les crédits intrajournaliers qui seraient consentis à des banques centrales nationales de pays n'appartenant pas à la zone euro de se transformer en crédits à 24 heures. Ces mécanismes comportent notamment la limitation, éventuellement à zéro, du montant de liquidités intrajournalières que les banques centrales nationales non participantes pourraient recevoir, un système d'amendes et de sanctions applicables en cas de découvert en fin de journée et la clôture précoce des opérations pour les participants aux systèmes de règlement brut en temps réel en dehors de la zone euro. La décision relative aux mécanismes à mettre en œuvre sera prise par la BCE.

2.3. Opérations de change

Les opérations de change recouvrent la gestion des avoirs de réserve d'une part, les interventions de change d'autre part.

Le SEBC va détenir et gérer deux types différents d'avoirs de réserve :

– ceux qui seront transférés des banques centrales nationales à la BCE ; en vertu de ses statuts, la BCE sera dotée d'avoirs de réserve à concurrence de la contre-valeur de 50 milliards d'euros ;

– et ceux qui resteront en la possession des banques centrales nationales ; la gestion de ces réserves de change s'effectuera conformément aux orientations définies par la BCE, afin que les opérations des banques centrales nationales ne viennent pas perturber la politique monétaire et la politique de change de la zone euro. Ces orientations inclueront l'accord préalable de la BCE pour les transactions dépassant certains seuils, qui restent à définir, et s'appliqueront également aux transactions des États membres sur leurs fonds de roulement en devises.

Le SEBC sera doté de la capacité technique d'effectuer, si besoin est, des interventions de change destinées à corriger des fluctuations excessives ou erratiques du taux de change de l'euro vis-à-vis des grandes devises des pays extérieurs à l'UE (notamment le dollar des États-Unis).

La nécessité de recourir à des interventions pourrait apparaître dans le cadre d'opérations coordonnées du G 7 ou dans celui du nouveau mécanisme de change. À cet effet, le SEBC utilisera les avoirs en devises transférés par les banques centrales nationales à la BCE.

Le cadre qui a été élaboré, tant pour les opérations de politique monétaire intérieure que pour les opérations de change, permet au SEBC de s'appuyer sur l'expertise que les banques centrales nationales ont acquise au long des années et d'avoir largement recours aux capacités opérationnelles des banques centrales nationales (salle de marché, *front office*, *back office*). Le bon sens impose de faire usage des équipements, des ressources humaines et du savoir-faire qui existent dans les banques centrales nationales.

2.4. Une exécution décentralisée des opérations

Un élément-clé de la politique monétaire unique réside dans le fait que les décisions seront prises à un niveau centralisé par le Conseil des gouverneurs de la BCE et qu'elles seront exécutées de façon décentralisée par les banques centrales nationales. Dans ma description des questions opérationnelles liées à la politique monétaire unique, j'ai fait de nombreuses allusions concrètes au fait que la BCE s'appuiera sur les banques centrales nationales dans les domaines de la politique monétaire, des systèmes de paiement et des opérations de change. Ce schéma d'organisation du SEBC est conforme au principe de subsidiarité posé dans le traité de Maastricht. En vertu de ce principe, le SEBC aura recours aux banques centrales nationales pour la mise en œuvre de ses opérations, dans la mesure jugée possible et appropriée. Conformément à ce principe de décentralisation dans l'exécution des opérations du SEBC, les contreparties (établissements de crédit) maintiendront leurs comptes auprès des banques centrales nationales.

La décentralisation opérationnelle au sein du SEBC sera dans l'intérêt même du système. À cet égard, permettez-moi de citer le président de l'IME, Wim Duisenberg : « Le fait de s'appuyer sur l'infrastructure et l'expérience opérationnelle des banques centrales nationales s'avérera très positif. Étant donné que le SEBC a besoin d'être au fait des différences entre les structures et les intervenants des marchés de capitaux de l'UE, le fait d'opérer par le biais des banques centrales nationales lui assurera la meilleure connaissance possible des conditions du marché dans l'ensemble de la zone euro »¹.

La crédibilité de la BCE en tant que centre de décision ne sera en aucune façon affectée par cette structure décentralisée. Elle ne dépendra pas des aspects techniques de l'exécution des opérations. La crédibilité de la BCE dépendra de manière cruciale de sa capacité de poursuivre résolument sa stratégie axée sur la stabilité des prix et de la fermeté dont elle fera preuve pour résister à toute pression visant à la faire dévier de cette stratégie.

¹ Discours du président de l'IME, Wim Duisenberg, à la conférence intitulée « *European Monetary Union: Prospects for European Financial Markets* » qui s'est tenue à Paris, le 22 octobre 1997

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 162 – novembre 1997

Direction de la Conjoncture

(Tél. : 01 42 92 29 18 – Télécopie : 01 42 92 49 10)

Cahier des titres de créances négociables – octobre 1997

Direction des Marchés de capitaux

(Tél. : 01 42 92 41 71 – Télécopie : 01 42 92 41 92)

La monnaie en 1996 – n° 27

Direction des Études et Statistiques monétaires

Tél. : 01 42 92 49 26 – Télécopie : 01 42 92 27 09)

Comptes annuels des établissements de crédit – 1996

Volume 1 : Banques

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)

Prix du numéro : FRF 250 TTC (prix du volume + disquette : FRF 300 TTC)

Comptes annuels des établissements de crédit – 1996

Volume 2 : Sociétés financières et institutions financières spécialisées

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)

Prix du numéro : FRF 250 TTC (prix du volume + disquette : FRF 300 TTC)

Cahiers régionaux Bretagne – novembre 1997

Principaux résultats économiques et financiers des entreprises lorientaises en 1996

Banque de France Lorient

Secrétariat régional de Bretagne

(Tél. : 02 99 25 12 12 – Télécopie : 02 99 25 12 22)

Prix du numéro : FRF 100 TTC

Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – septembre 1997

Les maisons de Champagne – année 1996

Banque de France Reims – Épernay

Secrétariat régional de Champagne-Ardenne

Tél. : 03 26 66 71 00 – Télécopie : 03 26 66 71 09)

Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Limousin – octobre 1997
Système productif des PMI en 1996

Banque de France Limoges
Secrétariat régional du Limousin
Tél. : 05 55 11 53 23 – Télécopie : 05 55 11 53 14)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Cahiers régionaux Poitou-Charentes – septembre 1997
Le cognac – campagne 1995-1996

Banques de France Cognac
Secrétariat régional de Poitou-Charentes
Tél. : 05 49 55 88 00 – Télécopie : 05 49 55 88 39)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

Le nouveau système-monde

entretien avec Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire
(*Le débat* – n° 97 – novembre-décembre 1997)

Surendettement An VIII

par Frédéric Ferrière, adjoint de direction à la direction du Réseau
(*Banque Stratégie* – n° 143 – novembre 1997)

Le rapport 1997 du Comité consultatif

par Myriam Maljean, secrétaire rédacteur
au Conseil national du crédit et du titre
(*Banque Stratégie* – n° 143 – novembre 1997)

3. Communications des responsables de la Banque de France

***Politique monétaire :
résultats 1997 et perspectives 1998***¹

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 11 décembre 1997

Politique monétaire pour 1998¹

Communiqué de presse, publié à l'issue de la Conférence de presse
de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 11 décembre 1997

¹ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

***Le cadre opérationnel pour l'UEM¹ :
la gestion de la stabilité des prix constitue un défi***

Discours prononcé par Hervé Hannoun,
sous-gouverneur de la Banque de France,
lors de la conférence du *Financial Times*
sur l'Union économique et monétaire européenne,
à Londres, les 20 et 21 novembre 1997

É T U D E S

L'UTILISATION TRANSFRONTIÈRE DES TITRES DANS LE CADRE DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

La mise en œuvre de l'Union économique et monétaire (UEM) aura des conséquences importantes pour les systèmes de règlement de titres.

YVON LUCAS

Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échanges

■ Ces systèmes devront, notamment, permettre de gérer de façon sûre et efficace les garanties qui seront nécessaires dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire de l'euro par le Système européen de banques centrales (SEBC), ainsi que pour la protection des systèmes de paiement, notamment le système *Target*.

■ Par ailleurs, avec l'Union monétaire de nouveaux besoins vont apparaître, du fait de l'unification des marchés financiers. De ce point de vue, les systèmes de règlement de titres seront conduits à jouer un rôle important, notamment pour créer l'infrastructure nécessaire au développement des opérations transfrontière.

1. Les besoins résultant de l'Union économique et monétaire

L'organisation retenue pour les paiements de montant élevé, en particulier les paiements liés au fonctionnement du marché monétaire de l'euro, est adaptée au caractère décentralisé de la mise en œuvre de la politique monétaire. Le système de règlement *Target*, qui est un élément indispensable à l'unité du marché monétaire de l'euro, reposera, en effet, sur les systèmes à règlement brut en temps réel des pays participants à l'UEM qui seront interconnectés, ainsi que sur les comptes ouverts aux établissements de crédit dans les banques centrales nationales. Grâce à *Target*, il sera possible d'effectuer en quelques secondes le transfert d'un système à l'autre, c'est-à-dire d'une place financière à une autre, des ordres de paiement en euros qui seront réglés de façon irrévocable et définitive.

Le marché des titres va sans doute connaître des évolutions comparables au marché de la monnaie. La segmentation que nous connaissons actuellement entre les marchés des titres situés dans chacun des pays européens devrait s'estomper assez rapidement. En effet, tous les titres seront libellés en euro et les investisseurs disposeront vraisemblablement de portefeuilles de titres beaucoup plus diversifiés qu'aujourd'hui. Il apparaît, dans ces conditions, indispensable de faire en sorte que l'utilisation transfrontière des titres puisse se faire dans les meilleures conditions de sécurité et de rapidité.

En ce qui concerne le Système européen de banques centrales, un certain nombre de besoins ont été recensés pour ce qui est des garanties associées aux opérations de fourniture de liquidités, soit au titre de la politique monétaire soit à celui des systèmes de paiement. Les opérations de mise à disposition de liquidité en euros par le SEBC devront faire l'objet d'une remise d'actifs en garantie. En effet, les statuts du SEBC et de la Banque centrale européenne (BCE) prévoient que les prêts doivent reposer sur des garanties appropriées de façon que les banques centrales ne supportent pas de risque de crédit dans leur activité de réglage de la liquidité des banques.

La liste des garanties acceptées par le SEBC comprendra des titres publics et des garanties privées selon un système à deux niveaux : la première catégorie sera constituée par les titres libellés en euros, émis et déposés chez un dépositaire central, et répondant à des critères d'éligibilité uniformes fixés par la Banque centrale européenne. La seconde catégorie comprendra des garanties, négociables ou non, pour lesquelles les critères d'éligibilité seront établis par les banques centrales nationales dans le cadre de lignes directrices fixées par la (BCE). En France, il s'agira principalement de créances privées non négociables, représentatives de crédits aux entreprises bénéficiant d'une cotation favorable de la Banque de France, ainsi que des titres de créances négociables émis par ces mêmes entreprises.

Aucun crédit ne sera accordé par le SEBC avant que le transfert définitif des titres à son profit ne soit intervenu. Le respect de cette règle pourra nécessiter une livraison préalable des titres qui sont déposés dans des systèmes de règlement de titres dans lesquels la livraison irrévocable des opérations n'intervient qu'en fin de journée.

Enfin, les garanties seront acceptées par le SEBC quelle que soit leur localisation. Cette disposition découle du principe d'égalité de traitement qui figure dans le traité de l'Union européenne. Elle répond également au souhait de voir se constituer rapidement un vaste marché intégré des titres en Europe. Il découle de ce principe la nécessité de disposer de circuits efficaces et sûrs pour permettre l'utilisation transfrontière des garanties.

2. Les caractéristiques des systèmes de règlement de titres

Au regard des besoins des marchés et plus spécifiquement de ceux du SEBC, les systèmes de règlement de titres des pays de l'Union européenne apparaissent, actuellement, relativement cloisonnés et hétérogènes.

En ce qui concerne la participation à ces systèmes, on constate une grande variété de situations selon les pays. À côté des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, on trouve aussi dans certains cas des sociétés d'assurance, des fonds de pension ou des administrations. D'une manière générale, plus les règles de participation aux systèmes de règlement de titres sont ouvertes et plus grand est le nombre de participants qui sont représentés par un autre participant en ce qui concerne les règlements espèces puisque, le plus souvent, seuls les établissements de crédit participent directement au système de paiement.

La plupart des systèmes de règlement de titres ne disposent d'aucun lien avec d'autres systèmes. En conséquence, ils traitent exclusivement les titres émis dans le pays où ils sont installés. Lorsque des liens existent, ceux-ci prennent des formes variées : ils peuvent être assurés par des relations de compte entre deux systèmes différents ou par un établissement de crédit qui, en raison de sa participation à plusieurs systèmes, agit en qualité de correspondant.

Les cycles de traitement varient considérablement. Dans certains systèmes, un seul traitement a lieu en fin de journée, alors que dans d'autres systèmes, les opérations sont traitées de façon continue tout au long de la journée ou lors de plusieurs traitements.

Enfin, la plupart des systèmes de règlement de titres respectent le principe de règlement-livraison, c'est-à-dire que la livraison inconditionnelle et irrévocable des titres n'est effectuée que si, et seulement si, le règlement espèces est intervenu lui-même de façon irrévocable. Néanmoins, peu nombreux sont encore les systèmes dans lesquels le traitement des titres et celui des espèces sont simultanés. Parfois, un délai assez long peut s'écouler dans la journée entre le moment où les titres ont été traités, le plus souvent transférés à titre provisoire, et le moment où les espèces sont virées irrévocablement.

L'hétérogénéité des systèmes de règlement de titres, que l'on constate aujourd'hui, constitue une difficulté pour la création d'un marché des titres intégré à l'échelon européen. En particulier, peu de liens existent entre ces systèmes, ce qui a conduit les banques centrales à créer une organisation spécifique pour pallier cette difficulté.

3. La mobilisation transfrontière des garanties au profit du SEBC

Aujourd'hui, la mobilisation des garanties par les banques centrales ne pose pas de difficulté particulière dans la mesure où elles n'acceptent généralement que des garanties qui sont gérées localement. À partir de la phase III de l'Union monétaire, il n'en sera plus de même puisque les banques centrales accorderont des crédits aux banques, non seulement contre un apport des garanties domestiques, mais aussi contre la fourniture de garanties localisées dans les autres pays de la zone euro.

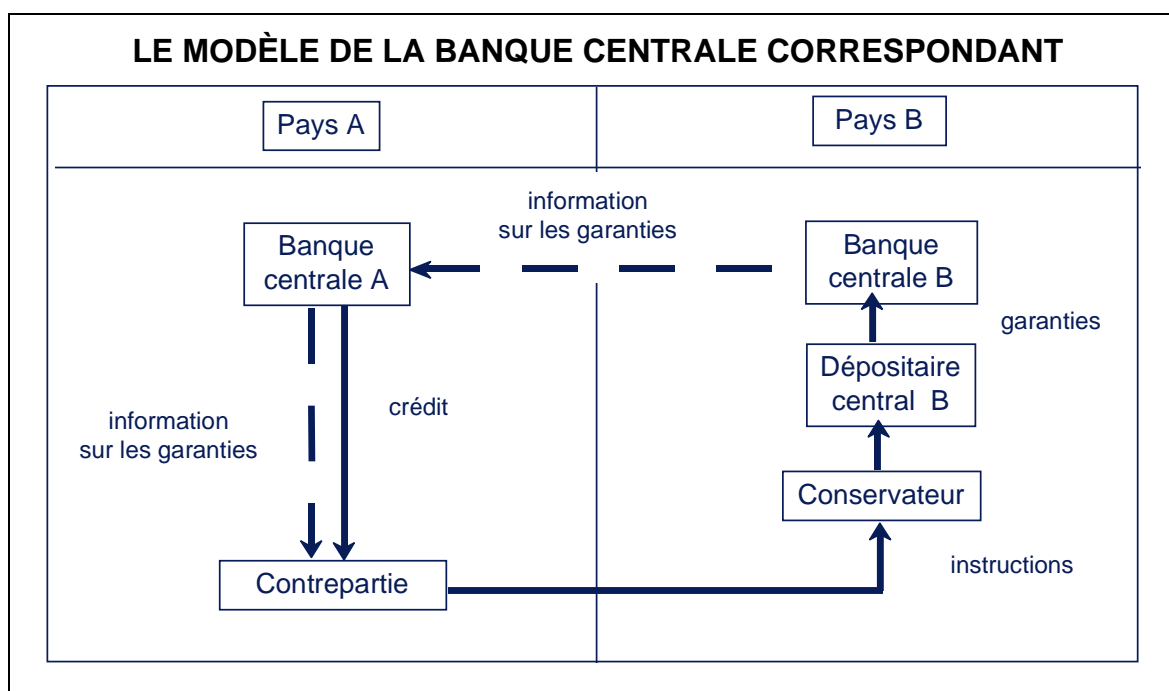
Il aurait été souhaitable que les contreparties du SEBC puissent mobiliser les garanties non domestiques en utilisant les comptes dont elles disposent dans les systèmes de règlement de titres des pays dans lesquels elles sont installées. Cependant, bien que plusieurs systèmes de règlement de titres aient développé des liens pour permettre l'échange de titres entre eux, il n'existe pas pour l'instant de dispositif à l'échelon européen reposant sur l'interconnexion de tous les systèmes de titres concernés et sur des normes communes.

La solution consistant à encourager l'accès à distance aux systèmes de règlement de titres où sont déposées les garanties a été écartée. Bien qu'il puisse paraître logique de mobiliser les titres auprès de la banque centrale du pays où ils sont déposés, une telle solution, si elle devait être généralisée, obligerait les établissements de crédit à s'adapter aux normes et à l'organisation propre à chaque pays.

La création d'un nouveau système centralisé serait coûteuse et elle irait à l'encontre du principe de subsidiarité qui imprègne toute la construction européenne.

Enfin, l'interconnexion des systèmes nationaux de règlement de titres est sans doute la solution idéale, mais elle ne sera vraisemblablement opérationnelle au début de la phase III que dans un nombre limité de cas.

En l'absence, actuellement, de solution disponible pour l'utilisation transfrontière des titres, les banques centrales ont donc décidé de mettre en œuvre un dispositif *ad hoc* dénommé « Modèle de banque centrale correspondant » (*Correspondent Central Banking Model — CCBM*). Chaque banque centrale ouvrira un compte-titres à chacune des autres banques centrales. Ainsi, lorsqu'une contrepartie du SEBC résidant dans le pays A approchera la banque centrale de ce pays, avec laquelle elle est en relation afin d'obtenir un crédit en euros et que tout ou partie des titres apportés en garantie seront déposés dans le pays B, il sera demandé à l'établissement emprunteur de livrer les titres à la banque centrale du pays B qui agira en qualité de conservateur ou de correspondant de la banque centrale du pays A. La banque centrale correspondant sera responsable de la transmission des informations concernant la livraison et l'éligibilité des titres reçus en garantie. La banque centrale du pays d'origine de la contrepartie sera, quant à elle, responsable du traitement de l'information lors de la mise en place du crédit et de l'évaluation des garanties (marges initiales, quotités, appels de marge).



Ce dispositif présente l'avantage de n'exiger aucune modification de l'organisation des établissements de crédit et des systèmes de règlement de titres. Certaines adaptations sont nécessaires dans les banques centrales mais elles resteront de portée limitée. Le réseau SWIFT sera utilisé pour la transmission des informations entre les banques centrales et, en fonction du nombre d'opérations à traiter, la gestion du dispositif pourra reposer sur des procédures assez largement manuelles ou, au contraire, elle sera automatisée. Pour ce qui la concerne, la Banque de France a décidé d'automatiser totalement ses procédures.

Le modèle de banque centrale correspondant a été conçu comme un dispositif provisoire qui est destiné à faire face au besoin d'utilisation transfrontière de titres au début de la phase III dans le cadre des opérations de crédit du SEBC. Il est souhaitable qu'assez rapidement ce dispositif soit complété par des solutions pérennes qui reposent plus largement sur les systèmes de règlement de titres et qui répondent non seulement aux besoins du SEBC mais aussi à ceux des établissements de crédit pour l'ensemble de leurs opérations de marché.

4. L'évolution des systèmes de règlement de titres

Depuis plusieurs années, les systèmes de règlement de titres connaissent d'importantes évolutions. Il s'agit, en particulier, du projet d'interconnexion des systèmes nationaux et de la création dans un nombre croissant de systèmes d'une possibilité de règlement-livraison irrévocable de titres en cours de journée.

Au début de 1997, a été créée l'Association des dépositaires centraux de titres (*European Central Securities Depository Association* — ECSDA) qui a pour objet principal de favoriser l'établissement de liens entre les systèmes de règlement de titres. Ce dispositif d'interconnexion permettra à tout participant à l'un quelconque des systèmes de règlement de titres de l'Union européenne de mobiliser l'ensemble des titres dont il peut disposer dans tous les autres systèmes. Un établissement de crédit pourra effectuer, s'il le souhaite, toutes ses opérations à partir d'un seul système de règlement de titres. Dans une première étape, l'interconnexion reposera sur des procédures de livraison de titres sans paiement, dans un second temps, des procédures de règlement-livraison seront créées grâce à un lien avec le système *Target*.

Par ailleurs, on peut constater que dans un nombre toujours plus grand de systèmes de titres et de pays européens des réformes sont en cours, ou ont été menées à bien, afin d'offrir la possibilité de règlement-livraison irrévocable de titres dans un délai bref en cours de journée. C'est le cas, en particulier, en France avec le système Relit Grande Vitesse — RGV qui sera ouvert au début de l'année 1998. La livraison irrévocable des titres dans RGV sera possible en cours de journée, notamment grâce à un lien très étroit entre ce système et le système à règlement brut en temps réel TBF, ce qui permettra d'effectuer des transferts en monnaie centrale pour le règlement des titres.

D'une manière générale, l'introduction d'une possibilité de règlement irrévocable en cours de journée peut être obtenue soit par l'utilisation de procédures de règlement brut en temps réel pour les titres et les espèces, comme ce sera le cas en France dans le système RGV, soit par le déroulement de séances multiples et rapprochées de règlement-livraison. L'irrévocabilité en cours de journée permet de sécuriser les échanges de titres, elle accroît les possibilités d'arbitrage entre des titres déposés dans des systèmes différents et c'est une condition essentielle pour la mise en œuvre de liens transfrontière entre les systèmes de règlement de titres.

LE DÉMARRAGE DE TBF, UNE ÉTAPE IMPORTANTE DE LA TRANSITION À L'EURO

Le nouveau système de règlement Transferts Banque de France (TBF) a été lancé comme prévu le 27 octobre. Sept ans se sont écoulés entre la présentation par la Banque de France, en avril 1990, du programme de prévention des risques et ce démarrage. Ce délai a été nécessaire pour parvenir à un accord sur l'organisation pour les règlements de montant élevé et pour réaliser le dispositif au plan technique. Le démarrage de TBF constitue une étape importante de la préparation à la transition à l'euro de la place de Paris.

MICHEL SPIRI

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

1. L'organisation de place

Conformément à l'accord intervenu entre la Banque de France et l'*Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement* (AFECEI) fin 1994, les paiements de montant élevé en francs sont dorénavant effectués (sous réserve de la dématérialisation complète des virements remis en Chambre de compensation des banquiers de Paris et de la disparition programmée en 1998 de Sagittaire) au moyen de deux systèmes d'échange, accessibles au travers d'une plate-forme technique commune gérée par la *Centrale des règlements interbancaires* (CRI) :

- le système à règlement brut en temps réel TBF, mis en œuvre par la Banque de France, permet le règlement irrévocable des paiements en cours de journée. Il est au cœur du système de paiement puisque le règlement des autres systèmes de place se fait par son intermédiaire ;

- le système de compensation *Système net protégé* (SNP), ouvert depuis février 1997 et auquel participe un nombre restreint d'établissements de crédit, est géré par la CRI. En fin de journée, les soldes multilatéraux des participants à SNP sont transmis à TBF pour imputation sur les comptes des participants. Au plus tard le 1^{er} juillet 1998, le SNP devra être protégé contre le risque de défaillance de l'un de ses participants, notamment grâce à un apport de garanties assorti d'une règle de partage des pertes.

Par ailleurs, le nouveau système de règlement-livraison *Relit grande vitesse* (RGV), qui est développé par la Sicovam, a vocation à traiter toutes les opérations sur titres qui nécessitent un dénouement irrévocable en cours de journée. L'irrévocabilité du règlement des titres sera obtenue à travers un contrôle permanent de la position espèces des participants constituée soit par des transferts de monnaie centrale depuis TBF, soit par la mobilisation de titres acceptés en garantie par la Banque de France. C'est par l'intermédiaire de RGV que seront gérées, début 1998, les garanties associées aux pensions livrées intrajournalières en monnaie centrale dans le système TBF.

Ces trois nouveaux systèmes de place sont complémentaires et leur démarrage successif, étalé sur environ une année, entraînera une réorganisation importante du système de paiement français.

2. Le système TBF

La participation à TBF est ouverte à tous les établissements de crédit et assimilés, ainsi qu'aux établissements teneurs de comptes-titres.

TBF étant un système à règlement brut en temps réel, chaque ordre de paiement est imputé immédiatement et à tout moment de la journée, dans la limite du solde disponible, sur des comptes spécifiques, les comptes centraux de règlement (CCR). Ces ordres peuvent être :

- les virements de gros montant (VGM) émis par les participants pour le règlement de leurs opérations de marché ou pour le compte de leur clientèle ;

- les soldes de tous les systèmes, dits exogènes, de paiement (chambres de compensation, SIT, SNP et Sagittaire), de règlement-livraison de titres (Relit, Saturne, RGV) ainsi que le Matif et le Monép ;

- les opérations de banque centrale (OBC), qui correspondent aux interventions de la Banque de France sur le marché monétaire ainsi qu'à la partie franc des opérations de change conclues avec la Banque.

Un ordre reçu par TBF devient irrévocable dès sa comptabilisation. Le débit au compte de l'émetteur n'étant effectué qu'après contrôle de la provision, la Banque de France ne supporte aucun risque en sa qualité d'agent de règlement. Si le solde est insuffisant, le virement est placé dans une file d'attente jusqu'à l'arrivée ultérieure d'un crédit permettant son exécution. En cas de non-exécution en fin de journée, le virement est rejeté. L'existence d'une provision au compte du destinataire autorise celui-ci à disposer immédiatement des fonds reçus sans qu'il supporte de risque de crédit. Cette irrévocabilité des fonds reçus dans un bref laps de temps en cours de journée a permis, en particulier, une amélioration importante du règlement des appels de marge des chambres de compensation telles que le Matif.

Les conditions dans lesquelles les participants à un système à règlement brut en temps réel peuvent se procurer de la liquidité en monnaie de banque centrale en cours de journée constituent l'une des questions les plus importantes pour le bon fonctionnement d'une telle organisation. Le besoin de liquidité résulte des décalages entre les règlements à émettre (débits) et les règlements à recevoir (crédits). Compte tenu du faible niveau actuel des réserves obligatoires, les établissements participant à TBF doivent avoir recours, pour que leurs opérations puissent être réglées rapidement, à la Banque de France afin d'obtenir des prêts intrajournaliers moyennant un apport de garanties. À cette fin, les participants mettent en œuvre des pensions-livrées intrajournalières (PLI) avec la Banque de France. Ces PLI, portant sur les titres admis par la Banque en garantie¹, sont effectuées à un taux nul, sans limite de plafond. Dans l'attente de la mise en place du nouveau système de règlement-livraison de titres RGV, la gestion des PLI est assurée dans Saturne et Relit. À compter de la mise en place du système de traitement informatisé des créances privées (TRICP), mi-1998, les participants à TBF pourront également mobiliser leurs créances sur les entreprises bénéficiant d'une cote favorable de la part de la Banque de France pour obtenir de la liquidité intrajournalière dans TBF.

3. Le démarrage de TBF

TBF a été ouvert au mois de juin 1997 pour des tests avec les établissements participants ainsi que pour l'homologation de leurs plates-formes de raccordement au système. Cette phase préliminaire a permis de mettre en lumière l'ampleur des changements à entreprendre, et elle a conduit à décider d'un démarrage progressif du nouveau système. Pour cela, il a été nécessaire de mettre sur pied une organisation transitoire qui a permis de se prémunir contre certains risques techniques, mais qui a aussi été source de certaines contraintes tant pour la Banque de France que pour les trésoriers des établissements.

Le 27 octobre, TBF a démarré avec 124 participants, dont 91 participants connectés. Toutes les fonctionnalités prévues étaient opérationnelles mais, conformément au scénario de montée en charge progressive, les soldes d'un seul système exogène (le SIT) ont été réglés par son intermédiaire.

À partir du 24 novembre, un deuxième système exogène, le système Centralisation des règlements de compensation (Cerco) a été déversé dans TBF. Il s'agit d'un nouveau système qui a été créé afin de globaliser chaque jour les soldes des 102 chambres de compensation de province et des 9 centres régionaux d'échange d'images-chèques (CREIC), de façon à calculer un seul solde national par établissement. Ce dispositif permet d'optimiser la gestion de la liquidité des établissements de crédit, qui était auparavant souvent répartie sur un grand nombre de comptes ouverts sur les livres des succursales de la Banque de France. La gestion des établissements est ainsi simplifiée et ils bénéficient d'un moindre besoin en monnaie centrale.

¹ Il s'agit actuellement de titres d'État et des titres émis par des entreprises bénéficiant d'une cote favorable de la part de la Banque de France (entreprises cotées 3).

Aucun problème bloquant n'a été mis en évidence lors du démarrage ou depuis cette date, et les horaires de fin de journée se sont progressivement rapprochés de la normale. La montée en charge s'est achevée, le 8 décembre, avec le déversement dans TBF des autres systèmes de place, Relit, Saturne, Sagittaire, SNP et la Chambre de compensation des banquiers de Paris.

4. Les prochaines étapes

Le démarrage de TBF n'est qu'une étape, certes importante, du programme de réduction des risques de règlement et de préparation à la transition à l'euro.

Une fois la montée en charge de TBF achevée avec l'intégration du dénouement de tous les systèmes exogènes, la prochaine étape importante sera le démarrage de RGV au début de 1998, qui permettra de traiter toutes les opérations sur titres qui transitent aujourd'hui par Relit et Saturne et qui nécessitent un dénouement irrévocable en cours de journée. Ce nouveau dispositif permettra également d'améliorer l'efficacité et la souplesse de la mobilisation des garanties associées aux prêts intrajournaliers dans TBF. Il sera complété, mi-1998, par la mise en œuvre par la Banque de France du système TRICP de mobilisation des créances privées.

Les changements prévus dans les systèmes de place pour la transition à l'euro feront l'objet de tests approfondis à partir du milieu de l'année 1998. Ces derniers concerneront notamment la connexion de TBF au système de règlement *Target* du Système européen de banques centrales (SEBC). *Target* sera utilisé obligatoirement pour les règlements dans l'Union européenne liés à la politique monétaire unique, et facultativement pour les règlements entre banques. Grâce à ce système, les participants à TBF pourront émettre des virements de gros montant en euros à destination de toute banque de l'Union européenne participant à un autre système à règlement brut en temps réel.

LA TITRISATION EN 1996

En 1996, le marché français de la titrisation, dont l'environnement réglementaire n'a pas été modifié, a légèrement progressé, tout en restant à un niveau modeste. Bien que se situant au deuxième rang européen derrière le Royaume-Uni, son volume — près de 90 milliards de francs d'encours — doit être rapproché à la fois des 6 000 milliards de francs de crédit à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit français, mais également des 2 000 milliards de dollars que représente la titrisation aux États-Unis.

L'année 1996 a été marquée par la création du fonds Cyber-Val titrisant, pour un montant de 40 milliards de francs, des actifs du Crédit lyonnais. Compte tenu de cette opération exceptionnelle, les créances titrisées représentent en 1996 un montant total de 58,8 milliards de francs, contre 16,8 milliards en 1995.

Le nombre de fonds lancés dans l'année a été de 25, ce qui conduit à maintenir à 99, comme en 1995, le nombre de fonds actifs au 31 décembre.

Les compagnies d'assurance, bien que le cadre réglementaire leur donne accès à la titrisation, n'ont pas encore utilisé ce moyen de refinancement.

Par ailleurs, la loi de modernisation des activités financières de juillet 1996 a ouvert aux fonds communs de créances (FCC) la possibilité de réémettre des parts. Le récent décret d'application du 6 octobre 1997 précise ce dispositif tout en élargissant le champ de la titrisation. Cette réforme institutionnelle majeure devrait, en développant le marché secondaire et en favorisant ainsi également le marché primaire, encourager la titrisation à prendre définitivement son essor en France.

LAURE BÉAL

Direction des Marchés de capitaux

Service des Intermédiaires et des Instruments de marché

1. Le contexte juridique

1.1. La réglementation de base

L'introduction de la titrisation dans le contexte institutionnel français est intervenue par la loi n° 88-1201 du 26 décembre 1988, complétée par le décret n° 89-158 du 9 mars 1989. Dans ce premier cadre réglementaire, plutôt rigide, les seuls établissements habilités à céder des créances, de maturité supérieure à 2 ans, sont les établissements de crédit et la Caisse des dépôts et consignations. Les créances sont cédées à un fonds commun de créances, dont c'est l'objet exclusif, agréé par la Commission des opérations de bourse (COB) après consultation de la Banque de France. Le FCC est une copropriété qui émet, en une seule fois, des parts représentatives de ces créances. N'ayant pas la personnalité morale, le FCC est créé et géré par une société de gestion.

La réglementation des Fonds communs de créances a été ensuite profondément modifiée par la loi n° 93-6 du 4 janvier 1993 et son décret d'application n° 93-589 pris le 27 mars suivant.

Au terme de cette évolution, seules les sociétés de gestion des fonds doivent être agréées par la Commission des opérations de bourse ; cette dernière est ensuite destinataire des notes d'information lors de la constitution de chacun des fonds, sur lesquels elle émet un visa. La Banque de France, qui était à l'origine consultée par la COB pour l'agrément, au cas par cas, de chacun des fonds communs de créances, n'a plus de rôle à jouer à ce stade ; elle reste cependant destinataire de l'information. Par ailleurs, la COB peut maintenant, par décision motivée, retirer son agrément à la société de gestion.

D'autres modifications, principalement techniques, sont intervenues. Elles ont profondément assoupli la réglementation :

- en élargissant la nature et les caractéristiques des créances titrisables et en introduisant surtout la possibilité de rechargement¹ des fonds ;
- en supprimant l'obligation de garantie contre les risques de défaillance des débiteurs cédés, tout en élargissant les techniques de couverture de l'actif ;
- en laissant au pouvoir réglementaire la détermination du montant minimum des parts.

Depuis cette date, la technique de la titrisation est également ouverte à certains agents non bancaires, puisque les sociétés d'assurance sont, désormais, autorisées à titriser les créances qu'elles détiennent.

Les conclusions du groupe de travail réuni par le Conseil national du crédit en 1992, consacrées à la titrisation par des entreprises de *créances de type commercial*, ont été évoquées lors des débats parlementaires postérieurs. Toutefois, la réglementation n'a pas été modifiée sur ce point. Il en résulte la mise en place de montages parfois complexes par lesquels cette interdiction est contournée, soit par l'intermédiaire d'une cession préalable de courte durée à un établissement de crédit transformant les créances commerciales en créances bancaires, soit par la mise en œuvre d'un véhicule à l'étranger.

Deux conceptions de la titrisation coexistent dans les faits. Pour l'une, à laquelle correspond la création d'un nombre assez réduit de fonds, la titrisation est véritablement une technique permettant aux établissements de crédit d'alléger leur bilan d'un certain nombre de créances. Pour l'autre, la titrisation n'est qu'un instrument supplémentaire de collecte d'épargne et peut donc s'opérer à partir de créances interbancaires souvent créées pour la circonstance.

¹ Est donc supprimée la disposition de la loi initiale qui prévoyait que le fonds ne pouvait acquérir de créances après l'émission des parts.

1.2. Le décret n° 97-919 du 6 octobre 1997

Ce nouveau décret a d'abord pour objet la mise en conformité du décret n° 89-158 du 9 mars 1989 avec l'article 92 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, qui permet désormais la *réémission de parts*¹. Il intègre ensuite d'autres considérations.

1.2.1. L'élargissement du champ de la titrisation

La notion de devises est introduite à l'actif et au passif dans un souci de préparation au marché de l'euro et afin de tenir compte de l'évolution qui a pu être constatée sur le marché de la titrisation.

Les créances détenues par un FCC peuvent être cédées en une seule fois pour leur totalité dans plusieurs cas :

- lors de la survenance d'une circonstance nouvelle, indépendante du niveau constaté des défaillances des débiteurs, de nature à entraîner une dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs de parts, et s'il est alors dans l'intérêt des porteurs de parts de procéder à la liquidation du fonds (pénurie de créances conformes, dégradation de la notation...);
- lorsque les parts du fonds ne sont plus détenues que par un seul porteur;
- lorsque les parts ne sont détenues que par le ou les cédants, à leur demande;
- si le fonds n'a pu réémettre des parts après l'émission dans les conditions prévues par le règlement du fonds.

Le fonds commun de créances peut acquérir des créances futures résultant d'un acte déjà intervenu, notamment, lorsque son règlement le permet, dans le cadre d'opérations de crédit-bail. Cette notion vise également certains montages spécifiques pour lesquels la titrisation d'une créance est envisagée simultanément à la création de la créance *ad hoc*.

Pour utiliser sa trésorerie momentanément disponible, le FCC, qui ne pouvait acquérir que des bons du Trésor, des actions de Sicav, des parts de FCP ou des titres admis à la négociation sur un marché réglementé (sauf parts de FCC et titres donnant accès au capital de sociétés), peut dorénavant effectuer des placements dans des comptes à terme en banque dont l'échéance est au moins égale à un mois, ou encore dans des titres de créances négociables ou des parts de fonds communs de créances.

La titrisation de créances immobilisées, douteuses ou litigieuses n'est plus interdite mais doit être prévue par le règlement du fonds. Toutefois, les parts de ce type de fonds ne peuvent être souscrites ni par les OPCVM, ni par des particuliers.

1.2.2. Les dispositions visant à sécuriser la titrisation

Les devoirs du cédant en sa qualité d'établissement chargé du recouvrement sont rappelés. Le décret prévoit, par ailleurs, l'éventualité d'un transfert de la charge du recouvrement à un autre établissement tenu alors des mêmes obligations.

L'opération de rechargement n'est plus obligatoirement effectuée par la reprise de créances de même nature, mais le décret stipule : « l'acquisition de créances et l'émission de parts après l'émission initiale des parts ne devront pas entraîner de dégradation du niveau de sécurité offert aux porteurs des parts émises précédemment ». Le Trésor met donc l'accent sur l'objectif final — le niveau de sécurité — plutôt que sur les moyens — la nature des créances.

¹ Émission de parts après l'émission initiale

De plus, s'agissant des opérations sur le marché secondaire, les parts spécifiques supportant le risque de défaillance des débiteurs des créances, qui ne pouvaient déjà être souscrites par des OPCVM ou des personnes physiques, ne peuvent plus être détenues par ces derniers.

Le décret restreint l'obligation d'établir le document prévu à l'article 35 de la loi n° 88-1201 aux seules parts de FCC qui font l'objet d'un appel public à l'épargne. En d'autres termes, le décret lève l'obligation de notation des fonds correspondant aux seuls placements privés ou s'adressant à un public averti.

2. La titrisation dans l'environnement économique

La titrisation est une technique encore peu répandue en France et qui a eu, jusqu'à aujourd'hui, semble-t-il, du mal à se développer. Elle reste encore, en 1996, le fait d'un petit noyau d'opérateurs. Elle est à rapprocher des 6 000 milliards de francs de crédit à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit français.

2.1. Données monétaires

Les parts de fonds communs de créances à moins de 5 ans détenues par les agents non financiers entrent dans le calcul de l'agrégat monétaire M3 – M2. La part de ces titres reste très marginale, ce qui souligne la faiblesse du marché de la titrisation par rapport aux titres composant l'agrégat M3 – M2 : titres de créances négociables, dépôts à terme et surtout placements en OPCVM monétaires.

PARTS MONÉTAIRES DES ENCOURS DE FCC				
(montant en millions de francs – part en pourcentage)				
Date d'encours	Encours	Part à moins de 5 ans	Montant détenu par les agents non financiers (a)	Répartition de M3 – M2
31 décembre 1989.....	674	674	–	–
30 juin 1990.....	2 456	2 234	200	0,01
31 décembre 1990.....	4 559	3 881	2 500	0,13
30 juin 1991.....	9 690	8 773	6 700	0,31
31 décembre 1991.....	14 748	11 198	7 900	0,36
30 juin 1992.....	20 502	16 665	16 200	0,67
31 décembre 1992.....	26 394	18 825	16 800	0,68
30 juin 1993.....	31 730	22 576	21 100	0,82
31 décembre 1993.....	37 205	29 254	27 900	1,22
30 juin 1994.....	42 233	27 918	26 800	1,19
31 décembre 1994.....	43 634	27 912	27 200	1,22
30 juin 1995.....	41 362	24 340	23 800	1,01
31 décembre 1995.....	47 651	26 349	26 000	1,17
30 juin 1996.....	42 886	24 262	24 100	1,12
31 décembre 1996.....	87 810	65 086	14 300	0,74
(a) Source : DESM – SASM				

2.2. La titrisation dans son contexte international

Le marché français de la titrisation, comme les marchés européens en général et même au Japon ¹, n'est en rien comparable au marché américain où l'encours atteint 2 000 milliards de dollars.

Au niveau européen, l'année 1996 marque cependant un tournant. En effet, le montant des émissions — d'environ 200 milliards de francs — s'est accru en Europe de près de 350 % par rapport à 1995 et cette tendance se confirme en 1997. Quatre émissions ² ont contribué à ce résultat, parmi lesquelles Cyber-Val occupe la première place. En volume d'émission, la France occupe en 1996 la deuxième place (58 milliards de francs, soit 28 % des émissions européennes), derrière le Royaume-Uni (96 milliards de francs, soit 48 % du total) ; viennent ensuite l'Irlande et l'Espagne, représentant respectivement 12 % et 4 % des émissions européennes de l'année.

3. Bilan chiffré ³ de l'année ⁴

3.1. La création des fonds communs de créances

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Nombre de fonds agréés.....	1	8	22	28	29	28	28	24
Nombre de fonds lancés.....	1	7	23	25	29	29	27	25
Nombre de fonds existant au 31 décembre.....	1	8	31	56	82	91	99	99
Nombre de fonds arrivés à échéance.....	—	—	—	—	3	20	19	25 (a)
(a) Dont quatre remboursés par anticipation								

La titrisation en France n'est pas, depuis sa création, une activité en forte expansion. Après son introduction dans le paysage financier français en 1989, la période d'ascension a été de courte durée et de faible intensité : le rythme de croisière a été atteint dès 1992 ; depuis, le nombre de fonds agréés chaque année est quasi stable, à un niveau assez peu élevé.

En 1996, le nombre de fonds agréés par la Commission des opérations de bourse s'est réduit de quatre unités, et le nombre des fonds effectivement lancés a simplement contribué à stabiliser le nombre de fonds actifs.

¹ En 1995, un document de l'OCDE soulignait le peu d'opérations de titrisation réalisées au Japon, en dépit de l'existence, récente, de l'infrastructure juridique et réglementaire. Cependant, la titrisation jouera probablement un rôle important dans le processus de redressement du système bancaire.

² Cyber-Val pour 40 milliards de francs, Rose Funding (portefeuille de créances de Natwest) pour 5,2 milliards de dollars, GPA (crédit-bail sur des avions détenus par Guinness Peat Aviation) pour 4 milliards de dollars, le moratoire nucléaire (droits à compensation de quatre compagnies espagnoles d'électricité) pour 215 milliards de pesetas.

³ Les statistiques sont tirées des informations fournies trimestriellement à la Banque de France par les sociétés de gestion en vertu de l'article 45 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988.

⁴ Une étude sur l'année 1997 sera publiée au cours du premier semestre 1998.

3.2. Caractéristiques des fonds communs de créances

MONTANT DES CRÉANCES TITRISÉES (appréciées au moment du lancement)		
<i>(montant en millions de francs)</i>		
	Montant	Montant cumulé depuis l'origine
En 1989.....	671	671
En 1990.....	4 731	5 402
En 1991.....	11 18	16 582
En 1992.....	14 496	31 078
En 1993.....	17 093	48 171
En 1994.....	19 420	67 591
En 1995.....	16 756	84 347
En 1996.....	58 754	143 101

La forte progression du montant des créances titrisées est due exclusivement à la création du fonds Cyber-Val, correspondant à la titrisation par le Crédit lyonnais d'une créance détenue sur l'EPFR ¹, d'un montant de 40 milliards de francs. Sans cette opération, d'une ampleur exceptionnelle, les volumes nouvellement titrisés resteraient inférieurs à 20 milliards de francs. En raison de cette opération, la progression de l'encours atteint 84 %, contre une tendance de 15 % environ les trois années précédentes.

MONTANT DES CRÉANCES TITRISÉES RESTANT DUES (après déduction des tombées)		
<i>(en millions de francs)</i>		
	ACTIF Créances acquises par les FCC	PASSIF Encours des parts de FCC
Au 31 décembre 1989.....	671,6	674
Au 31 décembre 1990.....	4 285,3	4 559
Au 31 décembre 1991.....	13 715,1	14 748
Au 31 décembre 1992.....	23 227,7	26 394
Au 31 décembre 1993.....	33 441,6	37 205
Au 31 décembre 1994.....	38 887,6	43 634
Au 31 décembre 1995.....	45 628,5	47 651
Au 31 décembre 1996.....	86 007,1	87 810

¹ L'EPFR (établissement public de financement et de restructuration) a été créé par une loi du 28 novembre 1995 pour gérer le soutien financier apporté par l'État au CDR (Consortium de réalisation), structure de cantonnement des actifs du Crédit lyonnais. Sa mission consiste à financer le CDR et à en contrôler la gestion.

CATÉGORIES DES CRÉANCES TITRISÉES				
<i>(volume en millions de francs – part en pourcentage)</i>				
Année	Nature des créances	Nombre de fonds	Volume	Part des émissions de l'année
En 1989	Sociétés des bourses françaises	1 fonds	671	100,0
Total		1 fonds	671	100,0
En 1990	Interbancaire	4 fonds	2 260	47,8
	Particuliers	3 fonds	2 471	52,2
Total		7 fonds	4 731	100,0
En 1991	Interbancaire	17 fonds	4 048	36,2
	Particuliers	3 fonds	5 286	47,3
	Collectivités locales	2 fonds	1 395	12,5
	Entreprises françaises	1 fonds	451	4,0
Total		23 fonds	11 180	100,0
En 1992	Interbancaire	20 fonds	9 103	62,8
	Particuliers	4 fonds	5 232	36,1
	Entreprises françaises	1 fonds	161	1,1
Total		25 fonds	14 496	100,0
En 1993	Interbancaire	24 fonds	11 942	69,9
	Particuliers	4 fonds	3 887	22,7
	Départements français	1 fonds	1 264	7,4
Total		29 fonds	17 093	100,0
En 1994	Interbancaire	21 fonds	5 641	29,0
	Particuliers	8 fonds	13 779	71,0
Total		29 fonds	19 420	100,0
En 1995	Interbancaire	20 fonds	4 122	24,6
	Particuliers	6 fonds	12 002	71,6
	République étrangère (Brésil)	1 fonds	632	3,8
Total		27 fonds	16 756	100,0
En 1996	Établissement public (EPFR)	1 fonds	40 000	68,1
	Particuliers	2 fonds	7 360	12,5
	Interbancaire	21 fonds	6 394	10,9
	Professions libérales	1 fonds	5 000	8,5
Total		25 fonds	58 754	100,0

Depuis 1994, la part des crédits accordés aux particuliers était devenue plus importante que celle des créances interbancaires. En 1996, un certain rééquilibrage s'est opéré, et les fonds constitués de créances représentatives d'opérations avec les particuliers ne sont plus supérieurs en montant que de 38 % par rapport aux créances interbancaires, contre 215 % en 1995 et 144 % en 1994. Ce phénomène s'expliquerait, notamment, par la mise en attente, depuis un an et jusqu'à la publication du décret d'application de la loi de modernisation des activités financières autorisant la réémission de parts de FCC, des opérations de titrisation de créances assises sur des cartes de crédit. La titrisation de créances professionnelles reste, quant à elle, encore marginale.

ÉTUDES
La titrisation en 1996

NOMBRE DE CRÉANCES TITRISÉES				
<i>(montant en millions de francs – part en pourcentage)</i>				
Année	Volume des créances	Nombre de fonds	Montant	Part des émissions de l'année
En 1989	Créances en nombre limité	1 fonds	671	
Total		1 fonds	671	100,0
En 1990	Créance unique	4 fonds	2 260	47,8
	Créances nombreuses	3 fonds	2.471	52,2
Total		7 fonds	4 731	100,0
En 1991	Créance unique	16 fonds	3 946	35,3
	Créances en nombre limité	4 fonds	1 948	17,4
	Créances nombreuses	3 fonds	5 286	47,3
Total		23 fonds	11 180	100,0
En 1992	Créance unique	20 fonds	8 264	57
	Créances en nombre limité	1 fonds	1 000	6,9
	Créances nombreuses	4 fonds	5 232	36,1
Total		25 fonds	14 496	100,0
En 1993	Créance unique	22 fonds	11 127	65,1
	Créances en nombre limité	3 fonds	2 079	12,2
	Créances nombreuses	4 fonds	3 887	22,7
Total		29 fonds	17 093	100,0
En 1994	Créance unique	15 fonds	2 281	11,7
	Créances en nombre limité	6 fonds	3 360	17,3
	Créances nombreuses	8 fonds	13 779	71,0
Total		29 fonds	19 420	100,0
En 1995	Créance unique	13 fonds	2 464	14,7
	Créances en nombre limité	8 fonds	2 290	13,7
	Créances nombreuses	6 fonds	12 002	71,6
Total		27 fonds	16 756	100,0
En 1996	Créance unique	16 fonds	43 891	74,7
	Créances en nombre limité	6 fonds	2 503	4,3
	Créances nombreuses	3 fonds	12 360	21,0
Total		25 fonds	58 754	100,0

Logiquement, les fonds ayant repris de très nombreuses créances — de 2 417 à 103 751 créances pour un seul fonds — ont titrisé, dans tous les cas, des crédits accordés à des particuliers ou des prêts professionnels. Parallèlement, les fonds alimentés par une seule créance ou par des créances en nombre limité participent à la titrisation de créances interbancaires, lesquelles sont créées parfois spécifiquement pour l'occasion. Par exemple, la titrisation opérée par la Caisse centrale des caisses d'épargne consiste en la cession de quelques créances — 18 à 23 — représentatives de prêts interbancaires consentis aux établissements du réseau.

ÉTUDES
La titrisation en 1996

LES CÉDANTS				
(montant en millions de francs – part en pourcentage)				
Année	Cédants	Nombre de fonds	Montant	Part des émissions de l'année
1989	Sociétés des bourses françaises	1 fonds	671	
Total		1 fonds	671	100,0
1990	CDC	3 fonds	2 060	43,5
	Cetelem	1 fonds	1 000	21,2
	Crédit lyonnais	1 fonds	1 000	21,2
	CRCAM	1 fonds	471	9,9
	CLF	1 fonds	200	4,2
Total		7 fonds	4731	100,0
1991	Société générale	3 fonds	2 274	20,3
	Cetelem	1 fonds	2 173	19,4
	Crédit lyonnais	1 fonds	2 017	18,0
	CDC	4 fonds	1 660	14,9
	Crédit foncier de France	1 fonds	1 096	9,8
	Caisse nationale de crédit agricole	9 fonds	1 087	9,7
	Crédit national	1 fonds	451	4,1
	Banque fédérative du crédit mutue	1 fonds	200	1,8
	UBR (Groupe CIC)	1 fonds	120	1,1
	Caisse centrale des banques populaires	1 fonds	102	0,9
Total		23 fonds	11 180	100,0
1992	Cetelem	2 fonds	3 993	27,5
	Caisse nationale de crédit agricole	6 fonds	3 485	24,0
	Unicrédit (Groupe CNCA)	5 fonds	2 497	17,2
	Société générale	7 fonds	2 009	13,9
	Caisse centrale de réescompte	1 fonds	1 000	6,9
	Lyonnaise de Banque	1 fonds	911	6,3
	BRED	1 fonds	328	2,3
	Slibail (Groupe Crédit lyonnais)	1 fonds	161	1,1
	UBR (Groupe CIC)	1 fonds	112	0,8
Total		25 fonds	14 496	100,0
1993	Unicrédit (Groupe CNCA)	11 fonds	5 830	34,1
	CDC	3 fonds	3 409	19,9
	Cetelem	1 fonds	1 816	10,6
	Crédit lyonnais	3 fonds	1 783	10,5
	SEC (Caisse d'épargne)	3 fonds	1 186	6,9
	Casden-BP	1 fonds	1 045	6,1
	Société générale	5 fonds	999	5,8
	Banque Pétrofigaz	1 fonds	721	4,3
	BRED	1 fonds	304	1,8
Total		29 fonds	17 093	100,0
1994	Crédit lyonnais	3 fonds	6 076	31,3
	SEC	6 fonds	3 359	17,3
	UCB	2 fonds	2 750	14,2
	Comptoir des entrepreneurs	1 fonds	2 606	13,4
	Cetelem	1 fonds	2 186	11,2
	Banque Indosuez	7 fonds	1 257	6,5
	Société générale	8 fonds	1 025	5,3
	Crédit martiniquais	1 fonds	161	0,8
Total		29 fonds	19 420	100,0
1995	Crédit lyonnais	1 fonds	4 082	24,4
	Cetelem	1 fonds	2 971	17,7
	SEC	8 fonds	2 290	13,7
	Banque Indosuez	8 fonds	2 131	12,7
	CFF	1 fonds	2 000	11,9
	Casden-BP	1 fonds	1 200	7,2
	Société générale	6 fonds	1 182	7,0
	Banque Pétrofigaz	1 fonds	900	5,4
Total		26 fonds	16 756	100,0
1996	Crédit lyonnais	2 fonds	45 000	76,6
	Sogefinancement (Société générale)	1 fonds	4 360	7,4
	Cetelem	1 fonds	3 000	5,1
	Banque Indosuez	8 fonds	2 579	4,4
	CCCEP	5 fonds	1 440	2,5
	CCR	1 fonds	1 063	1,8
	Société générale	6 fonds	982	1,7
	CNCA	1 fonds	330	0,5
Total		25 fonds	58 754	100,0

La palette des établissements recourant à la titrisation s'est restreinte, puisque 8 établissements seulement y ont eu recours en 1996. Peu d'établissements nouveaux sont apparus sur le marché : Sogefinancement et la CNCA, cette dernière revenant sur le marché après deux années d'absence. Sauf ces exceptions, seuls sont restés actifs, en 1996, les établissements ayant utilisé la titrisation de façon habituelle depuis plusieurs années.

Le fait que les compagnies d'assurance puissent désormais céder des créances à un fonds (essentiellement des primes d'assurance non encore recouvrées) n'a pas encore eu d'application pratique. Le recours à ce moyen de refinancement ne trouve guère d'utilité pour ces établissements. En effet, les contraintes de fonds propres — dont les normes sont fixées au niveau européen — sont, pour les assurances, fonction de l'activité et non des engagements figurant à l'actif. Par ailleurs, investisseurs nets sur les marchés, elles n'ont théoriquement pas de besoin de refinancement.

Sociétés de gestion

Le rôle de la société de gestion est énoncé par l'article 37 de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 modifiée par la loi n° 93-6 du 4 janvier 1993. La société de gestion doit être agréée par la Commission des opérations de bourse qui peut, par décision motivée, retirer son agrément. Elle est une société commerciale dont l'objet exclusif est de gérer des fonds communs de créances. Elle partage l'initiative de la constitution des fonds communs de créances avec une personne morale dépositaire des actifs du fonds.

SOCIÉTÉS DE GESTION (principaux actionnaires)		
	Nombre de fonds monté: en 1996	Nombre de fonds gérés au 31 décembre 1996
ABC Gestion (Crédit lyonnais).....	3	13
CCR Titrisation (a) (CCR, Paribas).....	—	1
Eurotitrisation SA (BNP, CDC, Suez).....	13	43
France Titrisation (Compagnie bancaire, CCF, CCCM).....	1	5
Gestion et Titrisation internationales (CFF, Société Titrisation et Finance internationales).....	—	3
Paris Titrisation (Société générale).....	7	33
Titrisation Première (CNCA).....	1	1
(a) Retrait d'agrément par la COB le 31 mars 1997		

Les sociétés de gestion actives étaient au 31 décembre 1996 au nombre de 7, sur une population de 10 établissements ayant sollicité un agrément.

TAUX FIXE OU VARIABLE DES CRÉANCES TITRISÉES		
<i>(montant en millions de francs)</i>		
	Nombre	Montant
1989		
fixe.....	—	—
variable.....	1	671
1990		
fixe.....	6	4531
variable.....	—	—
pas d'intérêt.....	1	200
1991		
fixe.....	23	11 180
variable.....	—	—
1992		
fixe.....	25	14 496
variable.....	—	—
1993		
fixe.....	29	17 093
variable.....	—	—
1994		
fixe.....	28	18 879
variable.....	1	541
1995		
fixe.....	27	16 756
variable.....	—	—
1996		
fixe.....	25	58 754
variable.....	—	—

Les créances titrisées sont essentiellement à taux fixe ; ce n'est qu'exceptionnellement (deux fois depuis leur création) qu'elles ont été à taux variable.

3.3. Caractéristiques des parts

MODALITÉS DE GARANTIES					
<i>(montant en millions de francs – part en pourcentage)</i>					
		Montant			Répartition
1989	garantie par établissements de crédit	1 fonds	pour	671	100,0
1990	garantie par émissions de parts spécifiques	3 fonds	pour	2 471	52,3
	garantie de l'État sur les créances	1 fonds	pour	1 203	25,4
	garantie par établissements de crédit	1 fonds	pour	200	4,2
	garantie par compagnies d'assurance	1 fonds	pour	357	7,5
	absence de garantie	1 fonds	pour	500	10,6
1991	garantie par émission de parts spécifiques	3 fonds	pour	5 286	47,3
	garantie par établissements de crédit	16 fonds	pour	5 058	45,2
	garantie par compagnies d'assurance	4 fonds	pour	836	7,5
1992	garantie par émission de parts spécifiques	4 fonds	pour	5 232	36,1
	garantie par établissements de crédit	17 fonds	pour	7 574	52,2
	garantie par nantissement de titres	1 fonds	pour	1 000	6,9
	garantie par compagnies d'assurance	3 fonds	pour	690	4,8
1993	garantie par émission de parts spécifiques	4 fonds	pour	4 430	25,9
	garantie par établissements de crédit	13 fonds	pour	6 112	35,8
	garantie par compagnies d'assurance	12 fonds	pour	6 551	38,3
1994	garantie par émission de parts spécifiques	5 fonds	pour	7 703	39,7
	garantie par établissements de crédit	20 fonds	pour	7 057	36,3
	garantie par compagnies d'assurance	4 fonds	pour	4 660	24,0
1995	garantie par émission de parts spécifiques	7 fonds	pour	11 885	70,9
	garantie par établissements de crédit	14 fonds	pour	3 304	20,1
	garantie par compagnies d'assurance	1 fonds	pour	848	5,1
	absence de garantie	5 fonds	pour	501	3,0
1996	garantie par émission de parts spécifiques	4 fonds	pour	48 423	82,4
	garantie par compagnies d'assurance	1 fonds	pour	5 000	8,5
	garantie par établissements de crédit	11 fonds	pour	2 422	4,1
	absence de garantie	9 fonds	pour	2 909	5,0

Le décret n° 93-589 du 27 mars 1993 a supprimé l'obligation de garantie édictée par le décret d'application n° 89-158 du 9 mars 1989. Cependant, les émissions restent largement garanties, même si la part des FCC n'en offrant pas tend à s'accroître depuis 2 ans.

Ainsi, ces dernières années, la garantie la plus recherchée a été celle issue de l'émission de parts spécifiques¹. La tendance à la réduction de la garantie accordée par les établissements de crédit, observée depuis 1994, est liée au règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière (règlement n° 93-07 modifiant le règlement n° 90-02), applicable le 1^{er} juillet 1994, qui a durci le traitement prudentiel de ces garanties, lesquelles sont accordées par le cédant ou le garant des créances titrisées (leur montant vient alors en déduction des fonds propres). Elle n'est plus aujourd'hui utilisée que par la Société générale pour les opérations initiées par Sogebail, dont elle est le principal actionnaire, et par la Caisse centrale des caisses d'épargne, pour ses propres opérations de titrisation. L'absence de garantie, toujours marginale depuis la suppression de l'obligation correspondante, est le fait quasi exclusivement de la Banque Indosuez cédant des créances au nom de la Bayerische Landesbank Girozentrale — notée Aaa par Moody's — dont sont, en vertu de la loi, solidairement responsables en tant que garants le Land de Bavière et l'Association des caisses d'épargne de Bavière ; dans ce cas, l'absence de garantie est complètement liée à la qualité des créances titrisées.

¹ Qui supportent le risque de défaillance des créances et ne peuvent être souscrites par des organismes de placement en valeurs mobilières ou des personnes physiques.

La technique du surdimensionnement n'a pratiquement jamais été mise en œuvre pour couvrir le risque de défaillance des débiteurs ; elle serait, en effet, d'un coût supérieur à celui des autres techniques.

NOTATION DES PARTS au 31 décembre 1996				
Nom des parts	Nombre de fonds	Notation		
		Moody's	Standard and Poor's	IBCA
Amaren	1 fonds	Aaa/Aa1/Baa1/B3		
APIGAZ	1 fonds	Aaa/A3/Caa		
Certirente	29 fonds	Aa2		
Certiplan	2 fonds	Aa2		
Cyber-Val	1 fonds	Aaa	AAA	
Dauphin	1 fonds	Aaa/B1		
Domos	1 fonds	Aaa/Baa2		
Écureuil	13 fonds		AA+	
EOS	1 fonds	Aa/A3/Ba2		
Ergos	1 fonds	Aaa/Baa2		
Expresso	1 fonds	Aaa/A3		
Foncier FCC	2 fonds	1991 : Aaa/A2 1995 : Aaa/Baa2/Caa	1991 : AAA/A 1995 : AAA/AAA+/A	
FP FCC	21 fonds	Aaa		
Interbancaire 1	1 fonds			AAA
Interbancaire 2	1 fonds			AAA/A
LP FCC	2 fonds		- 10/93 : AA+ - 11/93 : AAA AAA/AA	
Multilogis	1 fonds			
Noria	2 fonds	Noria 1 : Aaa/B1 Noria 2 : Aaa/A3/Ca		
Pégase	1 fonds	Aaa	AAA	
PREM	1 fonds		AA	
Région de France	2 fonds	Aaa	AAA	
Revenus garantis	4 fonds	A3		
Spécifique	1 fonds		AAA	
Spécifique département	1 fonds		AAA/BB	
Titthylo	2 fonds	fonds 03/94 : Aaa/Baa2	fonds 03/94 : AAA	
Titricarte	1 fonds	Aaa/A3		
Titricourt	1 fonds	Aaa/A3	AAA/A-	
Titrimmo	2 fonds	Aaa/A3	AAA	
Titriphar	1 fonds	Aaa	AAA	
Total	99 fonds			

Les parts prioritaires des FCC obtiennent traditionnellement, au moment du lancement, d'excellentes notes des agences de notation. Celles-ci ont pu être parfois dégradées au cours de l'existence des fonds, en liaison avec les modifications de notation enregistrées par les établissements jouant un rôle important dans l'opération de titrisation. À la suite de ces dégradations, les nouveaux FCC lancés, appartenant à la même famille, obtiennent logiquement une notation similaire.

La notation des parts de fonds communs de créances reste une pratique des grandes agences américaines, qui se partagent le marché de la titrisation en France.

ÉTUDES
La titrisation en 1996

DURÉE DES FONDS					
(montant en millions de francs – part en pourcentage)					
Année	Durée	Montant			Répartition
En 1989	3 ans	1	fonds	pour 671	100,0
En 1990	3 ans	4	fonds	pour 1 528	32,3
	4 ans	1	fonds	pour 1 000	21,2
En 1991	5 ans	1	fonds	pour 1 000	21,2
	6 ans	1	fonds	pour 1 203	25,4
	3 ans	16	fonds	pour 2 327	20,8
	5 ans	2	fonds	pour 4 190	37,5
	8 ans	2	fonds	pour 2 172	19,4
En 1992	+ 10 ans	3	fonds	pour 2 491	22,3
	3 ans	13	fonds	pour 6 182	42,6
	4 ans	5	fonds	pour 2 687	18,5
	5 ans	2	fonds	pour 3 993	25,6
	7 ans	2	fonds	pour 379	2,6
En 1993	8 ans	3	fonds	pour 1 255	8,7
	2 ans	3	fonds	pour 1 186	6,9
	3 ans	12	fonds	pour 6 134	35,9
	4 ans	7	fonds	pour 4 399	25,7
	5 ans	2	fonds	pour 2 861	16,8
En 1994	7 ans	3	fonds	pour 2 212	12,9
	10 ans	2	fonds	pour 301	1,8
	2 ans	6	fonds	pour 3 360	17,3
	4 ans	8	fonds	pour 1 418	7,3
	6 ans	1	fonds	pour 2 186	11,3
En 1995	7 ans	1	fonds	pour 2 057	10,6
	8 ans	9	fonds	pour 2 075	10,7
	9 ans	2	fonds	pour 4 606	23,7
	+ 10 ans	2	fonds	pour 3 718	19,1
	2 ans	6	fonds	pour 1 723	10,3
En 1996	4 ans	4	fonds	pour 451	2,7
	5 ans	5	fonds	pour 4 849	28,9
	6 ans	2	fonds	pour 3 604	21,5
	8 ans	7	fonds	pour 2 381	14,2
	+ 10 ans	3	fonds	pour 3 748	22,4
En 1996	4 ans	9	fonds	pour 3 642	6,2
	5 ans	8	fonds	pour 46 130	78,5
	6 ans	1	fonds	pour 3 000	5,1
	8 ans	6	fonds	pour 982	1,7
	+ 10 ans	1	fonds	pour 5 000	8,5

L'éventail des durées d'émission est moins large que les autres années, les émissions ayant principalement des durées de 5 ans. Les opérations de « vraie » titrisation, et notamment les parts issues de titrisation de créances sur les particuliers, ne sont pas, contrairement aux autres années, émises sur les durées les plus longues, mais sont positionnées sur des échéances de 5 à 6 ans. Cependant, il convient de noter que le fonds ayant repris les créances destinées au financement professionnel (pharmaciens) a émis des parts d'une durée de 12 ans.

Pour ce qui est de la titrisation de créances interbancaires, la durée des parts dépend habituellement des établissements titrisants ; généralement :

- les parts de FCC issues de la titrisation par la Société générale ont une durée de 8 ans ;
- celles issues de la titrisation par la banque Indosuez ont une durée de 4 ans ;
- celles issues de la CCCEP ont une durée de 5 ans.

RÉMUNÉRATION DES PARTS				
<i>(montant en millions de francs)</i>				
	Rémunération fixe		Rémunération variable	
1989			1 fonds	pour 671
1990	6 fonds	pour 3 731	1 fonds	pour 1 000
1991	22 fonds	pour 10 729	1 fonds	pour 451
1992	24 fonds	pour 13 496	1 fonds	pour 1 000
1993	28 fonds	pour 16 372	1 fonds	pour 721
1994	29 fonds	pour 19 420		
1995	24 fonds	pour 9 773	2 fonds	pour 4 983
	1 fonds mixte	pour 2 000 :		
	– parts A :	1 290 – taux fixe		
	– autres parts :	710 – taux variable		
1996	21 fonds mixte	pour 8 331	3 fonds	pour 46 063
	1 fonds mixte	pour 4 360 :		
	– parts prioritaires :	4 000 – taux fixe		
	– parts spécifiques :	359 – taux variable		

Depuis la création de la titrisation, la majorité des opérations a été réalisée à taux fixe. Il en a été de même en 1996, avec 21 fonds à taux fixe et 3 fonds à taux variable. Toutefois, en termes de montants titrisés, les émissions à taux variables sont prééminentes, en raison de l'importance du fonds Cyber-Val (dont le taux est indexé sur le Pibor 3 mois + 0 % à 0,09 % selon les parts). Les autres émissions à taux variables relèvent l'une d'une titrisation en direct du Crédit lyonnais, l'autre d'une opération de la Caisse centrale de réescompte.

On note également que certaines émissions à taux fixe, initiées par un même émetteur, se sont pratiquées au même taux nominal tout au long de l'année, dans la mesure où ces émissions, chaque fois issues d'un nouveau fonds, ne constituent, en fait, qu'une seule opération réalisée en plusieurs séquences. L'interdiction de réémettre des parts, levée par le récent décret n° 97-919, nécessitait en effet, auparavant, la constitution de plusieurs fonds dont les parts sont assimilables.

La rémunération des parts de FCC, lors de l'apparition de la titrisation en France, a eu tendance à être supérieure aux titres d'État, le paiement d'une prime de risque étant lié à la nouveauté du marché. Les taux de rendement actuariels bruts (TRAB), quoique largement subordonnés à la qualité de la signature de l'établissement et à sa notation, apparaissent, pour les fonds à taux fixe émis en 1996, inférieurs aux taux des adjudications de valeurs du Trésor de même type, cet écart négatif s'expliquant par le fait qu'il s'agit de produits « grand public » destinés à la clientèle des ménages.

Le marché français de la titrisation aura bientôt dix ans. Deuxième marché au plan européen, il s'est développé lentement dans un cadre réglementaire jugé rapidement comme trop étroit par les opérateurs. Aujourd'hui, cette technique de refinancement semble rencontrer un intérêt beaucoup plus vif ; d'autres pays européens s'ouvrent à ces opérations : en quelques mois, de nouveaux pays ont lancé leurs premières opérations. Le volume français des créances titrisées s'accroît fortement, il est vrai, à la suite de grosses opérations ponctuelles. La réglementation domestique vient d'être profondément aménagée dans le sens souhaité par les professionnels ; le cadre juridique de la titrisation est désormais plus sécurisant que contraignant.

INFLATION ET CYCLE D'ACTIVITÉ EN FRANCE ¹

L'inflation est sensible au cycle d'activité à travers les tensions qui se renforcent ou se relâchent sur les marchés des biens et du travail. Les indicateurs ici retenus pour ces tensions sont l'écart de PIB ou le taux d'utilisation des capacités de production industrielle. La mesure de cette influence de nature transitoire conduit à écarter la période de forte décélération des prix en France, qui, de 1982 à 1986, obéit moins à des mécanismes conjoncturels qu'à une profonde modification des anticipations consécutive à un changement de politique économique. Durant ces années, l'évolution de l'inflation, fortement orientée à la baisse, n'est pas de nature cyclique. Cette étude privilégie donc deux phases correspondant à des régimes d'inflation distincts : la première, d'inflation forte, s'amorce en 1973 et s'achève avec la mise en œuvre du blocage des prix et des salaires en 1982 ; la seconde, d'inflation faible, s'ouvre au début de 1987, après la dernière dévaluation du franc.

Les écarts de PIB ou le niveau des capacités ont bien une influence sur la croissance des prix en France et cet effet n'apparaît pas sensible au régime d'inflation. Ce dernier est ici uniquement caractérisé par un changement du niveau moyen autour duquel l'inflation fluctue au gré des tensions internes ou externes selon des comportements relativement stables. Ainsi, un écart de PIB de 1 point maintenu une année durant ou un taux d'utilisation des capacités demeurant pendant un an de 2 points supérieur à sa moyenne historique, proche de 84,5 %, aurait pour effet une progression du taux d'inflation de 0,6 point en glissement annuel.

JOHN BAUDE

*Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études macro-économiques sur la France (SEMEF)*

¹ Cet article a bénéficié de la lecture attentive et des conseils de Pierre Sicsic, ainsi que des remarques recueillies lors d'un séminaire interne à la DEER.

Quelle peut être l'influence du cycle d'activité sur l'inflation ? L'équation de Phillips ne saurait en rendre compte tant la dérive croissante et continue du taux de chômage et l'absence dans une telle équation de quelque indicateur de tensions sur le marché des biens ne peuvent lui permettre de refléter les tensions inflationnistes de l'économie susceptibles de se manifester à court terme, horizon que privilégie la présente étude.

Au taux de chômage, on substitue un indicateur conjoncturel des tensions inflationnistes internes, de celles apparaissant notamment sur le marché des biens. Ainsi seront testés alternativement l'écart de PIB et l'écart des capacités de production industrielle. Le premier, qu'il résulte d'une tendance lissée par le filtre Hodrick-Prescott ou du calcul d'un PIB potentiel déterminé à partir des variations de taux de marge¹, est censé synthétiser les tensions sur l'ensemble des marchés des biens et du travail. Le second, écart du taux d'utilisation des capacités de production industrielle à sa moyenne historique, traduit les tensions sur le seul marché des biens. Toutefois, il peut également constituer un indicateur des tensions sur l'ensemble des marchés, d'une part si les tensions se manifestant sur chacun d'eux sont en phase, d'autre part si les cycles de l'industrie et de l'économie prise dans son ensemble sont synchrones.

1. L'effet attendu du cycle d'activité sur l'inflation

L'influence de l'écart de PIB ou de capacités sur l'inflation peut être double. En phase de reprise, par exemple, les effectifs et le stock de capital s'ajustant avec un certain retard : les entreprises utilisent tout d'abord plus intensivement les facteurs de production avant d'embaucher et d'investir. Le ralentissement des coûts unitaires de production qui s'ensuit atténue la croissance des prix à taux de marge inchangé. Mais les entreprises peuvent surtout profiter de la reprise pour majorer leurs prix et reconstituer des marges comprimées lors de la récession précédente. Enfin, le développement des tensions salariales, à mesure que la situation sur le marché du travail s'améliore, génère une accélération des prix. L'effet cumulé de tous ces mécanismes, synthétisé dans une seule équation de forme réduite, est donc *a priori* indéterminé, mais la plupart des études concluent à un effet global de signe positif à moyen terme.

2. La période d'estimation et la spécification retenues

Un indicateur conjoncturel de l'activité rend compte de l'évolution cyclique de l'inflation mais il ne peut expliquer un changement de nature structurelle tel que la forte décélération des prix intervenue durant les années 1982-1986. Aussi est-il préférable de ne pas retenir dans la période d'estimation cette phase de transition d'un régime à l'autre, qui, par son caractère d'instabilité, risquerait de brouiller la mesure de l'influence que l'écart de PIB ou de capacités peut avoir sur l'inflation. La période d'estimation sur données trimestrielles, qui commence en 1973 et s'achève en 1994², est par conséquent discontinue et agrège deux phases disjointes correspondant aux régimes d'inflation forte puis faible. La première s'interrompt au premier trimestre de 1982, avant que ne soit décidée et mise en œuvre la politique de blocage des salaires et des prix. La seconde, qui suit la dernière dévaluation du franc, commence au deuxième trimestre de 1987.

¹ Gilbert Cette (1997) : « Écart de PIB et positionnement dans le cycle économique : quelques évaluations pour l'économie française », *Bulletin de la Banque de France* – n° 38 (février)

² Les trimestres postérieurs au quatrième trimestre de 1994 ne sont pas pris en compte dans l'estimation, car les « effets de bord » peuvent nuire à la fiabilité de l'écart de PIB.

Le choix de cette période tronquée s'accompagne d'une rupture sur la constante d'une phase à l'autre. Des tests statistiques mettent bien en évidence un changement de l'inflation moyenne ¹ qui, s'il est difficile de le dater avec précision, serait intervenu durant la phase de décélération des prix. Il peut d'ailleurs correspondre à une profonde modification des anticipations consécutive à un changement de politique économique.

Les fluctuations conjoncturelles de l'inflation en France ne résultent pas seulement de tensions internes liées à l'activité, qu'elles soient mesurées par l'écart de PIB ou de capacités. Elles dépendent aussi de l'évolution des prix étrangers. La croissance du prix des importations peut la prendre en compte mais elle a pour inconvénient d'intégrer le comportement de marge des exportateurs étrangers sur le marché français, largement conditionné par l'inflation en France, si bien qu'on examinera la pertinence d'un autre indicateur, à savoir l'inflation moyenne corrigée des changes enregistrée chez les principaux pays partenaires. Enfin, un ou plusieurs termes auto-régressifs seront introduits afin de corriger l'éventuelle auto-corrélation des résidus. L'équation, sous sa forme la plus générale, est la suivante :

$$\dot{p}_c = \sum_i a_i \dot{p}_{c-i} + \sum_j b_j ECART_{-j} + \sum_k c_k \dot{p}_m_{-k} + d + d'1_{[87T2-94T4]}$$

\dot{p}_c : croissance trimestrielle du prix de la consommation des ménages

ECART : indicateur de tensions internes

- écart au PIB lissé par le filtre Hodrick-Prescott
ou au PIB potentiel mesuré à partir des variations de taux de marge
- écart de capacités ($ECART = TUC - TUC_{moy}^2$)

\dot{p}_m : indicateur de tensions externes

- croissance trimestrielle du prix des importations
- moyenne de la croissance trimestrielle du prix à la consommation observée chez les principaux pays partenaires, après correction des changes

$1_{[87T2-94T4]}$: indicatrice correspondant à la période 1987 T2 – 1994 T4

¹ Nicolas Ponty (1997) : « Analyse du degré d'intégration des taux d'inflation dans les pays du G 5 », *mimeo*, Centre de recherche de la Banque de France

² La moyenne est calculée sur la période tronquée 1973 T1 – 1982 T1 et 1987 T2 – 1994 T4.

3. Résultats d'estimation

Sur la période considérée, tous les indicateurs de tensions internes exercent une influence positive et significative au terme de deux trimestres¹, seul l'écart des capacités nécessitant un lissage². Cette influence se révèle relativement peu sensible au choix de la variable censée traduire les tensions inflationnistes externes³. Par la suite, seront privilégiées les régressions intégrant les évolutions du prix des importations (tableau 1), qui apparaissent de meilleure qualité d'un point de vue statistique.

Tableau 1

ESTIMATION AVEC DIFFÉRENTS INDICATEURS DE TENSIONS INTERNES Tensions extérieures mesurées par l'inflation importée							
Indicateurs de tensions internes	\bullet p_{c-1}	$ECART_{-2}$	\bullet p_m	Constante (x 100)	Rupture de constante (x 100)	R^2	σ (x 100)
Écart au PIB lissé.....	0,27 (2,9)	0,09 (2,1)	0,09 (5,8)	1,62 (6,4)	- 1,18 (- 5,6)	0,88	0,41
Écart au PIB potentiel.....	0,26 (2,7)	0,11 (2,3)	0,09 (5,8)	1,65 (6,4)	- 1,17 (- 5,6)	0,88	0,41
Écart de capacités (lissé)....	0,28 (3,0)	0,05 (2,2)	0,09 (6,0)	1,61 (6,4)	- 1,19 (- 5,6)	0,88	0,41

NB : Entre parenthèses figure la statistique de Student

L'écart de capacité et l'écart de PIB présentent des élasticités de moyen terme allant du simple au double, respectivement égales à 0,07 et 0,14 environ. Toutefois, ces indicateurs connaissent des fluctuations d'amplitudes très dissemblables, de sorte que 1 point d'écart de PIB n'est pas équivalent à 1 point d'écart de capacité. Les élasticités ne sont donc pas comparables en l'état. Une fois ces indicateurs de tensions centrés à leur moyenne et réduits par leur écart-type, elles se révèlent identiques et proches de 0,16 (cf. tableau 2).

Tableau 2

CHOC D'UN POINT SUR L'ÉCART DE PIB (OU DE CAPACITÉS) OU SUR L'INFLATION IMPORTÉE ET SES EFFETS À MOYEN TERME							
Effet à moyen terme sur l'inflation trimestrielle	Choc sur l'écart de PIB ou de capacités			Choc sur l'écart de PIB ou de capacités <i>centré réduit</i>			Choc sur l'inflation importée
	Indicateur de tensions	PIB lissé	PIB potentiel	Capacités	PIB lissé	PIB potentiel	Capacités
Choc sur 1 trimestre		0,13	0,15	0,07	0,15	0,17	0,16
Choc entretenu sur 1 an		0,5	0,6	0,3	0,6	0,7	0,6

¹ En revanche, sur l'ensemble des années 1973-1994 qui intègrent la phase de forte décélération des prix, les indicateurs de tensions internes, relatifs au cycle d'activité, n'exercent pas d'influence sur l'inflation.

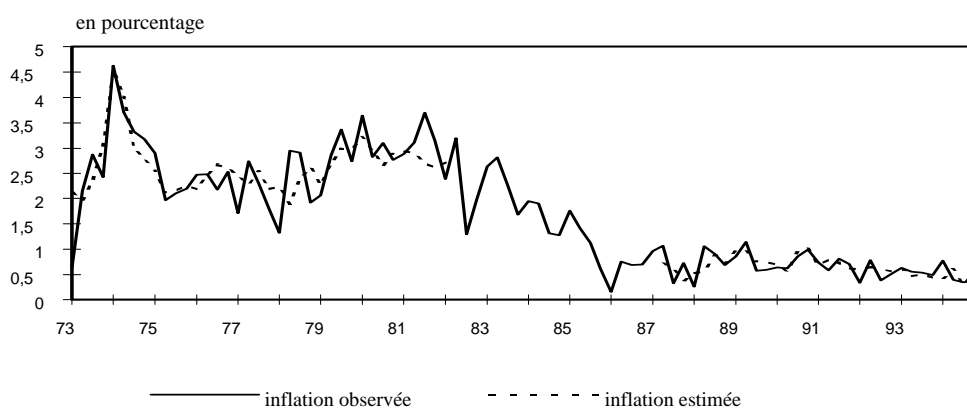
² Le lissage porte sur quatre trimestres de la façon suivante :

$$TUC_{lissé} = (TUC + 1.5TUC_{-1} + 1.5TUC_{-2} + TUC_{-3}) / 5.$$

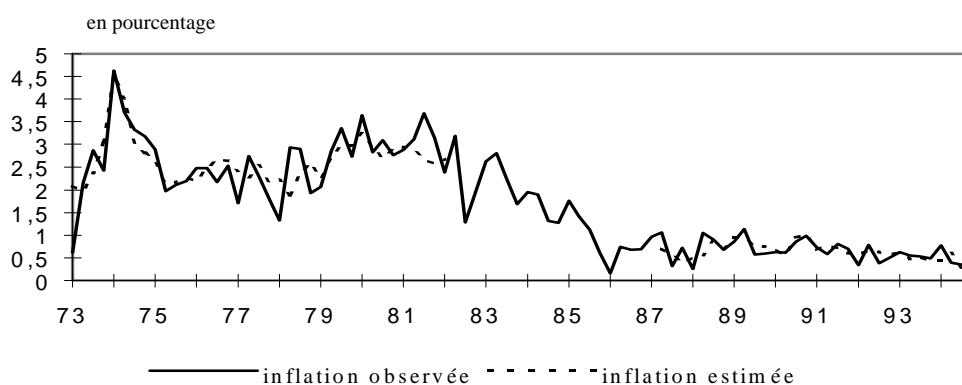
³ John Baude (1997) : « Inflation et cycle d'activité en France », *mimeo*, DEER – SEMEF de la Banque de France.

CROISSANCE TRIMESTRIELLE DES PRIX DE CONSOMMATION ET INDICATEUR DE TENSIONS INTERNES

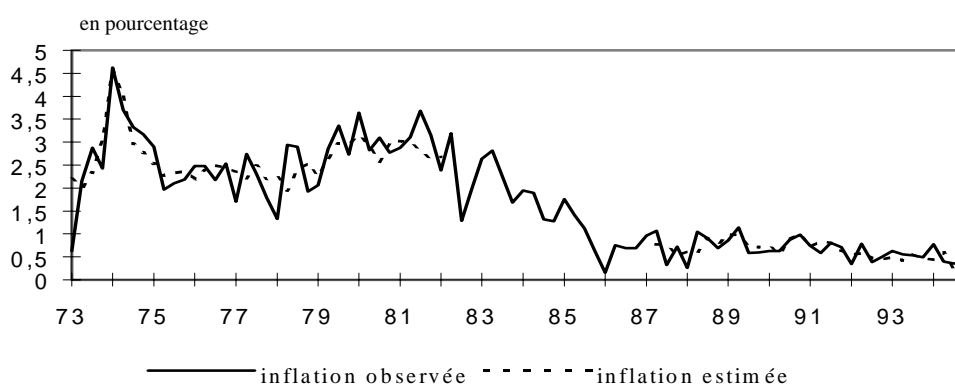
avec l'écart au PIB lissé



avec l'écart au PIB potentiel



avec l'écart de capacités



Ainsi un écart de PIB de 1 point maintenu une année durant entraînerait une accélération des prix de 0,6 point en glissement annuel. Un taux d'utilisation des capacités demeurant pendant un an de 2 points supérieur à sa moyenne historique, proche de 84,5 %, aurait un effet équivalent. Quant au choc de 1 point sur l'inflation importée, qui serait également entretenu durant un an, il générerait une accélération des prix à la consommation de 0,5 point en glissement annuel.

4. Stabilité

Ces effets apparaissent relativement stables d'une phase à l'autre : toute rupture de comportement testée séparément sur chacune des variables ne se révèle pas significative. Ainsi, l'écart de PIB ou de capacités et l'inflation importée auraient la même influence sur la croissance des prix, que l'on soit en régime d'inflation forte ou faible (cf. tableaux A1 et A2). Les résultats peuvent, néanmoins, se révéler sensibles à la délimitation de la période d'estimation. Écarter trois années consécutives en balayant l'ensemble de la période d'estimation permet d'étendre l'examen de la robustesse de ces équations (cf. tableau A5). Celui-ci atteste bien de la stabilité des élasticités de moyen terme relatives à l'inflation importée, à l'écart de PIB ou de capacités ¹. La simulation dynamique ² sur chacune des deux phases permet de compléter cette analyse et d'apprécier la qualité de ces équations à des fins de prévision (cf. graphiques ci-après).

Malgré l'absence de terme à correction d'erreur, la croissance des prix simulée dès le début des phases ne s'écarte pas durablement de la croissance observée jusqu'à la reprise de l'activité en 1994. Les principales inflexions apparaissent alors bien prises en compte. Évolutions observée et simulée divergent néanmoins durant les années 1995-1996, de façon plus marquée quand l'écart de PIB tient lieu d'indicateur de tensions. D'après les simulations, la reprise de l'activité intervenue en 1994 aurait dû s'accompagner de tensions inflationnistes, alors qu'en fait les prix ont continué de décélérer, une fois corrigés des effets consécutifs au relèvement du taux de TVA. De tels effets peuvent altérer la qualité de la relation entre l'inflation et l'écart de PIB ou de capacités, tant du point de l'estimation que de la prévision. Aussi a-t-on estimé une équation comparable ³ à celles présentées jusqu'ici, portant cette fois sur la croissance du prix de la valeur ajoutée marchande, qui n'intègre pas la TVA. Cependant, la qualité de la prévision réalisée sur cette base n'est guère améliorée (cf. tableau A4).

La simulation pour les années 1995-1996, au-delà de la période d'estimation, ne peut prendre en compte tout éventuel changement du mode de formation des prix intervenu ces années-là. Une telle hypothèse mériterait un examen plus approfondi, que la brièveté de la période considérée ne permet pas encore.

Les écarts de PIB ou de capacités influent bien sur l'inflation en France et leur effet n'apparaît pas sensible au régime d'inflation forte ou faible. Ce dernier est uniquement caractérisé par un changement du niveau moyen autour duquel l'inflation fluctue au gré des tensions internes ou externes selon des comportements demeurés relativement stables.

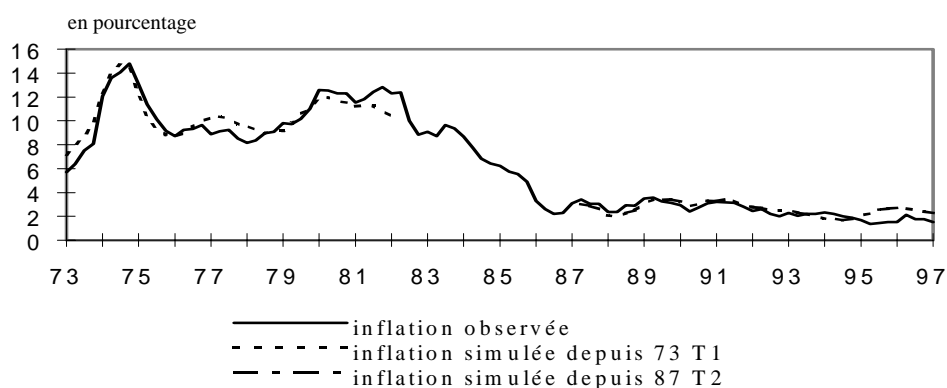
¹ L'élasticité à moyen terme de l'écart de PIB n'est stable que si la période d'estimation inclut les années 1973-1975 (cf. tableau A5).

² La croissance des prix simulée et représentée graphiquement est calculée en glissement. Son évolution est davantage lissée et plus facile à commenter que celle de la croissance trimestrielle simulée directement à partir de l'équation.

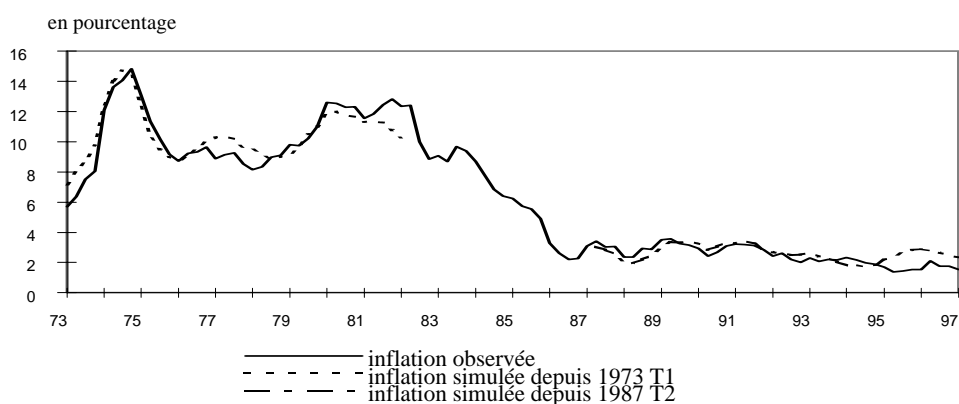
³ La régression effectuée sur la croissance du prix de la valeur ajoutée marchande se distingue légèrement des régressions présentées précédemment, à la fois par l'absence de terme autorégressif et par le délai d'un trimestre pour l'effet de l'inflation importée (cf. tableau A4).

CROISSANCE EN GLISSEMENT ANNUEL DES PRIX DE CONSOMMATION ET INDICATEUR DE TENSIONS INTERNES

simulation dynamique
avec l'écart au PIB lissé



simulation dynamique
avec l'écart au PIB potentiel



simulation dynamique
avec l'écart de capacités

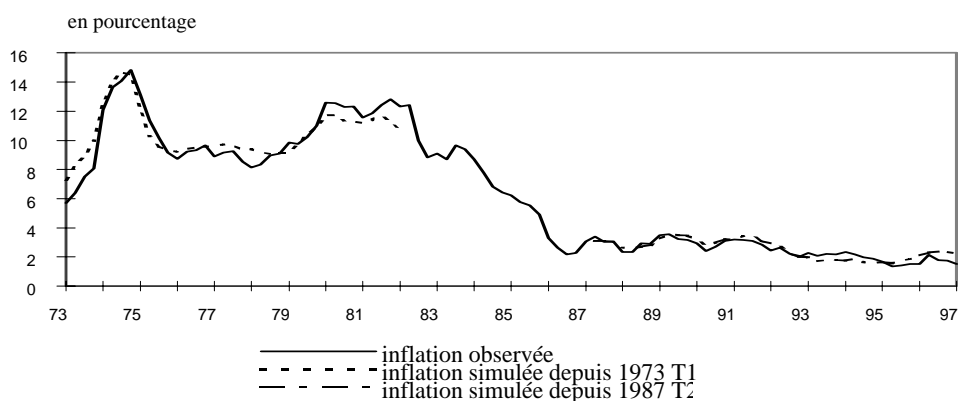


Tableau A1

TEST DE RUPTURE D'UNE SOUS-PÉRIODE À L'AUTRE CONCERNANT L'INFLUENCE DE L'ÉCART DE PIB OU DE CAPACITÉS								
Indicateurs de tensions internes	\bullet p_{c-1}	$ECART_{-2}$	Rupture de l'influence de l'écart	\bullet p_m	Constante (x 100)	Rupture de constante (x 100)	R^2	σ (x 100)
Écart au PIB lissé.....	0,24 (2,4)	0,14 (2,1)	- 0,08 (- 1,0)	0,08 (5,5)	1,70 (6,3)	- 1,23 (- 5,6)	0,88	0,41
Écart au PIB potentiel.....	0,22 (2,2)	0,17 (2,3)	- 0,10 (- 1,0)	0,08 (5,4)	1,73 (6,4)	- 1,24 (- 5,7)	0,88	0,41
Écart de capacités (lissé).....	0,27 (2,9)	0,06 (2,0)	- 0,03 (- 0,7)	0,09 (5,9)	1,63 (6,4)	- 1,20 (- 5,6)	0,88	0,41
NB : Entre parenthèses figure la statistique de Student								

Tableau A2

TEST DE RUPTURE D'UNE SOUS-PÉRIODE À L'AUTRE CONCERNANT L'INFLUENCE DE L'INFLATION IMPORTÉE								
Indicateurs de tensions internes	\bullet p_{c-1}	$ECART_{-2}$	\bullet p_m	Rupture de l'influence de \bullet p_m	Constante (x 100)	Rupture de constante (x 100)	R^2	σ (x 100)
Écart au PIB lissé.....	0,27 (2,8)	0,10 (2,2)	0,09 (5,4)	0,02 (0,4)	1,63 (6,3)	- 1,19 (- 5,5)	0,88	0,41
Écart au PIB potentiel.....	0,25 (2,6)	0,12 (2,3)	0,08 (5,4)	0,03 (0,5)	1,66 (6,4)	- 1,19 (- 5,6)	0,88	0,41
Écart de capacités (lissé).....	0,28 (3,0)	0,05 (2,2)	0,09 (5,7)	0,01 (0,1)	1,61 (6,3)	- 1,19 (- 5,5)	0,88	0,41
NB : Entre parenthèses figure la statistique de Student								

Tableau A3

ESTIMATIONS AVEC DIFFÉRENTS INDICATEURS CENTRÉS RÉDUITS DE TENSIONS INTERNES							
Indicateurs de tensions internes	\bullet p_{c-1}	$ECART_{-2}$	\bullet p_m	Constante (x 100)	Rupture de constante (x 100)	R^2	σ (x 100)
Écart au PIB lissé.....	0,27 (2,9)	0,11 (2,1)	0,09 (5,8)	1,64 (6,4)	-1,18 (-5,6)	0,88	0,41
Écart au PIB potentiel.....	0,26 (2,7)	0,12 (2,3)	0,09 (5,8)	1,67 (6,4)	- 1,17 (- 5,6)	0,88	0,41
Écart de capacités (lissé).....	0,28 (3,0)	0,12 (2,2)	0,09 (6,0)	1,61 (6,4)	- 1,19 (- 5,6)	0,88	0,41
NB : Entre parenthèses figure la statistique de Student							

Tableau A4

ESTIMATIONS PORTANT SUR LA CROISSANCE DU PRIX DE LA VALEUR AJOUTÉE MARCHANDE ET SUR LA CROISSANCE DU PRIX DU PIB						
Variables d'inflation	$ECART_{-2}$	\dot{p}_m	Constante (x 100)	Rupture de constante (x 100)	R^2	σ (x 100)
Écart au PIB lissé						
Croissance du prix de la valeur ajoutée marchande	0,07 (1,2)	0,04 (1,9)	2,37 (19,9)	- 1,73 (- 11,0)	0,74	0,58
Croissance du prix du PIB	0,09 (2,0)	0,04 (2,3)	2,48 (26,6)	- 1,86 (- 15,1)	0,84	0,45
Écart au PIB potentiel						
Croissance du prix de la valeur ajoutée marchande	0,08 (1,3)	0,04 (1,8)	2,36 (19,8)	- 1,70 (- 10,8)	0,74	0,58
Croissance du prix du PIB	0,11 (2,1)	0,04 (2,3)	2,47 (26,7)	- 1,83 (- 14,9)	0,84	0,45
Écart de capacités lissé						
Croissance du prix de la valeur ajoutée marchande	0,03 (0,4)	0,04 (2,0)	2,37 (19,7)	- 1,74 (- 10,9)	0,73	0,58
Croissance du prix du PIB	0,04 (1,7)	0,04 (2,6)	2,49 (26,4)	- 1,88 (- 15,0)	0,84	0,46

Tableau A5

SENSIBILITÉ DES ÉLASTICITÉS DE MOYEN TERME À LA PÉRIODE D'ESTIMATION						
Élasticité de moyen terme	Avec l'écart au PIB lissé		Avec l'écart au PIB potentiel		Avec l'écart de capacités	
Périodes d'estimation	$ECART_{-2}$	\dot{p}_m	$ECART_{-2}$	\dot{p}_m	$ECART_{-2}$	\dot{p}_m
73T1-82T1 et 87T2-94T4.....	0,13	0,12	0,15	0,12	0,07	0,12
76T1-82T1 et 87T2-94T4.....	0,09 (p) (b)	0,12 (p)	0,10 (p) (b)	0,12 (p)	0,07 (pp)	0,12 (pp)
73T1-76T4 et 80T1-82T1 et 87T2-94T4.....	0,13	0,13	0,15	0,12	0,06	0,13
73T1-78T4 et 87T2-94T4.....	0,13 (p)	0,11 (p)	0,16 (pp)	0,10 (pp)	0,06	0,11
73T1-82T1 et 90T1-94T4.....	0,14	0,12	0,17	0,11	0,07	0,13
73T1-82T1 et 87T2-89T4 et 93T1-94T4.....	0,15 (a)	0,12	0,18	0,11	0,07 (a)	0,12
73T1-82T1 et 87T2-91T4.....	0,14 (a)	0,12	0,17	0,11	0,08 (a)	0,12
73T1-82T1 et 87T2-97T1.....	0,12	0,12	0,14	0,12	0,07	0,12
<p>(a) Coefficient d'ECART ou de \dot{p}_m significatif au seuil de 10% mais non à celui de 5%</p> <p>(b) Coefficient d'ECART ou de \dot{p}_m non significatif au seuil de 10%</p> <p>(p) Coefficient de \dot{p}_{c-1} significatif au seuil de 10% mais non à celui de 5%</p> <p>(pp) Coefficient de \dot{p}_{c-1} non significatif au seuil de 10%</p> <p>En l'absence de ces précisions, les coefficients sont significatifs au seuil de 5%.</p>						

PAUL CÉZANNE ILLUSTRE LE NOUVEAU BILLET DE 100 FRANCS

La Banque de France a émis, le 15 décembre dernier, un nouveau billet de 100 francs. Ce billet, à l'effigie de Paul Cézanne, est appelé à remplacer progressivement dans la circulation fiduciaire la coupure de même valeur faciale à l'effigie de Eugène Delacroix. Il vient ainsi achever le renouvellement de la gamme actuelle et offre, comme les nouvelles coupures de 50 francs Saint-Exupéry, 200 francs Gustave Eiffel et 500 francs Pierre et Marie Curie, les meilleures garanties de sécurité.

*Caisse générale
Direction générale de la Fabrication des billets*

1. Une figure emblématique de la modernité

Le billet de 100 francs à l'effigie de Paul Cézanne (1839-1906) rend hommage au génie artistique de l'un des plus grands peintres français. Né à Aix-en-Provence, ce fils de banquier se destine très tôt à la peinture. Ami d'enfance de Zola, il rejoint ce dernier à Paris pour faire ses premières armes. Après avoir copié les Anciens et vénéré les Impressionnistes, sous l'influence de Pissaro notamment, Cézanne se libère de la perspective académique et sa palette s'enrichit de couleurs vives. Souvent décriée, son œuvre fait scandale. Après 1870, il se plaît à retrouver, de l'Estaque à Aix, les chemins de la Provence de son enfance. Cézanne retrouve les sujets qui l'ont toujours fasciné : les lumières du Midi, les arbres, les baigneuses, les pommes et surtout ces paysages de la Sainte-Victoire auxquels il consacra tant d'œuvres fameuses.

Cézanne est considéré comme le précurseur du cubisme et de l'abstraction. Il est aujourd'hui universellement connu comme l'un des grands maîtres de la peinture.

2. Une image et un graphisme en harmonie avec les précédentes coupures

2.1. *Motifs du recto*

Le portrait de Paul Cézanne domine le recto du billet. En arrière-plan, on découvre l'évocation du tableau « *La mer à l'Estaque* », peint en 1878-1879, à une période où Cézanne se démarque des théories impressionnistes pour retrouver un dessin vigoureux et une composition classique.

Au-dessus du filigrane est représentée une vue du « *Jas de Bouffan* », la résidence paternelle de Cézanne pour laquelle le peintre exécuta, entre 1864 et 1868, quelques toiles décoratives dont la « *Madeleine pénitente* » et le « *Baigneur au rocher* ». Plus à gauche, apparaît une interprétation simplifiée de la palette rectangulaire de Cézanne.

Sous le filigrane, on distingue, faiblement visible à l'œil nu car imprimée en encre incolore brillante, la silhouette de la montagne Sainte-Victoire, l'un des motifs favoris du maître d'Aix et le principal sujet de nombre de ses toiles célèbres.

Enfin, à droite de la montagne Sainte-Victoire, apparaît une représentation stylisée des personnages de la célèbre toile « *Les Joueurs de cartes* » partiellement colorée en vert et orangé, un thème traditionnel dont le peintre réalisera cinq versions entre 1892 et 1896.

2.2. Motifs du verso

Une interprétation de la toile « *Pommes et biscuits* », peinte vers 1880, constitue le motif principal du verso. Cette œuvre, illustrative de la théorie picturale de Cézanne, exprime la vérité dépouillée de sa peinture qui ne représente plus seulement la réalité mais lui donne vie.

En haut, à gauche du filigrane, une évocation du cercle chromatique rappelle les contrastes et les rapports de tons qui, pour Cézanne, constituent le secret du dessin et du modelé.

On retrouve, en bas à droite du motif principal, la représentation stylisée de la toile « *Les Joueurs de cartes* » dont l'impression coïncide parfaitement avec celle du recto. En regardant par transparence « *Les Joueurs de cartes* », les motifs du recto et du verso se complètent et donnent un effet de transvision difficilement reproductible par les faussaires.

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

3. Des signes de sécurité privilégiant l'effet de gamme

Nombreux et diversifiés, les signes de sécurité sont, pour la plupart, visibles à l'œil nu et facilement identifiables par le public. Si leur forme varie d'un billet à l'autre, ils se retrouvent aux mêmes emplacements sur chaque coupure de la nouvelle gamme afin de faciliter l'authentification du billet.

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

Le filigrane

Situé à gauche au recto, il est constitué d'une empreinte très nette, formée dans la pâte à papier elle-même. Il représente le portrait de Paul Cézanne que l'on découvre par transparence et ce qui paraît sombre quand on regarde le billet par transparence est au contraire clair quand ce dernier est posé sur une surface foncée.

La bande métallisée discontinue

Située au recto, cette bande, constituée en alternance de zones métallisées et de zones vernies, ne doit pas être perceptible au toucher. Le dessin du billet doit, par ailleurs, apparaître sur toute la longueur de la bande.

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

Le motif à couleur changeante

Il s'agit de la palette rectangulaire de Cézanne (cf. *supra*) dont la couleur passe du vert au bleu lorsqu'on incline le billet.

Le motif en encre incolore brillante

La silhouette de la montagne Sainte-Victoire (cf. *supra*) se distingue par sa surface brillante du fond mat du billet.

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

La transvision

Lorsqu'on regarde le billet par transparence, les dessins du recto et du verso de la toile « *Les Joueurs de cartes* » (cf. *supra*) se complètent exactement pour former un motif entièrement coloré en vert et orangé.

Le fil magnétique codé

Ce fil est intégré dans l'épaisseur du papier mais il est visible à l'œil nu des deux côtés du billet. Il contient en outre des informations codées qui peuvent permettre la reconnaissance automatique de la valeur faciale du billet.

Les microlettres

Imprimées au recto au-dessus du filigrane, ces microlettres sont lisibles à la loupe et reproduisent, sans ponctuation ni espace, une phrase extraite des conversations de Cézanne : « *Le dessin et la couleur ne sont point distincts ; au fur et à mesure que l'on peint on dessine ; plus la couleur s'harmonise, plus le dessin se précise* ».

À la photocopie, les microlettres deviennent totalement illisibles.

Les minilettes

Visibles à l'œil nu et lisibles à la loupe, les minilettes forment les rayons du soleil situés au recto en haut à droite du filigrane, en surimpression partielle sur la bande métallisée discontinue et le « *Jas de Bouffan* » (cf. *supra*). Elles reproduisent, sans ponctuation ni espace, une déclaration de Cézanne : « *Avec une pomme, je veux étonner Paris* ».

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

La numérotation magnétique

L'encre du numéro imprimé au recto est magnétique.

L'impression taille-douce

Cette impression en léger relief, perceptible au toucher, rehausse certains motifs du billet : portrait de Paul Cézanne, mention « Banque de France », chiffre « 100 », chiffres et lettres « 100 Cent francs », vue de la maison paternelle le « Jas de Bouffan », et, dans le coin supérieur gauche, carré destiné aux malvoyants.

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

Le code infrarouge

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

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

4. Une nouvelle gamme de billets, moderne, harmonieuse et cohérente

Précédé du 500 francs Pierre et Marie Curie, du 200 francs Gustave Eiffel et du 50 francs Antoine de Saint-Exupéry, le billet de 100 francs Paul Cézanne est le dernier des quatre nouveaux billets créés par la Banque de France. Il répond au souci d'homogénéité de la nouvelle gamme, qu'il s'agisse de son graphisme ou de ses caractéristiques.

On notera en particulier pour l'ensemble de la gamme :

- le choix, pour l'effigie de chaque billet, de personnages modernes, précurseurs de l'art et des techniques du XX^e siècle, et représentatifs du rayonnement de la culture française ;
- la recherche d'un graphisme esthétique, exprimant de manière harmonieuse les différentes facettes des personnalités représentées, et respectueux de l'effet de gamme ;
- une couleur dominante spécifique à chaque coupure permettant une identification rapide du billet (bleu pour le 50 francs Saint-Exupéry, orangé pour le 100 francs Cézanne, rouge pour le 200 francs Eiffel, vert pour le 500 francs Pierre et Marie Curie) ;
- un format plus réduit répondant à un souci pratique pour les utilisateurs et à une certaine logique : hauteur identique pour les quatre coupures (80 mm), mais une largeur plus importante de 10 mm par rapport à la valeur faciale inférieure (50 francs : 123 mm ; 100 francs : 133 mm ; 200 francs : 143 mm ; 500 francs : 153 mm) ;
- des signes de sécurité aisés à lire et à comprendre (cf. *supra*) et positionnés de manière répétitive dans une structure commune aux quatre coupures afin d'en favoriser le repérage et la mémorisation (exemple du motif incolore brillant situé au recto sous le filigrane : le mouton pour le 50 francs, la silhouette de la montagne Sainte-Victoire pour le 100 francs, le rectangle dans lequel se profile le viaduc de Garabit pour le 200 francs, et le symbole du radium pour le 500 francs).

La Banque de France confirme ainsi, dans la perspective de l'Union monétaire et à travers une gamme de coupures harmonieuses et fiables, son savoir-faire et sa technicité en matière de fabrication des billets.

Attention : Les billets de 100 francs à l'effigie de Eugène Delacroix conservent leur cours légal et continueront à circuler concurremment avec les nouveaux billets de 100 francs à l'effigie de Paul Cézanne. Ces deux coupures seront donc admises sans distinction dans toutes les transactions.

A N A L Y S E S

DÉLAIS DE PAIEMENT ET SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES DE 1988 À 1996

Les délais de paiement, mesurés à partir des données comptables des entreprises recensées dans le fichier Fiben de la Banque de France, se sont fortement raccourcis en 1996. Cette tendance, qui se vérifie dans tous les secteurs de l'économie, est particulièrement marquée dans les secteurs des biens d'équipement, des services aux entreprises, de l'industrie automobile, et de la construction, où la baisse des délais clients est supérieure à 3 jours de chiffre d'affaires et celle des délais fournisseurs supérieure à 4 jours d'achats.

Si, depuis 1991, les charges de trésorerie nées du crédit interentreprises continuent à se maintenir, tant pour l'ensemble de l'économie que pour l'industrie, autour de 16 jours et 28 jours de chiffre d'affaires, ce maintien général s'est accompagné d'une reprise du transfert de charges constatée de 1988 à 1994, en faveur des grandes entreprises et au détriment des petites.

Ainsi, en 1996, ces charges de trésorerie représentent 24 jours de chiffre d'affaires pour les entreprises de plus de 500 salariés, alors qu'elles correspondaient à 30 jours en 1988. Pour les entreprises de moins de 20 salariés, les charges sont maintenant de 10 jours de chiffre d'affaires, en augmentation de 7 jours par rapport à 1988.

ÉLISABETH KREMP
BERNARD BARDES
*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

Dans le cadre des travaux de l'Observatoire des délais de paiement, l'Observatoire des entreprises analyse chaque année l'évolution des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises à partir de la base des bilans comptables de la base Fiben¹. L'objet de cet article est d'actualiser les travaux régulièrement publiés (cf. bibliographie). Après un rappel des caractéristiques sectorielles, les données de l'année 1996 sont présentées, avant d'être replacées dans le contexte des tendances de plus longue période.

1. Une forte disparité sectorielle, plus marquée pour les délais clients

Les résultats 1996² confirment que les moyennes annuelles des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises calculées sur l'ensemble de l'économie recouvrent des situations sectorielles très différentes. Ainsi, la moyenne non pondérée des délais clients s'établit à 59,1 jours de chiffre d'affaires, tous secteurs confondus, mais sa valeur varie de 15,8 jours pour les services aux particuliers à 84,2 jours pour les industries de biens d'équipement, 83,5 jours pour les services aux entreprises et 81,4 jours pour la construction. De même, pour les délais fournisseurs calculés en jours d'achats, le résultat pour l'ensemble de l'économie est de 67 jours, mais la dispersion va de 52,6 jours pour les industries agro-alimentaires à 81,5 jours dans les industries de biens d'équipement et 79,9 jours pour la construction.

Toujours selon l'approche micro-économique³, le solde brut du crédit interentreprises représente pour les entreprises de l'ensemble des secteurs économiques une charge d'environ 15,9 jours de chiffre d'affaires en 1996. Là encore, ces résultats masquent des divergences importantes. Parmi les secteurs les plus fortement prêteurs, se trouvent les services aux entreprises, avec un solde de 48 jours de chiffre d'affaires, suivis des industries de biens d'équipement (34,9 jours), de la construction (34,1 jours), des industries des biens intermédiaires et des transports, à égalité à 31,1 jours.

En revanche, certains secteurs sont structurellement emprunteurs, comme les services aux particuliers (- 12,8 jours) et, dans le commerce, les sous-secteurs de la réparation automobile (- 10,7 jours) et du commerce de détail (- 26,7 jours).

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

2. L'accentuation de la baisse des délais en 1996

Après la rupture de tendance observée en 1994 du fait d'une hausse des délais clients et des délais fournisseurs (cf. graphiques 1 et 2 ci-après), 1995 avait été marquée par un retour à la tendance longue de diminution des délais clients et fournisseurs sur l'ensemble de l'économie sans que ce recul soit suffisant pour compenser la progression observée en 1994.

Les évolutions de 1996 font ressortir une continuation de ce mouvement de longue période qui s'est même accentué avec un recul prononcé tant des délais clients (- 2,5 jours) que des délais fournisseurs (- 3,6 jours).

¹ Cf. l'encadré en fin d'article pour la définition précise des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises

² Les chiffres cités correspondent à des moyennes non pondérées de ratios individuels (approche micro-économique). Les séries statistiques complètes des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises sur la période 1988-1996, pour l'ensemble de l'économie, pour l'industrie, par secteur, en NAF 16 et en NAF 36, et par taille, ainsi qu'une représentation graphique des principales évolutions, sont publiées sous le timbre de la Banque de France (cf. bibliographie).

³ Cf. l'encadré en fin d'article pour la définition des approches macro- et micro-économiques

Pour les seules entreprises de l'industrie, les baisses sont de 2,8 jours pour les délais clients et de 3,4 jours pour les délais fournisseurs (cf. graphiques 4 et 5 ci-après). Ils sont ainsi descendus à leurs niveaux les plus bas depuis 1988.

Alors que les travaux de la Commission européenne s'inquiètent de l'allongement des délais de paiement en Europe, il faut souligner que les données utilisées ne permettent pas de mesurer les retards de paiement et leur éventuel accroissement, mais les délais effectifs à partir des bilans annuels. Sur les délais moyens constatés, l'évolution est favorable dans le sens d'un raccourcissement de l'ensemble des délais.

Du côté clients, un nouvel avantage en faveur des grandes sociétés...

En 1995, la diminution des délais clients était faible dans toutes les tranches de taille d'entreprises. En 1996, sur l'ensemble de l'économie, la distinction par tailles fait apparaître pour les délais clients un avantage en faveur des grandes sociétés (– 3,6 jours) par rapport à l'évolution constatée pour les PME (– 2,9 jours) et pour les petites sociétés (– 2,1 jours). À l'intérieur même des grandes entreprises, ce sont les firmes les plus importantes (plus de 2 000 salariés) qui ont obtenu la diminution la plus forte (– 6 jours) par rapport aux entreprises de 500 à 2 000 personnes (– 3 jours).

Sur les seules firmes industrielles, la baisse des délais clients (– 2,8 jours) a aussi été plus prononcée dans les grandes entreprises (– 3,1 jours). De même que pour l'ensemble de l'économie, les très grandes firmes (plus de 2 000 salariés) ont obtenu la diminution la plus significative (– 4,1 jours).

...que l'on trouve aussi du côté fournisseurs

Pour les délais fournisseurs, les disparités de comportement suivant la taille avaient été moins nettes en 1995, et semblaient indiquer un changement dans le comportement des grandes entreprises par rapport à leurs fournisseurs, envers lesquels elles répercutaient la baisse constatée du côté de leurs clients.

En 1996, sur l'ensemble de l'économie, le recul des délais fournisseurs a été moins prononcé dans les grandes sociétés (– 2,7 jours) que dans les PME (– 3,5 jours) et dans les petites sociétés (– 3,6 jours).

Dans l'industrie, l'évolution a été similaire, avec une baisse limitée à 2,3 jours dans les grandes entreprises et à 1 jour dans les très grandes, alors qu'elle atteignait 3,3 jours dans les PME et 3,5 jours dans les petites entreprises.

Les grandes firmes ont donc, à nouveau, diminué plus rapidement leurs délais clients que les autres, tout en n'acceptant qu'un recul moins rapide de leurs délais fournisseurs.

3. L'ampleur de la baisse des délais sur longue période

Sur l'ensemble de la période 1988-1996, la baisse des délais clients est de l'ordre de 5,6 jours de chiffre d'affaires et celle des délais fournisseurs d'environ 9 jours d'achats. La reprise du mouvement de diminution sur longue période a permis de ramener en 1996, pour l'ensemble de l'économie, le niveau des délais clients à 59,1 jours et celui des délais fournisseurs à 67 jours.

Pour les entreprises de l'industrie, les niveaux sont descendus respectivement à 73,8 jours et à 74 jours, soit une diminution de 4,8 jours pour les délais clients et de 8,7 jours pour les délais fournisseurs.

La baisse a été sensiblement plus forte pour les délais fournisseurs que pour les délais clients. De plus, le mouvement est général et se vérifie dans tous les secteurs étudiés en NAF 16¹, à l'exception de l'agriculture pour les délais clients et des activités immobilières pour les délais fournisseurs.

Elle est de plus de 10 jours pour les délais clients des grandes entreprises

L'analyse suivant la taille des entreprises au cours de la période 1988-1996 fait ressortir des différences significatives dans l'évolution des délais clients qui ont connu un recul bien plus sensible dans les grandes entreprises (– 10 jours) que dans les PME (– 6,4 jours) et surtout que dans les petites entreprises (– 2 jours seulement) de l'ensemble de l'économie. Dans l'industrie seule, les évolutions sont similaires.

Cette hiérarchie très marquée se retrouve à l'examen des ratios moyens, que ce soit pour l'ensemble de l'économie ou pour l'industrie.

Ceci se retrouve dans plusieurs secteurs

Par secteur, si la baisse des délais clients est presque générale, elle est particulièrement marquée dans les industries de biens d'équipement et des biens intermédiaires (– 8 jours), ainsi que dans les activités de services aux entreprises (– 6 jours).

Le mouvement est surtout sensible pour les grandes firmes dans les industries des biens intermédiaires (– 17 jours), dans les industries agro-alimentaires (– 12 jours), ainsi que dans les activités de transports et de la construction (– 11 jours).

Le raccourcissement des délais fournisseurs est plus important pour les PME

Pour les délais fournisseurs, l'évolution selon l'importance des sociétés est différente, le mouvement général de baisse s'observe dans toutes les sociétés, mais le recul est similaire pour les grandes sociétés et pour les plus petites (de l'ordre de 7 jours), alors qu'il est plus prononcé, et d'environ 10 jours, dans les PME.

Pour ces dernières, leur recul est notamment important dans l'industrie automobile et celle des biens d'équipement (– 14 jours), pour les entreprises de construction (– 13 jours) et dans les industries de biens intermédiaires (– 12 jours).

La disparité sectorielle se réduit

On peut souligner que la disparité sectorielle s'est réduite de 1988 à 1996, aussi bien pour les délais clients que pour les délais fournisseurs, mais que ce phénomène est plus accentué du côté fournisseurs. Ainsi, dans le premier cas, l'écart entre le secteur ayant les délais clients les plus bas (services aux particuliers, 18 jours) et celui ayant les délais les plus élevés (industries des biens d'équipement, 92 jours) passe de 74 jours en 1988 à 68 jours en 1996. Dans le second cas, il revient de 42 jours en 1988 (écart entre la moyenne des délais fournisseurs des entreprises agro-alimentaires de 55 jours et celle des biens d'équipement de 97 jours) à 29 jours en 1996.

¹ Nomenclature d'activités française (NAF) mise en place le 1^{er} janvier 1993

4. La relative stabilité du solde du crédit interentreprises

Sur la période 1988-1996, le solde du crédit interentreprises est relativement stable (cf. graphiques 3 et 6). Il passe de 14 jours en 1988 à 16 jours en 1996 pour l'ensemble de l'économie, et de 26 à 28 jours pour l'industrie.

Mais cette relative stabilité s'accompagne de profondes modifications suivant la taille des entreprises : les très petites entreprises voient progressivement augmenter leur position prêteuse, alors que les grandes sociétés parviennent insensiblement à diminuer la leur.

La comparaison des grandes firmes par rapport aux PME et aux entreprises employant moins de 20 personnes fait ressortir des tendances longues à la diminution des délais clients plus accentuées, alors que celles des délais fournisseurs semblent moins importantes. Ceci explique que la situation des plus petites entreprises se caractérise par un alourdissement relatif de leur solde de crédit interentreprises et que les grandes firmes ont pu réduire leur implication en tant que prêteuses, leur permettant ainsi d'atténuer considérablement les charges financières induites par la nécessité de financer les délais de paiement.

Cette évolution divergente des charges provenant du crédit interentreprises selon la taille des sociétés se retrouve dans tous les secteurs d'activité étudiés, même si l'ampleur du phénomène varie assez sensiblement de l'un à l'autre.

Ainsi, le solde du crédit interentreprises des grandes entreprises connaît une diminution importante dans les industries agro-alimentaires (– 13 jours), dans celles des biens intermédiaires (– 8 jours) ainsi que dans les activités de transports (– 11 jours) et de services aux particuliers (– 7 jours).

En conclusion, après une année de hausse des délais de paiement en 1994, et un léger retour à la baisse en 1995, la baisse des délais de paiement s'est accentuée en 1996. Cette accélération s'accompagne d'une reprise du transfert de charges nées du crédit interentreprises, transfert qui allège la contribution des grandes au détriment de celle des petites.

À partir de la même source d'information, des travaux antérieurs sur ce thème ont permis de caractériser les entreprises suivant qu'elles étaient prêteuses ou emprunteuses du crédit interentreprises. Ils ont montré que les emprunteurs nets étaient concentrés dans quelques secteurs (le commerce de détail, la grande distribution alimentaire, le commerce de gros, l'automobile et le commerce et réparation automobile), et que plus de 40 % des fonds empruntés le sont par des entreprises de plus de 500 salariés. Par contre les prêteurs nets sont beaucoup plus dispersés. Ces travaux ont aussi révélé la pertinence d'une distinction entre les « petits » et les « grands » prêteurs d'une part, les « petits » et les « grands » emprunteurs de l'autre (cf. Dietsch et Kremp).

Enfin, d'autres travaux sur la structure de l'endettement des entreprises suggèrent que les entreprises les plus petites, qui bénéficiaient le plus du crédit fournisseur en 1988, sont aussi celles qui se désengagent le plus de ce type de crédit. La part des dettes fournisseurs dans le passif des entreprises a connu une baisse plus marquée pour les très petites entreprises et les PME que pour les grandes, sans que l'on puisse déterminer si cette évolution est subie ou maîtrisée (cf. Demartini et Kremp). Ainsi, le meilleur contrôle du crédit client, qui caractérise le comportement des grandes entreprises sur la période récente, se traduit par un raccourcissement du délai de paiement de leurs clients et peut expliquer, au moins partiellement, le désendettement et la modification des structures financières des entreprises plus petites.

DÉFINITIONS

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

D'un point de vue micro-économique :

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

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

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

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

D'un point de vue macro-économique :

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

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

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

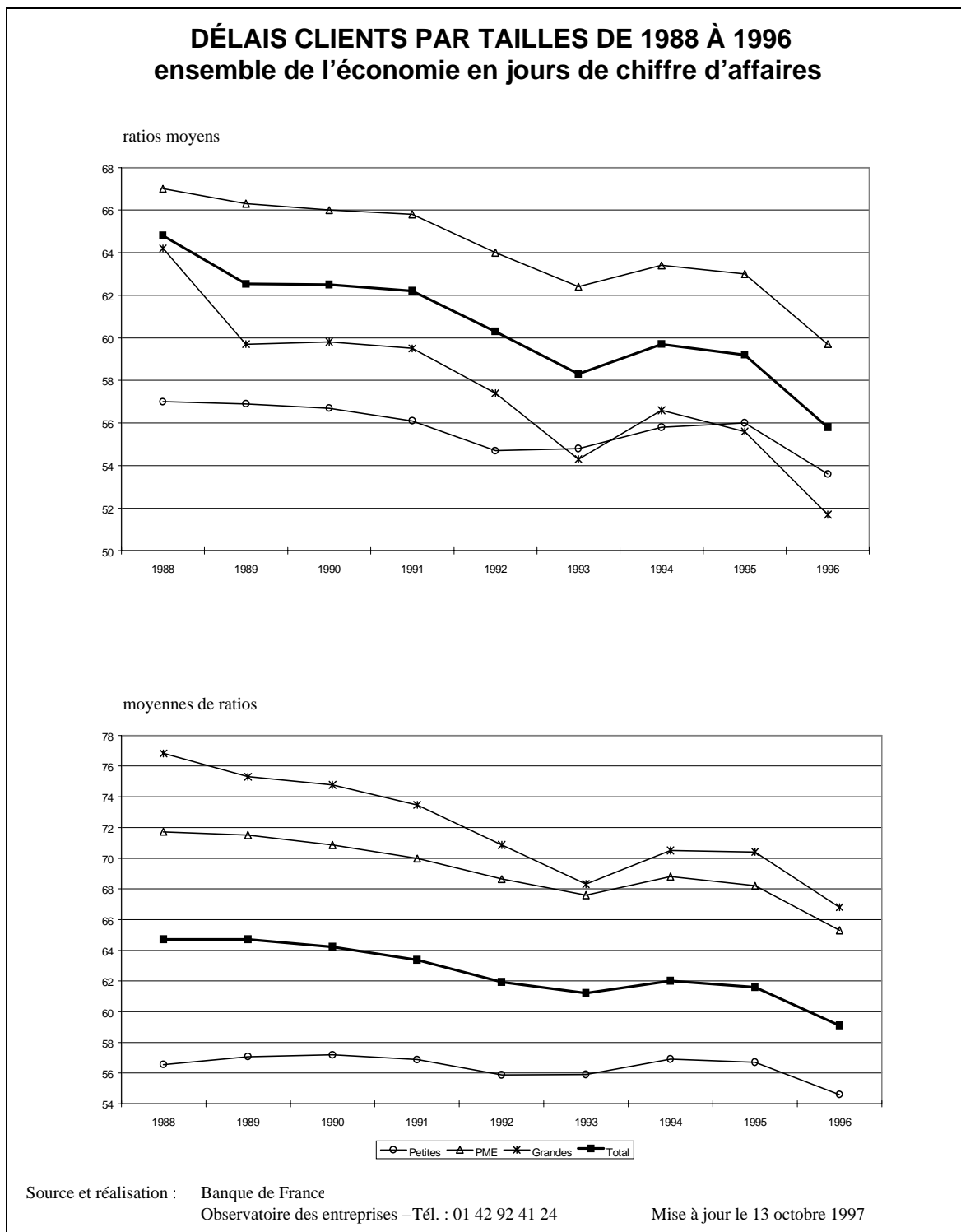
Les entreprises subissent une charge d'endettement car l'encours total des créances clients des entreprises est supérieur à celui de leurs dettes fournisseurs. Ceci est dû à plusieurs facteurs.

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

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

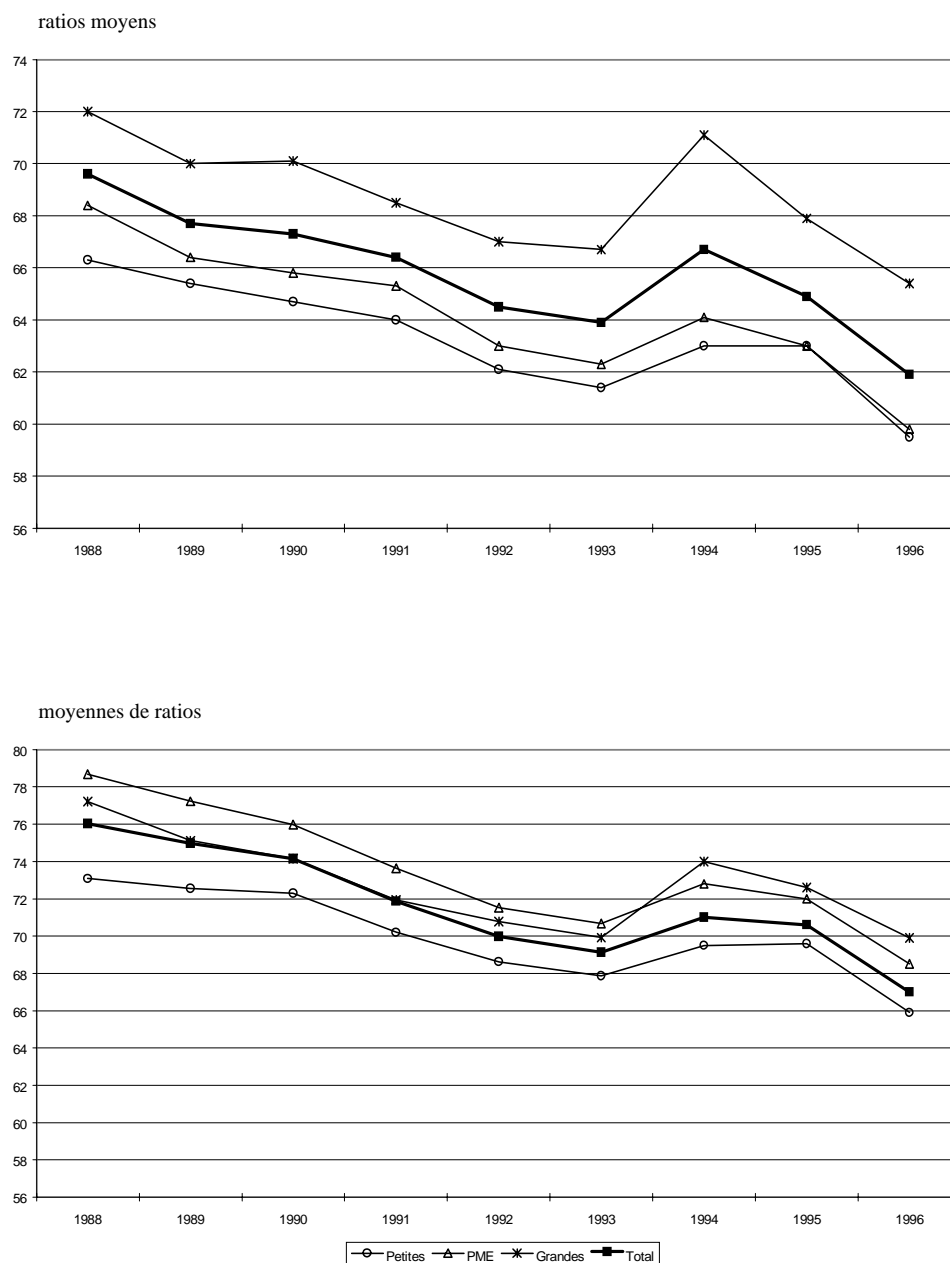
Les travaux de l'Observatoire des entreprises à partir de la base Fiben ont, jusqu'à présent, privilégié l'approche micro-économique pour analyser le comportement de l'entreprise-type. En effet, l'approche macro-économique nécessite une information sur l'ensemble des entreprises, car l'absence éventuelle d'informations sur certaines catégories, ou la sous-représentation de certaines catégories par rapport à d'autres, peut conduire à une mauvaise interprétation des niveaux ou/et des tendances macro-économiques. Néanmoins, la constitution de séries chronologiques sur la période 1988-1996 et la confrontation des évolutions macro-économiques issues de la base Fiben avec celles de la base Suse suggèrent que si les niveaux doivent être interprétés avec précaution, les tendances macro-économiques calculées à partir de la base Fiben sont représentatives.

Graphique 1



Graphique 2

DÉLAIS FOURNISSEURS PAR TAILLES DE 1988 À 1996 ensemble de l'économie en jours d'achats



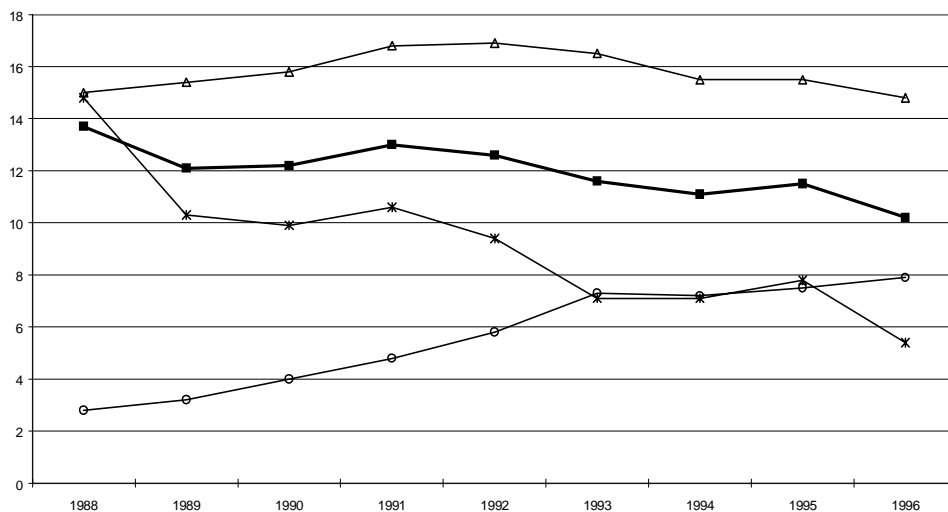
Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 41 24

Mise à jour le 13 octobre 1997

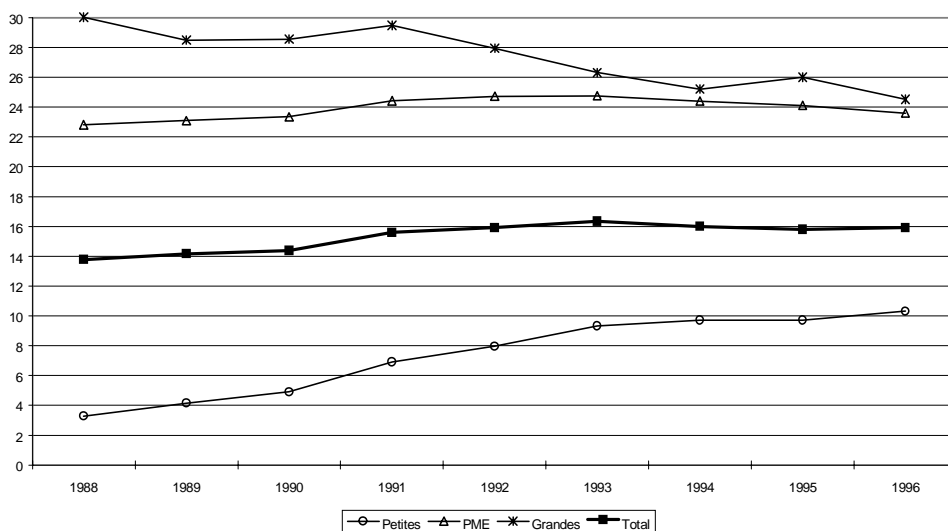
Graphique 3

SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES PAR TAILLES DE 1988 À 1996 ensemble de l'économie en jours de chiffre d'affaires

ratios moyens



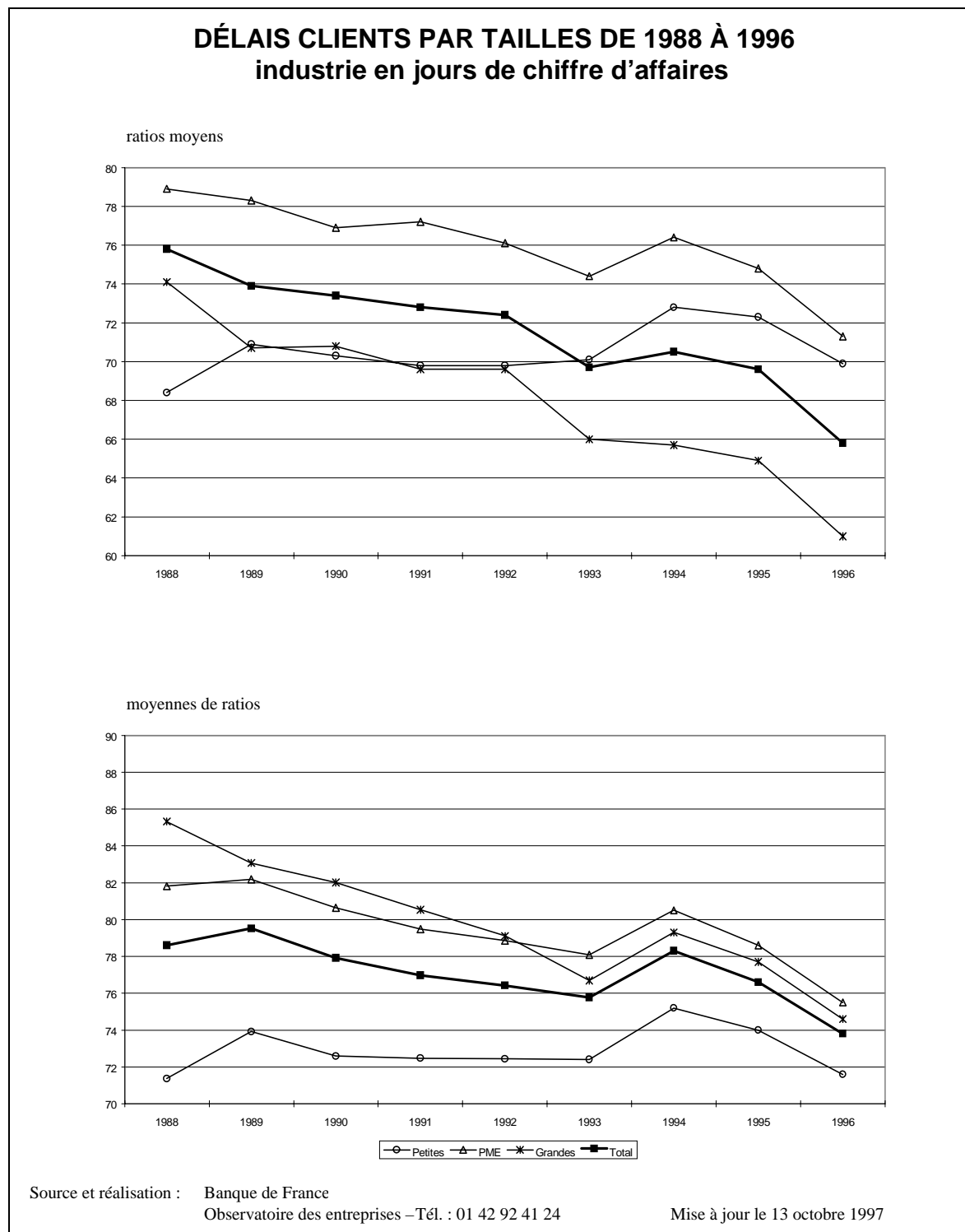
moyennes de ratios



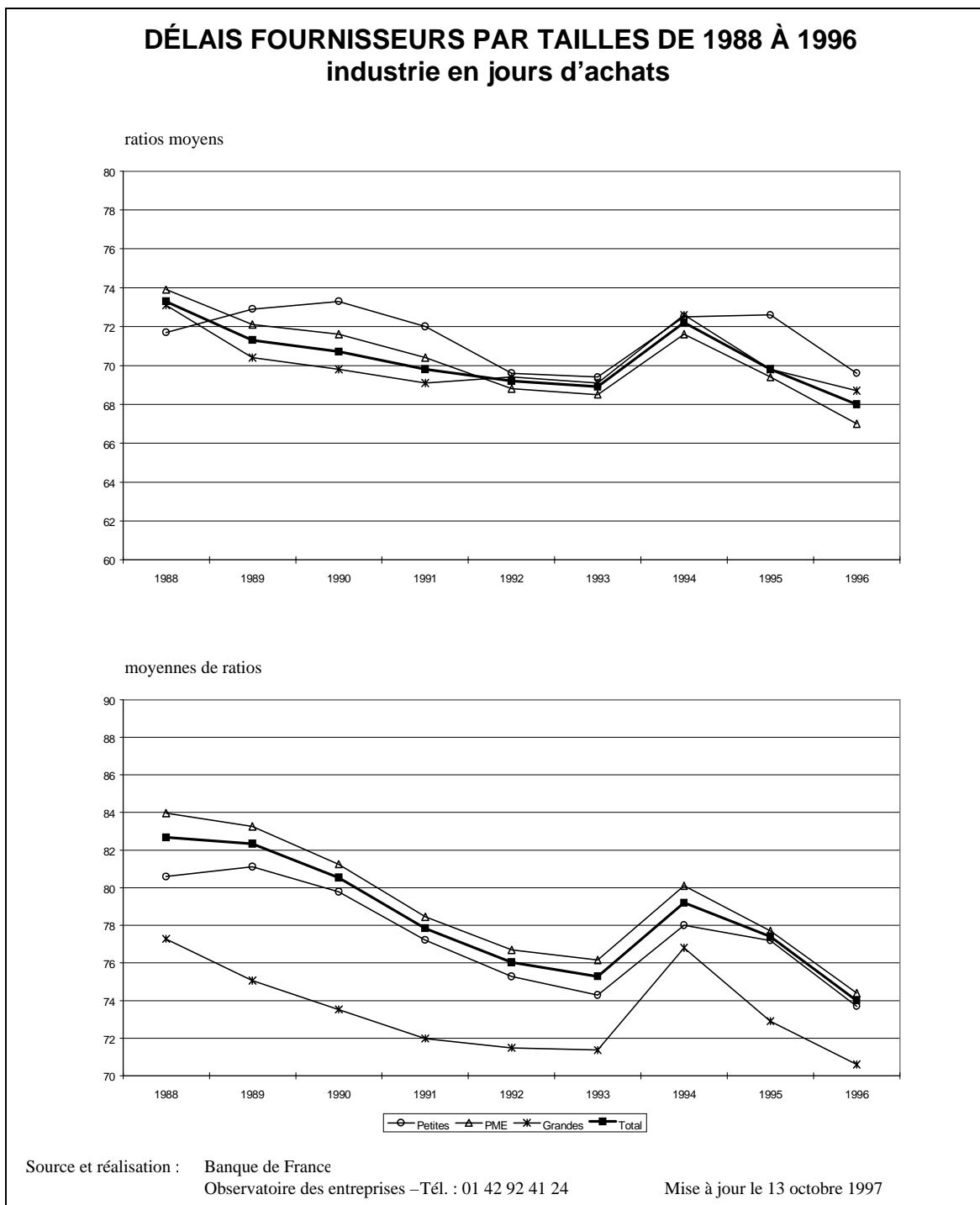
Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises - Tél. : 01 42 92 41 24

Mise à jour le 13 octobre 1997

Graphique 4

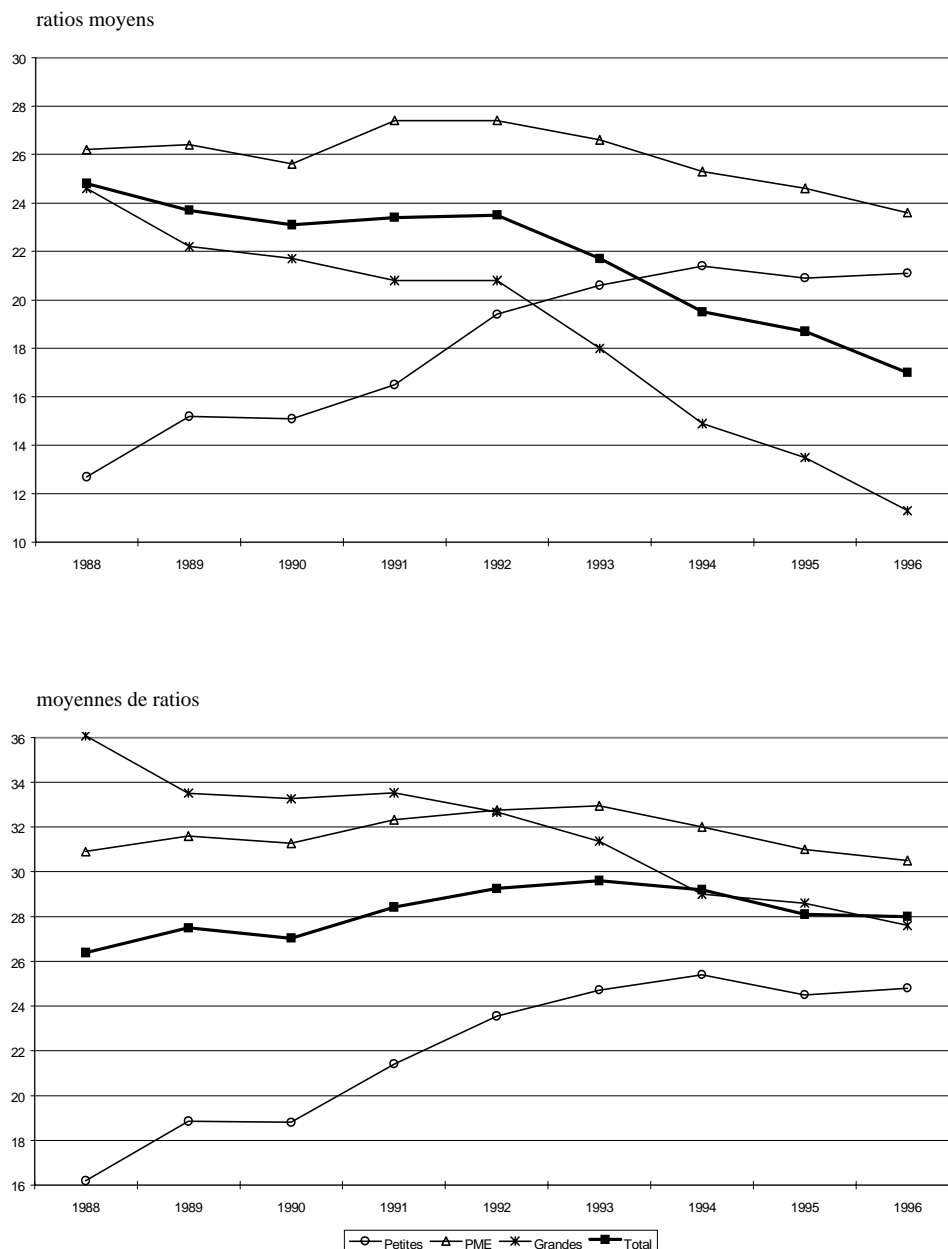


Graphique 5



Graphique 6

SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES PAR TAILLES DE 1988 À 1996 industrie en jours de chiffre d'affaires



Source et réalisation : Banque de France
Observatoire des entreprises – Tél. : 01 42 92 41 24

Mise à jour le 13 octobre 1997

Références bibliographiques

Commission des communautés européennes (1997) : *Rapport sur les délais de paiement dans les transactions commerciales*, C (97) 2121, juillet.

Conseil national du crédit et du titre (1997) : *Cinquième rapport de l'Observatoire des délais de paiement*, septembre.

Demartini A. et Kremp É. (1997) : « Structure et niveau de l'endettement des PME de 1988 à 1995 », D 97/11, février, Banque de France, Observatoire des entreprises, à paraître dans la *Revue d'Économie Financière*.

Dietsch M. et Kremp É. (1997) : « Le crédit interentreprises : les prêteurs et les bénéficiaires », mars, texte repris dans le cinquième rapport du CNCT (1997), annexe 3.

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

Kremp É. (1996) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1988 à 1995 », *Bulletin de la Banque de France*, n° 34, octobre, p. 125-142.

Kremp É., Bardes B., Cochonneau D. et Truy C. (1997) : « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises – Statistiques de 1988 à 1996 en nomenclature NAF », novembre, Banque de France, Observatoire des entreprises, T 97/04.

E N Q U Ê T E S

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN SEPTEMBRE 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 248 milliards de francs à fin septembre 1997, en augmentation de 0,8 % par rapport au trimestre précédent et de 26,0 % sur un an. Le nombre de PEA en fonctionnement (2,9 millions) apparaît en augmentation de 4 % par rapport au trimestre précédent. Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 87 000 francs à fin septembre, en diminution de 3,3 % par rapport à juin 1997 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 166 000 francs. Les PEA les plus importants restaient concentrés dans les banques d'affaires ¹ et les sociétés de bourse. Ils atteignaient en moyenne 394 000 francs à fin septembre chez cette catégorie de dépositaires, contre 114 000 francs chez les trois grandes banques et 68 000 francs chez les « autres établissements ». Un fait marquant au troisième trimestre a été le remboursement de l'emprunt Balladur en juillet 1997. Toutefois, les détenteurs d'un PEA depuis septembre 1992 devaient attendre la mi-septembre 1997 pour retirer les fonds provenant de ce remboursement sans imposition, s'ils le souhaitaient.

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

L'enquête fait ressortir les éléments suivants :

- les actions ont progressé de 6 % en volume ;
- les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » ont augmenté de 17 % environ (hors plus-values), de nombreux établissements ayant offert à leur clientèle des fonds éligibles au PEA très attractifs ;
- les liquidités dans le PEA ont fait un bond considérable de 43 % au cours du trimestre pour atteindre 21,7 milliards de francs à fin septembre ;
- enfin, le nombre de PEA supplémentaires comptabilisés au troisième trimestre (119 000) est plus important que celui qui avait été enregistré au cours des six premiers mois de l'année 1997 (100 000). Cette progression est à mettre en relation avec la privatisation de France Télécom — intervenue le 17 octobre, soit peu de temps après la période sous revue — mais sans doute également avec le remboursement de l'emprunt Balladur pour les ménages qui ont voulu se donner le temps d'arbitrer entre différentes formes de placement.

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 troisième trimestre de 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)	
	Juin 1997	Septembre 1997	Septembre 1997/ Juin 1997	Juin 1997	Septembre 1997
Actions	100 921	111 555	10,5	41,0	45,0
Obligations émises par l'État	32 743	—	- 100,0	13,3	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	112 366	136 474	21,5	45,7	55,0
TOTAL	246 030	248 029	0,8	100,0	100,0
Nombre de PEA	2 736 649	2 853 732	4,3		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 21 novembre 1997		

En septembre 1997, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 0,8 % par rapport à juin 1997, et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 248 milliards de francs (contre 246 milliards à fin juin), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 22 milliards, en progression de 43 % par rapport au trimestre précédent.

Cependant, corrigés de l'évolution des indices de cours ¹, les encours d'actions ont progressé de 6 % et les stocks d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » d'environ 17 %.

Le nombre de PEA (proche de 2,9 millions), en augmentation de 4 % par rapport au trimestre précédent, est revenu au niveau qu'il atteignait en mars 1994.

1.2. Répartition des actions, des obligations et des titres d'OPCVM « actions » dans les portefeuilles-titres d'une part, 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 ») ², établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : juin 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 12 points pour le deuxième 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 de 10 points sur celle des actions.

¹ Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 4,5 % au troisième trimestre 1997

² 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 JUIN 1997		
	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	423 239	35,7
Obligations	486 989	41,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	275 835	23,3
TOTAL	1 186 063	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 21 novembre 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>	
	Juin 1997	Septembre 1997
Actions	23,8	26,4
Obligations	6,7	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	46,7	49,5
TOTAL	20,7	20,9
Total des portefeuilles (a)	13,0	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 21 novembre 1997		

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

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 23 points à fin septembre 1997). Près de la moitié 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	
	Juin 1997	Juin 1997	Septembre 1997
Actions françaises	37 140	36 878	39 091
Obligations françaises	42 734	11 964	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	24 205	41 060	47 823
Autres titres (a)	62 172	—	—
TOTAL	166 251	89 902	86 914
(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM			
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			
Mise à jour le 21 novembre 1997			

Au 30 juin 1997, on dénombrait 11 396 118 comptes-titres ¹ et, au 30 septembre 1997, on comptait 2 853 732 PEA, soit un quart du total.

Selon l'enquête, plus de 100 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du premier semestre 1997 et 119 000 nouveaux PEA sont apparus au cours du seul troisième trimestre.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 86 914 francs à fin septembre 1997 (– 3,3 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 30 juin 1997 environ 166 000 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	
	Juin 1997	Septembre 1997	Juin 1997	Septembre 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions	11 933	13 878	66,7	75,8
Obligations émises par l'État	1 224	—	6,9	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	4 722	4 439	26,4	24,2
TOTAL	17 879	18 317	100,0	100,0
Nombre de PEA	44 862	46 498		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions	37 044	41 053	39,6	42,8
Obligations émises par l'État	12 387	—	13,3	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	44 076	54 777	47,1	57,2
TOTAL	93 507	95 830	100,0	100,0
Nombre de PEA	821 412	842 505		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions	51 944	56 624	38,6	42,3
Obligations émises par l'État	19 132	—	14,2	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	63 568	77 258	47,2	57,7
TOTAL	134 644	133 882	100,0	100,0
Nombre de PEA	1 870 375	1 964 729		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				
Mise à jour le 21 novembre 1997				

Le tableau ci-dessus montre que l'encours des PEA a progressé d'environ 2,5 % chez les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les trois grandes banques. En revanche, il a très légèrement régressé chez les autres établissements.

Les transferts qui se sont opérés au sein du PEA après le remboursement de l'emprunt Balladur ont profité davantage aux titres d'OPCVM qu'aux actions pour les trois grandes banques et les autres établissements : 10 points pour les titres d'OPCVM et 3 points pour les actions.

Les clients des banques d'affaires et des sociétés de bourse ont, au contraire, renforcé exclusivement la composante « actions » de leur PEA, qui représente désormais plus des trois quarts de celui-ci.

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée stable (1,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 29,5 % pour les trois grandes banques et 68,8 % pour les autres établissements). Par conséquent, proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent¹, les trois grandes banques ont ouvert, depuis la création de ce produit, plus de PEA que les autres réseaux.

¹ L'enquête-titres du deuxième trimestre 1997 indique que les trois grandes banques gèrent 25 % de l'ensemble des comptes-titres.

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPE D'ÉTABLISSEMENTS	
	(en pourcentage)
	Septembre 1997/Juin 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	16,3
Obligations émises par l'État	- 100,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	- 6,0
TOTAL	2,4
Nombre de PEA	3,6
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	10,8
Obligations émises par l'État	- 100,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	24,3
TOTAL	2,5
Nombre de PEA	2,6
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	9,0
Obligations émises par l'État	- 100,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	21,5
TOTAL	- 0,6
Nombre de PEA	5,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	
Mise à jour le 21 novembre 1997	

Près de 80 % du nombre de PEA supplémentaires enregistrés au cours du troisième trimestre 1997 ont concerné les autres établissements.

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)	
	Juin 1997	Septembre 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	15,9	18,5
Obligations	9,9	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	20,4	19,2
TOTAL	16,2	16,6
Total des portefeuilles (a)	9,1	9,3
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	22,9	25,4
Obligations	9,4	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	41,9	52,1
TOTAL	23,4	24,0
Total des portefeuilles (a)	14,5	14,8
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	27,8	30,3
Obligations	5,6	—
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	43,1	52,4
TOTAL	19,9	19,8
Total des portefeuilles (a)	12,8	12,7
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 21 novembre 1997		

À fin septembre 1997, les PEA représentaient 24 % 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 pratiquement identiques à ceux du trimestre précédent.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 15 % du total pour les trois grandes banques, 13 % pour les « autres établissements » et 9 % 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 septembre 1997, la valeur moyenne des PEA représentait 46 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 54 % dans les « autres établissements » et 51 % dans les trois grandes banques.

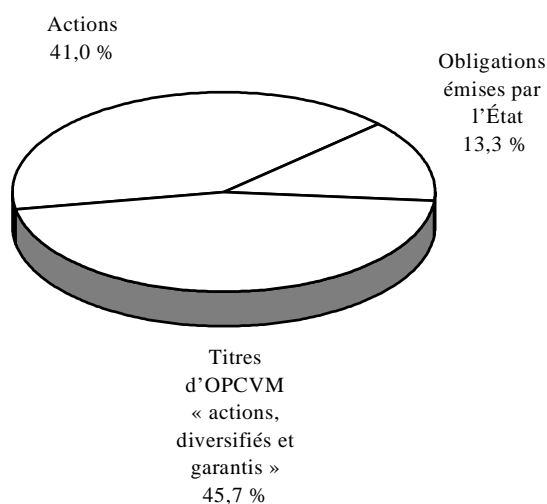
Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (76 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (de l'ordre de 43 %).

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

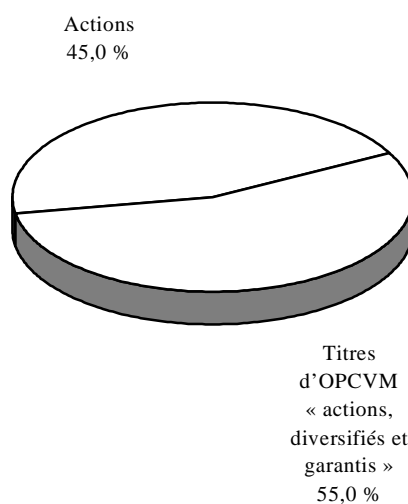
ANNEXE 1

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

Juin 1997



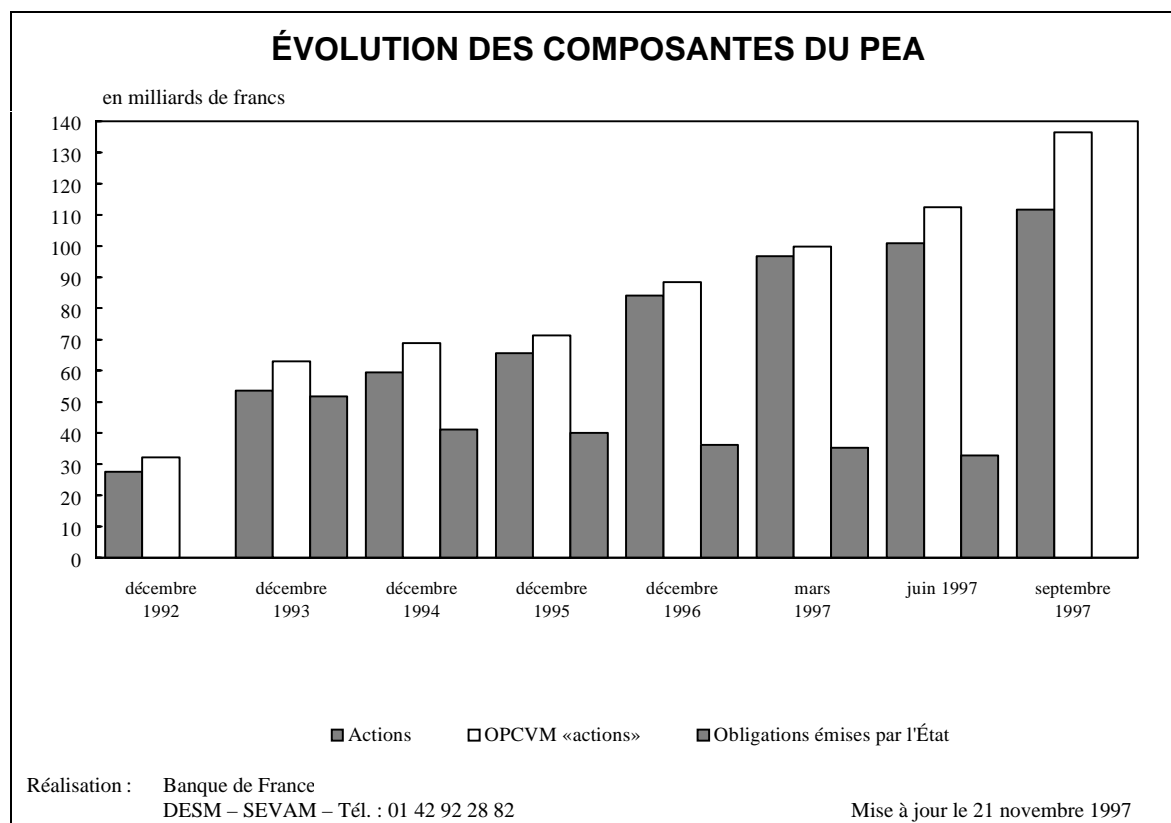
Septembre 1997



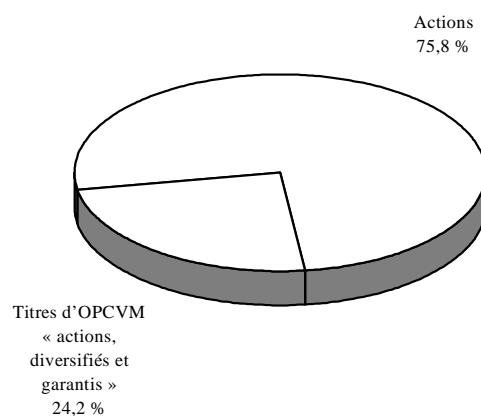
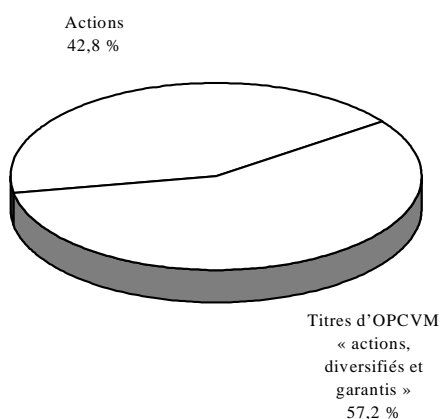
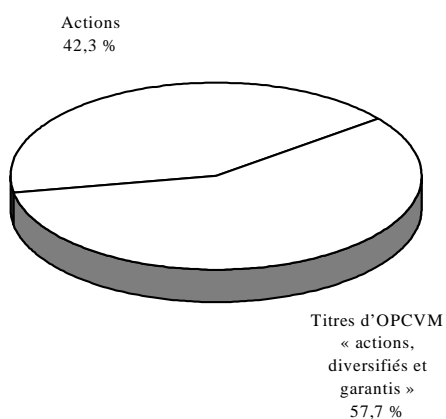
Réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 21 novembre 1997

ANNEXE 2



ANNEXE 3

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

BULLETIN OFFICIEL

Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

***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 d'octobre 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)

- ♦ Kempf – BFSC, SA, Nancy, Meurthe-et-Moselle, 10 rue Saint Dizier,
(prise d'effet immédiat – option pour le statut d'entreprise d'investissement)
 - ♦ Lazard frères gestion – banque, société en commandite simple, Paris 8^e, 10 avenue Percier,
(prise d'effet immédiat)
 - ♦ Société auxiliaire de garantie mutuelle pour le crédit bail « Auxi-Bail Entreprises », SA, Maisons-Alfort, Val-de-Marne, 27-31 avenue du Général Leclerc, *(prise d'effet immédiat)*
-

MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ENTREPRISES D'INVESTISSEMENT

(LOI DU 2 JUILLET 1996 DE MODERNISATION DES ACTIVITÉS FINANCIÈRES)

Décisions de retrait d'agrément prises du 1^{er} janvier au 31 octobre 1997

(hors retraits motivés par le transfert,
à un ou plusieurs autres prestataires de services d'investissement agréés,
de la propriété de l'ensemble des éléments actifs et passifs
liés à l'activité de prestataire de services d'investissement)

- ♦ Antin-contrepartie, société en nom collectif, Paris 2^e, PARIS, 3 rue d'Antin,
(prise d'effet immédiat)
 - ♦ France courtage, SA, Charenton-le-Pont, Val-de-Marne, 2 rue du nouveau Bercy BERCY 2,
(prise d'effet immédiat)
-

Commission Bancaire

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

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

Décision de radiation prise au cours du mois d'octobre 1997

- ♦ Banque Opéra, SA, Paris 2^e, 16 rue Gaillon

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

du 1^{er} au 30 novembre 1997

Banque de France

Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % octobre 2007, TEC 10 janvier 2009, 6,50 % avril 2011 (Communiqué de la Banque de France)

– en date du 4 novembre 1997

Le jeudi 6 novembre 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour les trois tranches sera compris entre 18 milliards de francs et 20 milliards dont 2 milliards à 4 milliards pour le TEC 10.

Les caractéristiques des OAT sont les suivantes.

1. OAT 5,50 % octobre 2007 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1997. Coupon annuel : 110 francs payable le 13 novembre de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1997 au 13 novembre 1997, soit 5,72 francs par obligation.

2. OAT TEC 10 janvier 2009 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1997.

Remboursement en totalité au pair le 25 janvier 2009.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1997 au 13 novembre 1997, soit 4,76 francs par obligation.

3. OAT 6,50 % avril 2011 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 130 francs payable le 13 novembre 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 13 novembre 1997, soit 71,94 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 13 novembre 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 6 novembre 10 heures 55 pour les ONC1 ;
- jusqu'au vendredi 7 novembre 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 d'août, septembre et octobre 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
98,92	500 000 000	500 000 000	98,92
98,90	1 000 000 000	1 500 000 000	98,91
98,88	5 300 000 000	6 800 000 000	98,89
98,86	4 800 000 000	11 600 000 000	98,88
98,86	1 200 000 000	12 800 000 000	98,87
98,84	2 200 000 000	15 000 000 000	98,87
98,82	1 400 000 000	16 400 000 000	98,86
98,80	1 600 000 000	18 000 000 000	98,86
98,76	1 000 000 000	19 000 000 000	98,85
98,70	1 000 000 000	20 000 000 000	98,85
Prix limite retenu : 98,86 % (taux de rendement : 5,65 %) Demandes servies à ce prix limite : 80,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 98,88 % (taux de rendement : 5,65 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 2 octobre 1997	Séance du 6 novembre 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	12 020	11 600	- 420
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,44	5,65	0,21
– au prix moyen pondéré.....	5,44	5,65	0,21

OAT TEC 10 JANVIER 2009			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,66	150 000 000	150 000 000	99,66
99,64	300 000 000	450 000 000	99,65
99,62	200 000 000	650 000 000	99,64
99,60	1 520 000 000	2 170 000 000	99,61
99,60	380 000 000	2 550 000 000	99,61
99,58	950 000 000	3 500 000 000	99,60
99,56	350 000 000	3 850 000 000	99,60
99,54	450 000 000	4 300 000 000	99,59
99,52	500 000 000	4 800 000 000	99,58
99,50	700 000 000	5 500 000 000	99,57
99,48	900 000 000	6 400 000 000	99,56
99,46	350 000 000	6 750 000 000	99,56
99,40	550 000 000	7 300 000 000	99,54
Prix limite retenu : 99,60 % Demandes servies à ce prix limite : 80,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,61 %			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	Séance du 4 septembre 1997	Séance du 6 novembre 1997	Différence
	3 100	2 170	- 930

OAT 6,50 % AVRIL 2011			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,34	550 000 000	550 000 000	106,34
106,32	950 000 000	1 500 000 000	106,33
106,30	2 150 000 000	3 650 000 000	106,31
106,28	680 000 000	4 330 000 000	106,31
106,28	1 020 000 000	5 350 000 000	106,30
106,26	900 000 000	6 250 000 000	106,30
106,24	500 000 000	6 750 000 000	106,29
106,22	100 000 000	6 850 000 000	106,29
106,20	1 200 000 000	8 050 000 000	106,28
106,18	200 000 000	8 250 000 000	106,27
106,16	100 000 000	8 350 000 000	106,27
106,10	600 000 000	8 950 000 000	106,26
Prix limite retenu : 106,28 % (taux de rendement : 5,81 %) Demandes servies à ce prix limite : 40,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,31 % (taux de rendement : 5,81 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	Séance du 4 septembre 1997	Séance du 6 novembre 1997	Différence
	3 260	4 330	1 070
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,81	5,81	0,00
– au prix moyen pondéré.....	5,81	5,81	0,00

– *Résultat global de l'adjudication du 6 novembre 1997*
 (Communiqué de la Banque de France en date du 7 novembre 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 6 novembre 1997, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 100 millions de francs pour les offres d'avant séance, et de 2 636 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 18 100 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 20 836 millions de francs, se répartissant comme suit.

(en millions de francs)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives retenues		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % octobre 2007	11 600	—	1 700	13 300
OAT TEC 10 janvier 2009.....	2 170	100	294	2 564
OAT 6,50 % avril 2011	4 330	—	642	4 972
Total.....	18 100	2 736		20 836

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

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DES 10 ET 11 NOVEMBRE 1997

Loi n° 97-1026 du 10 novembre 1997 portant mesures urgentes à caractère fiscal et financier.

JO DES 17 ET 18 NOVEMBRE 1997

Décret n° 97-1050 du 14 novembre 1997 portant suppression du relevé quotidien du hors-cote.

JO DU 22 NOVEMBRE 1997

Arrêté du 5 novembre 1997 portant modification de l'arrêté du 13 décembre 1996 relatif à la frappe et à la mise en circulation de cinq pièces commémoratives de 500 francs, de trois pièces commémoratives de 100 francs et de quatre pièces commémoratives de 10 francs.

JO DU 26 NOVEMBRE 1997

Décret n° 97-1079 du 24 novembre 1997 pris pour l'application de l'article premier de la loi n° 97-1026 du 10 novembre 1997 portant mesures urgentes à caractère fiscal et financier.

JO DU 28 NOVEMBRE 1997

Arrêté du 14 octobre 1997 portant homologation de dispositions du règlement général du Conseil des marchés financiers.

Arrêté du 14 novembre 1997 portant homologation d'un règlement de la Commission des opérations de bourse.