

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 42

JUIN 1997

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité est restée soutenue au Royaume-Uni, ainsi qu'aux États-Unis où un mouvement de décélération tend toutefois à apaiser les craintes de surchauffe de l'économie. Au Japon, comme en Italie, quelques signes plus favorables n'ont pu atténuer la morosité de la conjoncture, tandis que la reprise se poursuit en Allemagne. Dans la plupart des pays, l'inflation s'est encore modérée en avril, mais les premiers résultats pour mai sont plus contrastés. Une certaine détente sur les taux d'intérêt tant à court terme qu'à long terme est intervenue, en moyenne, en mai.

L'évolution des principales devises en mai

Le dollar a reculé contre franc et surtout contre yen du fait du maintien des taux par le Comité fédéral de l'Open Market et d'anticipations d'un prochain relèvement du taux d'escompte au Japon. Le franc suisse a fortement progressé. La livre sterling a évolué de façon très heurtée mais s'est, au total, repliée. Au sein du mécanisme de change européen, les variations ont été limitées, mais le deutschemark s'est légèrement apprécié vis-à-vis des autres devises européennes. Le franc est resté ferme malgré les incertitudes liées aux élections législatives anticipées.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en mai

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle, qui avait nettement progressé en avril, s'est stabilisée dans l'ensemble ; seul le secteur de l'automobile a enregistré un recul, amplifié par des effets de calendrier. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est légèrement replié d'un mois à l'autre.

La demande globale a peu varié. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle a été moins dynamique qu'en avril, tandis que la demande étrangère, soutenue par la bonne tenue du dollar et de la livre sterling, est restée bien orientée.

Les carnets de commandes sont jugés normaux dans l'ensemble des secteurs ; ils apparaissent particulièrement étoffés dans les biens d'équipement professionnels. Les stocks, qui se sont allégés, semblent désormais conformes aux niveaux désirés.

Au cours des prochains mois, l'activité industrielle devrait enregistrer une progression sensible dans tous les secteurs. Les meilleurs résultats sont attendus dans les industries agro-alimentaires, les biens d'équipement et les biens intermédiaires.

Les prix des matières premières ont légèrement augmenté, en particulier dans les industries agro-alimentaires et les biens d'équipement. Ces hausses n'ont été que partiellement répercutées dans les prix des produits finis.

La mise en place d'équipements nouveaux, qui avait été jugée nécessaire en début d'année, ne se réalise que très progressivement, en particulier dans les petites et moyennes entreprises.

L'activité commerciale s'est vivement redressée en mai.

Les effectifs ont peu varié dans l'industrie, sauf dans l'automobile où leur contraction s'est poursuivie. Ils ont légèrement diminué dans le bâtiment et sont restés stables dans le commerce et les services marchands.

La balance des paiements en mars

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial* s'établit à 9,8 milliards de francs, avec une croissance plus marquée des importations (+ 2,0 %) que des exportations (+ 0,6 %), bien que ces dernières atteignent un niveau historiquement très élevé (130,5 milliards de francs). En cumul sur les trois premiers mois de l'année, le solde positif s'élève à 32,9 milliards de francs, contre 19,6 milliards pour la période correspondante de 1996, et, sur douze mois glissants, il atteint 104,6 milliards à fin mars 1997, en nette progression par rapport à fin mars 1996 (69,3 milliards).

Le *compte de transactions courantes* a dégagé un excédent de 14,9 milliards de francs en données brutes, supérieur à celui de février (10,4 milliards) et à la moyenne des douze derniers mois (11,8 milliards). Sur le premier trimestre, le solde positif a quasiment doublé par rapport à la période correspondante de 1996 (59 milliards de francs, au lieu de 33,4 milliards, en données brutes, et 49,6 milliards, au lieu de 24,5 milliards, en données cvs).

La capacité de financement dégagée par l'excédent des transactions courantes et le compte de capital explique les placements nets à l'étranger enregistrés au *compte financier*, dont le solde a atteint, en données brutes, - 24 milliards de francs en mars (- 74,6 milliards pour le trimestre). Les *investissements directs* ont donné lieu à des sorties nettes, à hauteur de - 4,8 milliards de francs (- 4,9 milliards pour le trimestre), de même que les *investissements de portefeuille*, à hauteur de - 51 milliards (- 77,8 milliards pour le trimestre). Les *autres investissements* ont enregistré, sous l'effet conjugué d'une baisse des avoirs de 14,9 milliards et d'une hausse des engagements de 21,6 milliards, des entrées nettes de 36,5 milliards de francs (20,1 milliards pour le trimestre). Les *avoirs de réserve bruts* ont progressé de 4,7 milliards de francs, après une hausse de 4,2 milliards en février, et ont ainsi augmenté de 12 milliards sur l'ensemble du trimestre.

Les marchés de capitaux en mai

Les marchés de taux d'intérêt ont évolué de façon plutôt heurtée : relativement stables en début de période, les rendements se sont quelque peu détendus à compter du 12 mai avant de connaître une phase de remontée graduelle puis de tensions plus prononcées à partir du 26 mai.

Les taux courts ont bénéficié, dans un premier temps, de la bonne tenue du change et de sondages électoraux jugés favorables par les opérateurs. C'est ainsi qu'à la fin de la première quinzaine, la baisse des rendements avait annulé le mouvement de hausse intervenu depuis l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, le 21 avril. À partir du 26 mai, les résultats du premier tour des élections législatives ont provoqué un vif repli du marché, qui est allé de pair avec un net regain de volatilité des taux. Ce mouvement s'est néanmoins interrompu à l'approche du second tour pour laisser place à une nette détente au début du mois de juin, après la désignation du nouveau gouvernement.

Les rendements obligataires ont bénéficié de la bonne orientation, jusqu'à la mi-mai, du marché de taux courts et de l'effet d'entraînement du marché obligataire américain. Par la suite, le recul de ce dernier, lié à la vigueur non démentie de la croissance économique outre-Atlantique, a orienté les taux longs français à la hausse. Toutefois, le marché a été soutenu par la forte demande des investisseurs institutionnels résidents. D'une fin de mois à l'autre, on observe néanmoins une réduction des écarts entre les taux longs américains et les taux longs français, l'écart sur les taux à 10 ans revenant de 115 à 101 points de base.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 361,1 milliards de francs à la fin du mois de mai, contre 1 368,5 milliards à fin avril. Cette baisse reflète celle des encours des billets de trésorerie, en recul de 8,2 milliards de francs, et des bons des institutions et des sociétés financières, en diminution de 3,2 milliards. À l'inverse, l'encours des certificats de dépôt a progressé de 2,6 milliards de francs et celui des bons à moyen terme négociables de 1,6 milliard.

Les moyennes de taux à l'émission observés sur l'ensemble des titres émis à moins d'un an reflètent une progression provenant des tensions relevées sur les marchés au cours de la dernière semaine du mois. À l'opposé, les taux de rendement relatifs aux bons à moyen terme négociables se sont globalement inscrits en recul.

Dans un contexte caractérisé d'abord par une baisse des taux d'intérêt, puis par leur hausse après le premier tour des élections législatives, les émissions obligataires réglées en mai ont de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution reflète une diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur d'une part, un léger accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents, d'autre part.

Après avoir bénéficié d'un mouvement nettement haussier pendant la majeure partie du mois, la Bourse de Paris a subi, sous l'influence du contexte de politique intérieure, un brutal retournement de tendance en fin de période. L'indice CAC 40 s'est finalement inscrit en repli de plus de 2 % sur l'ensemble du mois.

Les agrégats monétaires

En avril 1997, les moyens de paiement (*M1*) ont diminué de 1,1 % par rapport à mars mais ont crû de 2,9 % en glissement annuel. Les placements à vue à taux réglementé sont restés dynamiques : l'agrégat *M2*, stable sur le mois, a progressé de 6,3 % sur un an. Le glissement annuel de l'agrégat *M3* est revenu à - 1,9 %, après - 3,2 % en décembre 1996, en dépit de la poursuite de la baisse des placements liquides rémunérés à taux de marché (- 0,7 % en avril et - 13,3 % sur un an).

Les placements d'épargne contractuelle, regroupés dans l'agrégat *P1*, ont progressé encore rapidement (+ 1,3 % en avril, + 15,5 % sur un an). Au total, l'ensemble des placements regroupés dans *M3 + P1* s'est accru de 2,4 % en glissement annuel à fin avril (après + 1,8 % fin mars).

En mars 1997, l'*endettement intérieur total* a augmenté de 0,1 % en un mois et de 3,0 % sur un an. En glissement annuel, la progression de l'endettement de l'État s'est modérée, à 7,5 %, du fait de moindres émissions de bons du Trésor. S'agissant des sociétés non financières, le contraste a persisté entre le développement de leurs financements levés sur le marché monétaire (+ 23,1 % sur un an) et le recul des crédits qui leur sont accordés (- 3,0 % sur un an). L'ensemble des crédits à l'économie s'est inscrit à nouveau en baisse sur un an (- 1,8 % à fin mars), mais il a progressé à un taux annualisé de 4,6 % depuis le début de l'année 1997.

Les prêts nouveaux accordés au cours du premier trimestre se sont accrus de 8,8 % sur un an.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les privatisations

1^{er} mai Le gouvernement suspend la privatisation de la Société française de production (SFP) en attendant l'adoption d'un plan de restructuration.

L'offre de souscription au capital de Bull a suscité une très forte demande : les particuliers ont sursouscrit 21 fois et les investisseurs institutionnels 16 fois le volume de titres proposé.

8 mai Afin de conforter son offre de rachat de Thomson-CSF, face à Alcatel-Dassault, le groupe Lagardère, qui disposait déjà de l'appui de British Aerospace, obtient le soutien exclusif et total de Deutsche Aerospace (Dasa).

La réforme du Trésor

14 mai Le ministre de l'Économie et des Finances présente en Conseil des ministres une réforme de la direction du Trésor, qui vise notamment à améliorer le contrôle des entreprises publiques par l'État.

Le surendettement

20 mai Une circulaire du ministre de l'Économie et des Finances apporte quelques modifications à la procédure de traitement des situations de surendettement des particuliers en supprimant notamment la limitation des demandes de suspension de procédure d'exécution que peut faire une commission de surendettement.

Les élections législatives

1^{er} juin La gauche remporte largement les élections provoquées par la dissolution de l'Assemblée nationale. Le Parti socialiste obtient 241 députés, le Parti communiste 38, le Parti radical socialiste 12, les divers gauche 21 et les écologistes 7, tandis que le RPR totalise 134 sièges, l'UDF 108, les divers droite 14 et le Front national 1.

2 juin Après avoir accepté la démission d'Alain Juppé, le président de la République nomme Lionel Jospin Premier ministre.

Les principaux indicateurs conjoncturels

La production industrielle

22 mai En mars, la production industrielle (cvs) a fléchi de 0,6 %, après une hausse de 1,7 % en février, sa progression sur un an ressortant à 1,2 %. Pour sa part, la production manufacturière s'est accrue de 0,4 % sur un mois (après + 3,9 % en février) et de 2,3 % sur un an.

Les créations et les défaillances d'entreprises

13 mai En 1996, les créations d'entreprises ont chuté de 17,2 %, selon l'Observatoire des entreprises du groupe d'information économique SCRL (filiale de la Coface).

De leur côté, les défaillances ont progressé de 1,1 %, représentant un total de 61 907 entreprises, selon la même source.

28 mai En avril, les défaillances d'entreprises ont augmenté de 2,87 % sur un an, à 5 264 unités, selon l'Observatoire des entreprises du groupe SCRL.

29 mai Selon l'INSEE, le nombre des défaillances est resté quasiment stable en 1996 : 53 754 cas recensés, contre 53 847 cas en 1995.

L'investissement

15 mai Selon la dernière enquête de l'INSEE, la hausse de l'investissement industriel a été limitée en 1996 à 1 % en valeur, ce qui correspond à une stagnation en volume. Pour 1997, les entreprises s'attendent à une progression de 3 % en valeur et de 2 % en volume.

Les mises en chantier de logements

27 mai Au cours des quatre premiers mois de l'année, les mises en chantier de logements ont diminué de 3,6 % par rapport à la période correspondante de 1996.

La consommation des ménages

27 mai En avril, la consommation des ménages en produits manufacturés a progressé de 1,5 %, après le frémissement (+ 0,2 %) de mars et la chute (- 2,0 %) de février. Sur un an, elle ressort en hausse de 1,7 %.

Les immatriculations d'automobiles

4 mai En avril, les immatriculations d'automobiles ont poursuivi leur déclin, diminuant de 10,3 % sur un an en données brutes et de 14,4 % en données corrigées du nombre de jours ouvrables. Depuis le début de l'année, le recul, en glissement annuel, est de 22,5 %.

L'emploi

16 mai Au premier trimestre, l'emploi salarié dans les secteurs privé et semi-public a augmenté de 0,1 %, soit 16 800 emplois créés, selon le ministère du Travail.

Les salaires

16 mai Au cours du premier trimestre, le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 0,8 %, sa hausse sur un an ressortant à 2,9 %, selon le ministère du Travail.

Les prix

26 mai Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation sont restés stables en avril, affichant sur un an une progression de 0,9 %, l'un des rythmes les plus modérés depuis quarante ans.

Les comptes extérieurs

14 mai En février, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de FRF 19,2 milliards de francs (cvs), ce qui porte le solde cumulé à 40,2 milliards pour les deux premiers mois de l'année.

30 mai En mars, la balance commerciale a enregistré un excédent de FRF 9,8 milliards (cvs). Sur le premier trimestre, le solde positif cumulé atteint ainsi FRF 32,4 milliards, contre 19,4 milliards un an auparavant.

2.2. Étranger

- 1^{er} mai** En Irlande, la Banque centrale porte son taux des prises en pension de 6,25 % à 6,75 %.
- 2 mai** Aux États-Unis, création de 142 000 emplois non agricoles en avril (taux de chômage à 4,9 %, soit son plus bas niveau depuis décembre 1973, contre 5,2 % en mars).
- 5 mai** En Allemagne, les prix à la production progressent de 0,5 % en mars.
- 6 mai** En Allemagne, le taux de chômage recule en avril (de 11,7 % à 11,3 %).
Aux États-Unis, les commandes à l'industrie reculent de 1,6 % en mars.
En Italie, l'inflation ressort à + 0,1 % en avril (+ 1,7 % en rythme annuel, contre + 2,2 % en mars).
Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre reçoit du gouvernement une plus grande autonomie dans la capacité de fixer les taux d'intérêt à court terme. La Banque centrale, veillant à prévenir tout regain de l'inflation en raison de la vigueur de la croissance, a remonté son taux des prêts aux maisons d'escompte, de 6,0 % à 6,25 %.
- 7 mai** Aux États-Unis, le commerce de gros s'inscrit en repli de 0,9 % en mars, alors que la productivité progresse de 2 % au premier trimestre 1997.
Au Royaume-Uni, la production industrielle et la production manufacturière reculent de 0,1 % en mars.
- 9 mai** Au Portugal, la Banque centrale réduit ses trois taux directeurs. Le taux des ponctions et celui des prêts d'urgence sont abaissés de 0,10 point, à 5,70 % et 7,70 %, respectivement. Le taux des pensions est diminué de 0,30 point, à 6 %.
- 12 mai** En Grèce, la Banque centrale, profitant du recul de l'inflation au cours des derniers mois, abaisse ses deux taux directeurs de 1 point. Le taux d'escompte revient de 15,5 % à 14,5 %, tandis que le taux Lombard est fixé à 19 %, au lieu de 20 %.
- 13 mai** En Allemagne, l'indice des prix à la consommation est inchangé en avril (+ 1,4 % en rythme annuel).
Aux États-Unis, les ventes de détail reculent de 0,3 % en avril.
- 14 mai** Aux États-Unis, les prix à la production baissent de 0,6 % en avril.
Au Royaume-Uni, le nombre de chômeurs diminue de 59 000 en avril (taux de chômage de 5,9 %).

- 15 mai** En Allemagne, l'estimation semestrielle des recettes fiscales fait apparaître un manque à gagner de 18 milliards de deutschemarks.
- Au Royaume-Uni, les prix de détail augmentent de 0,6 % en avril.
- Aux États-Unis, les prix à la consommation progressent de 0,1 % en avril. La production industrielle est inchangée et l'utilisation des capacités de production est en recul (83,7 %, contre 84,1 % en mars).
- 16 mai** En Espagne, la Banque centrale baisse son taux des prises en pension de 25 points de base, à 5,25 %.
- 19 mai** Au Japon, l'excédent commercial ressort à 831,5 milliards de yens en avril 1997, soit une progression de 164 % par rapport à avril 1996.
- 20 mai** Aux États-Unis, le Comité fédéral de l'Open Market du Système de réserve fédérale décide de maintenir le taux des fonds fédéraux.
- 21 mai** Aux États-Unis, la balance commerciale en mars s'établit à – 8,5 milliards de dollars (soit une progression de 19,3 %) et le déficit commercial avec le Japon se creuse de 8,3 % (à + 4,6 milliards de dollars).
- 22 mai** Au Royaume-Uni, les ventes de détail progressent de 0,1 % en avril, alors que la seconde estimation du PIB du premier trimestre indique une progression de 0,9 % (soit 3,0 % en rythme annuel).
- 23 mai** En Allemagne, les prix à la production progressent de 0,3 % en avril (+ 0,9 % en rythme annuel).
- 27 mai** Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs atteint 127,10 en mai, soit son meilleur niveau depuis 28 ans.
- 28 mai** En Allemagne, la Banque fédérale s'oppose, dans un communiqué, au plan gouvernemental de réévaluation de ses réserves.
- Aux États-Unis, les commandes de biens durables augmentent de 1,4 % en avril.
- 29 mai** Au Japon, la production industrielle recule de 0,4 % en avril.
- 30 mai** Aux États-Unis, la croissance du PIB au premier trimestre 1997 est révisée à la hausse, à 5,8 %.
- En Italie, le PIB préliminaire du premier trimestre 1997 recule de 0,4 % (il baisse de 0,5 % en rythme annuel).
- Aux Pays-Bas, la Banque centrale introduit un nouveau taux directeur : le taux des prises en pension à 24 heures. Ce nouvel instrument constitue le taux plafond des taux de refinancement et s'établit à 4,50 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité est restée soutenue au Royaume-Uni, ainsi qu'aux États-Unis où un mouvement de décélération tend toutefois à apaiser les craintes de surchauffe de l'économie. Au Japon, comme en Italie, quelques signes plus favorables n'ont pu atténuer la morosité de la conjoncture, tandis que la reprise se poursuit en Allemagne. Dans la plupart des pays, l'inflation s'est encore modérée en avril, mais les premiers résultats pour mai sont plus contrastés. Une certaine détente sur les taux d'intérêt tant à court terme qu'à long terme est intervenue, en moyenne, en mai.

Aux **États-Unis**, après la très forte croissance du premier trimestre (près de 6 % en rythme annualisé), la décélération est sensible selon les indicateurs connus pour le deuxième trimestre. La consommation des ménages, notamment, marque le pas d'après les statistiques d'avril et mai : les ventes au détail se sont repliées et les dépenses réelles de consommation sont restées stables en avril. Le revenu disponible n'a, en effet, pas progressé sur ce mois, la baisse, en moyenne, du nombre d'heures travaillées et du salaire horaire ayant plus que compensé l'augmentation de l'emploi. Le taux d'épargne est resté au même niveau qu'en mars, 5,1 %, contre 4,8 % en février.

Le secteur de la construction, malgré une légère reprise des mises en chantier de logements, continue de marquer le pas après, il est vrai, l'activité exceptionnellement soutenue permise par le caractère peu rigoureux de l'hiver ; les ventes de maisons neuves ont ainsi enregistré une diminution de 7,7 % en avril et les permis de construire se sont également inscrits en baisse.

Enfin, l'activité dans le secteur productif a légèrement fléchi en avril, avec une stagnation de la production industrielle, et même un repli pour la seule production manufacturière, un allongement, pour la première fois en sept mois, de la durée nécessaire à l'écoulement des stocks, et une hausse très modérée des commandes malgré la baisse enregistrée le mois précédent.

Néanmoins, l'économie continue à créer des emplois à un rythme soutenu : 138 000 créations nettes en mai, après 323 000 en avril, et le taux de chômage est revenu à 4,8 %, son niveau le plus bas depuis 1973.

Par ailleurs, le dynamisme des exportations a permis, en mars, une contraction du déficit commercial, qui reste cependant, sur les trois premiers mois de l'année, supérieur de plus de 25 % à son niveau d'il y a un an.

Au **Japon**, la conjoncture demeure atone. Le PIB a progressé de 1,6 % sur un an au premier trimestre, après 0,9 % au trimestre précédent, accélération imputable au dynamisme de la consommation. Mais les ventes au détail, comme les ventes de voitures, ont baissé après le mouvement d'anticipation des achats observé au premier trimestre, lié à la hausse de la TVA le 1^{er} avril. Le secteur

de la construction reste peu dynamique, avec des mises en chantier de logements qui ont enregistré en avril leur quatrième mois consécutif de repli. La production industrielle continue également de se contracter, en glissement mensuel, mais reste néanmoins supérieure de près de 5 % à son niveau d'il y a un an. Cette morosité est confirmée par l'indice précurseur d'activité, qui anticipe l'évolution de l'économie sur les six mois à venir, et demeure, depuis le début de 1997, inférieur au seuil de 50 %, charnière entre récession et expansion. Le marché de l'emploi ne traduit, non plus, aucune amélioration, le taux de chômage remontant en avril à 3,3 %, taux élevé au regard des standards japonais.

L'extérieur apporte, en revanche, une contribution positive à la croissance, l'excédent commercial ayant plus que doublé en avril par rapport à avril 1996. Les marchés financiers jouissent également d'une certaine embellie, favorisée par l'annonce d'un retour à une situation bénéficiaire de la plupart des grandes banques commerciales.

En **Allemagne**, la reprise de l'activité se poursuit. Les données relatives à l'évolution du PIB pour le premier trimestre font apparaître une progression modérée (+ 0,5 % par rapport au trimestre précédent, après correction des jours ouvrables), après la stagnation du quatrième trimestre. La FBCF-construction a pâti du marasme du bâtiment en Allemagne orientale et de l'hiver rigoureux. La stagnation de la consommation privée, pour le troisième trimestre consécutif, témoigne de l'attentisme des ménages. En revanche, l'investissement des entreprises s'est accru assez nettement, tandis que la contribution de l'extérieur est restée dynamique. La consommation publique s'est de nouveau inscrite en forte croissance.

L'indice précurseur de l'Institut IFO s'est également nettement raffermi en avril, avec 94,7 points dans la partie occidentale du pays, contre 92,6 en mars.

L'excédent commercial allemand s'est encore renforcé : les exportations ont progressé sur le premier trimestre de 7,0 % par rapport à la période correspondante de 1996, tandis que les importations n'ont crû que de 4,7 %. Toutefois, la balance courante a affiché sur la même période un déficit de 9 milliards de deutschemarks, au lieu de 1,5 milliard au cours du premier trimestre de 1996. Le nombre de chômeurs (cvs) a légèrement progressé en avril après deux mois de repli et le taux de chômage est resté inchangé à 11,2 % de la population active.

Au **Royaume-Uni**, la croissance reste soutenue, sous l'impulsion de la demande intérieure : le PIB a progressé de 0,9 % au premier trimestre 1997 par rapport au trimestre précédent (après 0,8 % au dernier trimestre 1996) et de 3,0 % en glissement annuel.

L'accélération de la demande intérieure observée en 1996 se poursuit, la hausse de la consommation des ménages faisant plus que compenser la diminution des dépenses publiques : les ventes au détail se sont, en effet, inscrites en hausse de 4,7 % en avril, par rapport à leur niveau d'il y a un an (contre 4,4 % en mars) et devraient rester fortes dans les mois à venir, du fait du haut niveau de confiance des ménages, entretenu par l'embellie du marché de l'immobilier et la diminution régulière du chômage (5,8 % en mai). L'indice de la production industrielle est en hausse de 2,2 % sur un an en avril.

L'amélioration des résultats du commerce extérieur se poursuit : le déficit commercial britannique s'est réduit à 671 millions de livres sterling en mars (après 771 millions en février). Le déficit cumulé depuis janvier s'est contracté de plus de 40 % sur un an par rapport à la même période de 1996. Cependant, l'appréciation de la livre sterling observée depuis plusieurs mois pourrait avoir finalement un impact négatif sur l'évolution des exportations, puisque les commandes en ce domaine connaissent un recul net depuis le début de l'année.

En **Italie**, le gouvernement Prodi a présenté son projet de loi de finances pour 1998, alors que les derniers chiffres disponibles décrivent un tassement de l'activité au premier trimestre 1997 : le PIB a, en effet, reculé de 0,3 % par rapport au trimestre précédent et de 0,5 % sur un an, après une baisse de 0,2 % enregistrée au dernier trimestre 1996. L'évolution de la production industrielle reflète la morosité de la conjoncture : cet indicateur, bien qu'en hausse de 0,7 % sur un mois, recule de 1,8 % sur un an en avril, ce qui représente son neuvième mois consécutif de baisse.

Le déficit public cumulé de janvier à avril s'est élevé à 42 000 milliards de liras, à comparer avec un chiffre cumulé de 71 673 milliards à fin avril 1996 (soit une diminution de plus de 40 % sur un an), témoignant des efforts budgétaires entrepris par l'Italie. Dans la perspective d'une adhésion à l'Union monétaire dès 1999, le gouvernement italien a récemment présenté le Document de programmation économique et financière triennale : ce dernier prévoit une réduction du déficit de près de 25 000 milliards de liras (environ 85 milliards de francs) en 1998, afin de revenir à un déficit de 2,8 % en part du PIB en 1999. Les nouvelles recettes, d'un montant d'environ 10 000 milliards de liras, associées à ce projet de loi, nécessiteront une modification du niveau de la TVA, une hausse des timbres fiscaux et un renforcement de la lutte contre l'évasion fiscale, alors que les coupes budgétaires prévues atteindront 15 000 milliards de liras. Les projections établies par le gouvernement italien sont basées sur l'hypothèse d'une poursuite du mouvement de baisse des taux (donc d'une diminution de la charge de la dette), sur une croissance de 1,2 % en 1997 et de 2,0 % en 1998, et sur une inflation de 2,0 % en 1998.

En **Espagne**, la croissance reste bien orientée : le PIB a enregistré une hausse de 2,7 % sur un an au premier trimestre 1997, grâce à la reprise de l'investissement privé et de la consommation. Le ministre des Finances, qui avait auparavant fixé une hypothèse de croissance de 2,8 % en 1997, estime maintenant qu'un niveau de 3,0 % peut être atteint. La production industrielle a progressé de 4,1 % sur un mois en mars, mais a reculé de 0,2 % sur un an ; cependant, la reprise s'étend maintenant à l'ensemble des branches, parallèlement à une augmentation du taux d'utilisation des capacités de production (à 77,4 % au premier trimestre 1997, après 77,1 % trois mois plus tôt et 76,1 % il y a un an). La situation sur le marché de l'emploi s'améliore également quelque peu : le taux de chômage se maintient à un niveau encore élevé (21,5 %), mais les perspectives à moyen terme bénéficient de l'accord intervenu entre les partenaires sociaux, qui devrait améliorer la flexibilité du marché du travail et limiter le recours aux contrats à durée déterminée, particulièrement important dans la Péninsule.

Enfin, les comptes extérieurs ont révélé un accroissement de l'excédent courant en février (à 129 milliards de pesetas), alors que le déficit commercial est resté stable, la hausse des exportations (9 % sur un an) étant à peine supérieure à la progression des importations (7 % sur un an).

En avril, la hausse des **prix à la consommation** a continué de décélérer dans les principaux pays, à l'exception du Japon où le passage d'un glissement annuel des prix de 0,5 % en mars à 1,9 % en avril ne reflète néanmoins que la hausse de la taxe à la consommation intervenue le 1^{er} avril. En mai, l'indice des prix à la consommation a progressé, en glissement annuel, de 1,6 % (après 1,4 %) en Allemagne, où ce regain, malgré la décreue des prix de l'énergie, est dû au renchérissement particulièrement marqué cette année des produits saisonniers. En Italie, la hausse des prix a été limitée à 1,7 %. Au Royaume-Uni, en revanche, la progression a atteint 2,6 %, après 2,4 % en avril ; toutefois, elle est restée stable à 2,5 % hors évolution des taux hypothécaires.

Les **taux d'intérêt** à court terme ont été orientés à la baisse en mai, sauf au Royaume-Uni où ils se sont légèrement tendus à la suite du relèvement des conditions de refinancement de la Banque d'Angleterre. Les taux à long terme, qui s'étaient globalement accrus en avril, ont également diminué en moyenne en mai dans la plupart des pays, à l'exception du Japon. Une certaine tension est néanmoins de nouveau apparue en fin de mois.

3.2. L'évolution des principales devises

Au cours du mois, le dollar a enregistré un recul contre franc (– 1,22 %) et surtout contre yen (– 8,49 %) du fait du maintien des taux par le Comité fédéral de l'Open Market et d'anticipations d'un prochain relèvement du taux d'escompte au Japon. Le franc est resté ferme malgré les incertitudes liées aux élections législatives anticipées. Au sein du mécanisme de change européen, les variations ont été limitées mais le deutschemark s'est globalement légèrement apprécié vis-à-vis des autres devises européennes.

Le **dollar** a progressé en début de période jusqu'à 1,7330 deutschemark, en liaison avec les anticipations d'un prochain relèvement du taux des fonds fédéraux, après le fort recul du taux de chômage (qui a atteint 4,9 % en avril, soit son plus faible niveau depuis 1973). La devise américaine s'est cependant ensuite nettement repliée, affectée par deux facteurs essentiels :

- les déclarations de plusieurs officiels allemands indiquant que le niveau souhaitable du dollar se situe aux environs de 1,70 deutschemark et expliquant que la correction souhaitée du dollar face au deutschemark était désormais terminée.
- le maintien des taux américains à l'issue de la réunion du Comité fédéral de l'Open Market du 20 mai, tandis que la publication d'une série d'indicateurs économiques montrait un certain ralentissement de la croissance (recul des ventes de détail) dans un contexte de faible inflation.

En fin de période, cependant, la devise américaine a bénéficié des doutes émis par les opérateurs sur la future valeur externe de l'euro. En effet, les résultats du premier tour des élections législatives françaises ont laissé penser que le nouveau gouvernement pourrait poser des conditions préalables à la réalisation de l'Union monétaire. La controverse entre le gouvernement allemand et la Banque fédérale concernant la réévaluation de ses réserves de change, en soulignant les difficultés budgétaires allemandes, a également contribué à conforter ces anticipations d'une Union monétaire élargie et donc d'un euro relativement faible par rapport au dollar.

Le **yen** a enregistré une forte appréciation, en raison de la conjonction de plusieurs éléments :

- l'augmentation de 164 % de l'excédent commercial japonais (831,5 milliards de yens en avril 1997 par rapport à avril 1996), source de tensions commerciales avec les États-Unis ;
- des déclarations de M. Sakakibara, directeur des Affaires internationales au ministère des Finances, indiquant que l'appréciation du yen n'était pas excessive ;
- des anticipations de relèvement des taux japonais ;
- des informations selon lesquelles le Trésor américain serait favorable à un taux de change de l'ordre de 115 yens pour 1 dollar ;
- la crise de défiance sur le bath thaïlandais qui a provoqué des arbitrages en faveur du yen.

Par la suite, cependant, la monnaie japonaise s'est stabilisée aux environs de 116 yens pour 1 dollar, à la suite du recul des anticipations d'une prochaine hausse des taux au Japon. En effet, M. Matsushita, le gouverneur de la Banque du Japon, a expliqué que la Banque centrale avait besoin de plus de données sur la reprise économique avant d'envisager un relèvement des taux d'intérêt. Le recul inattendu de la production industrielle (– 0,4 % en avril) a d'ailleurs renforcé chez les opérateurs l'idée que la reprise économique nipponne n'était pas encore assurée.

Le **franc français** a évolué pendant l'essentiel de la période en fonction des sondages sur les élections législatives, tout en demeurant globalement ferme. À l'approche du premier tour du scrutin, il n'a pas véritablement pâti de la réduction de l'avance donnée initialement par les instituts de sondage aux partis de droite. Il a également été soutenu par d'importantes ventes de dollars contre francs ont également soutenu notre devise. Suite à la publication des résultats du premier tour, qui ont donné un avantage à la gauche, le franc est passé de 3,3685 à 3,3750 pour 1 deutschemark. Juste avant le second tour, de nouvelles tensions sont apparues. Le franc s'est alors traité provi-soirement jusqu'à 3,3830 pour 1 deutschemark.

Le **deutschemark** s'est, dans un premier temps, affaibli vis-à-vis des principales devises européennes, en raison du manque à gagner fiscal prévu en Allemagne pour 1997 (- 18 milliards de deutschemarks) et en 1998 (- 31,6 milliards de deutschemarks). Il a, en outre, souffert de l'accueil réservé des investisseurs et de la Banque fédérale d'Allemagne au projet gouvernemental de réévaluation des réserves de change de la Banque centrale. M. Waigel a, toutefois, expliqué que l'Allemagne respecterait le critère de déficit fixé par le traité de Maastricht et que la décision de réévaluer les réserves constituait un moyen légitime de réduire les dettes nées de la réunification. En fin de période, le deutschemark s'est, en revanche, apprécié en raison des incertitudes renouvelées sur le succès de l'Union économique et monétaire (UEM). En effet, les anticipations d'une victoire des partis de gauche aux élections législatives françaises ont relancé les débats sur une éventuelle renégociation des critères de Maastricht, voire un report de l'UEM, ce qui a entraîné un regain du deutschemark, en particulier face aux devises du sud de l'Europe.

La **livre sterling** a enregistré une évolution très heurtée pendant la période, mais s'est globalement repliée. Les premières décisions prises après l'élection des travaillistes (octroi à la Banque d'Angleterre de l'autonomie en matière de fixation des taux d'intérêt à court terme et mise en place d'un Conseil de la politique monétaire) ont renforcé chez les opérateurs les anticipations d'un prochain relèvement des taux afin d'atteindre l'objectif d'inflation. Le relèvement de 25 points de base du taux directeur anglais (à 6,25 %) a d'ailleurs entraîné une forte progression de la livre sterling (jusqu'à 2,8330 deutschemarks, soit son plus haut niveau depuis septembre 1992). Par la suite, cependant, des rumeurs selon lesquelles la livre sterling pourrait rentrer dans le mécanisme de change européen avec un cours pivot compris entre 2,50 deutschemarks et 2,60 deutschemarks ont entraîné d'importantes ventes de la devise britannique.

La **couronne suédoise** a bénéficié pendant une grande partie du mois de mai du bon accueil réservé au projet gouvernemental destiné à renforcer l'indépendance de la Banque centrale et à inscrire l'objectif de stabilité des prix dans la loi.

Le **franc suisse** a fortement progressé en mai, bénéficiant des importants dégagements opérés sur le dollar. Les nombreuses injections de liquidités par la Banque nationale suisse n'ont que partiellement limité l'appréciation de la devise helvétique. Le franc suisse a également bénéficié des inquiétudes sur le deutschemark nées de la polémique sur le plan gouvernemental de réévaluation des réserves de la Banque fédérale d'Allemagne.

La **lire italienne** a, dans un premier temps, progressé, à la suite de la publication du chiffre de l'inflation (+ 1,5 % en rythme annuel en mai) et de l'obtention par le gouvernement d'un vote de confiance sur le mini-budget. L'engagement ferme de M. Prodi de faire entrer son pays en Union monétaire dès 1999 et les anticipations d'une lecture plus flexible des critères de l'UEM ont également renforcé la lire. En toute fin de mois, des rumeurs — démenties par la suite — faisant état d'une possible dégradation de la notation de la dette italienne ont cependant entraîné un repli de la devise italienne, laquelle a par ailleurs quelque peu pâti des évolutions du franc français.

Le **bath thaïlandais** a fait l'objet d'attaques spéculatives au cours du mois. La Banque centrale est intervenue pour défendre sa devise et a fait jouer les accords de coopération monétaire de la zone du Sud-Est asiatique, qui ont ainsi fonctionné pour la première fois. Néanmoins, la faiblesse du bath a produit des effets de contagion sur les monnaies d'autres pays émergents, notamment la **couronne tchèque**, dont le régime de change a dû être redéfini.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		30 avril 1997	30 mai 1997	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,8222	5,7514	- 1,22
Écu privé.....	1 XEU	6,583	6,5775	- 0,08
Allemagne.....	100 DEM	337,13	337,94	0,24
Belgique.....	100 BEF	16,3385	16,3695	0,19
Pays-Bas	100 NLG	299,73	300,38	0,22
Danemark.....	100 DKK	88,56	88,74	0,20
Espagne.....	100 ESP	3,9935	3,9925	- 0,03
Portugal.....	100 PTE	3,36	3,34	- 0,60
Irlande.....	1 IEP	8,7485	8,692	- 0,65
Royaume-Uni.....	1 GBP	9,483	9,42	- 0,66
Italie	1 000 ITL	3,4045	3,402	- 0,07
Grèce.....	100 GRD	2,1215	2,115	- 0,31
Suède	100 SEK	74,42	74,61	0,26
Finlande	100 FIM	112,29	112,21	- 0,07
Autriche	100 ATS	47,88	48,012	0,28
Norvège	100 NOK	81,96	81,05	- 1,11
Suisse	100 CHF	396,56	407,21	2,69
Japon.....	100 JPY	4,5917	4,9381	7,54

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

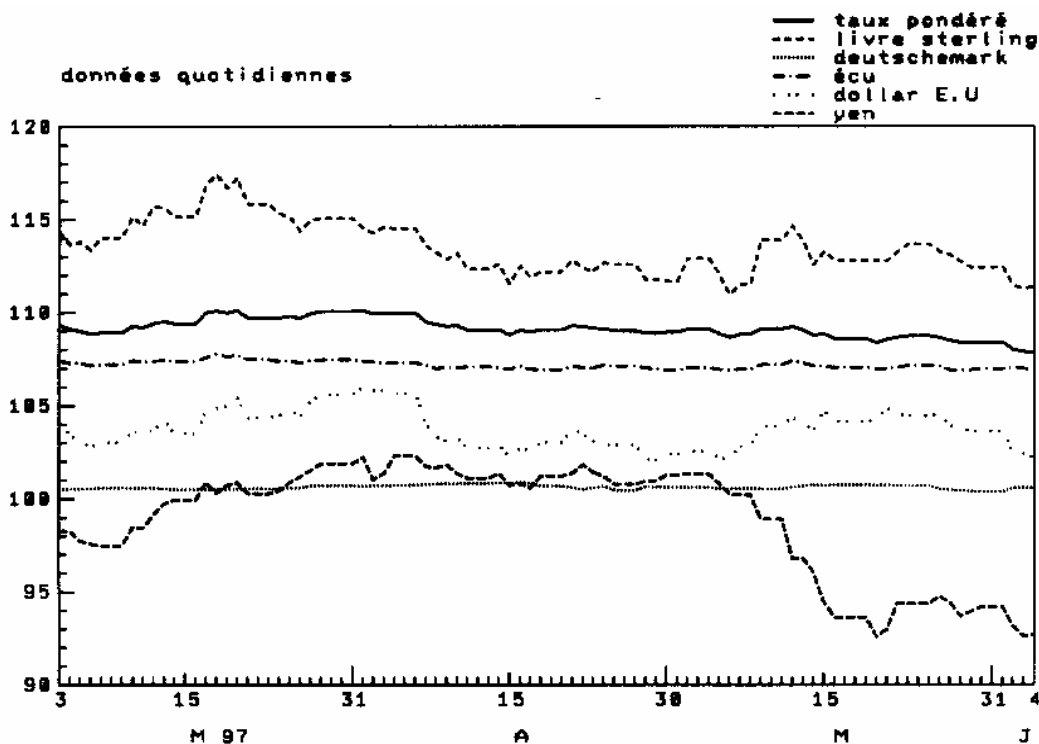
(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	30 avril 1997	30 mai 1997	30 avril 1997	30 mai 1997
Dollar	5,56	5,56	5,75	5,69
Livre sterling	6,187	6,375	6,5	6,5
Deutschemark	3,125	3,09	3,16	3,13
Franc suisse	1,812	0,937	1,625	1,125
Franc français	3,29	3,45	3,38	3,56

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

Mise à jour le 30 mai 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.

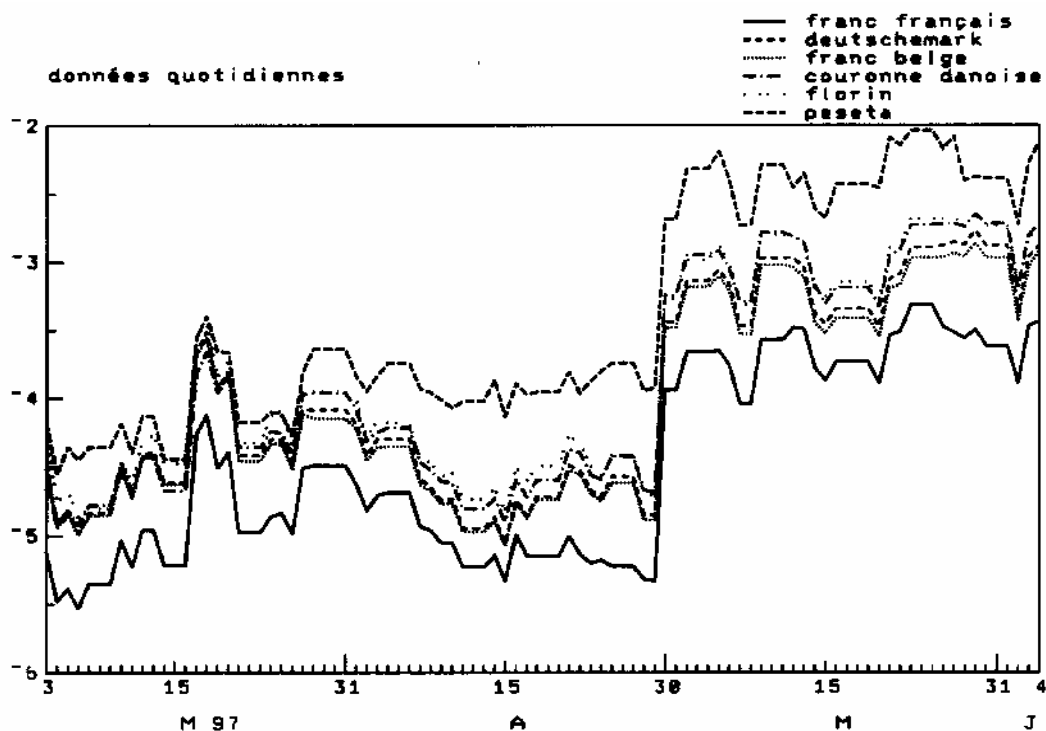
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 juin 1997

Depuis la fin du mois d'avril, le franc français est resté ferme vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. Le dollar et la livre sterling ont peu varié d'une fin de période à l'autre, au terme d'une évolution contrastée. Le yen s'est fortement apprécié au cours de la première quinzaine de mai, puis 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.

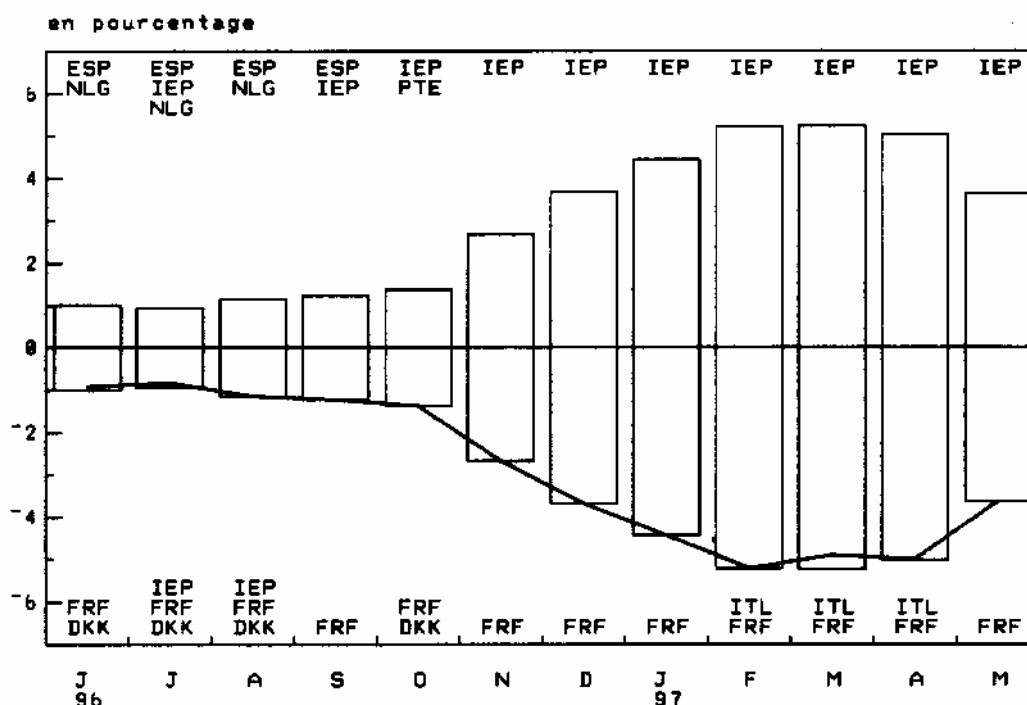
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 juin 1997

Durant la période sous revue, la position du franc français au sein du mécanisme de change européen a évolué en harmonie avec celles des monnaies du noyau dur (deutschmark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. La peseta est restée bien orientée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

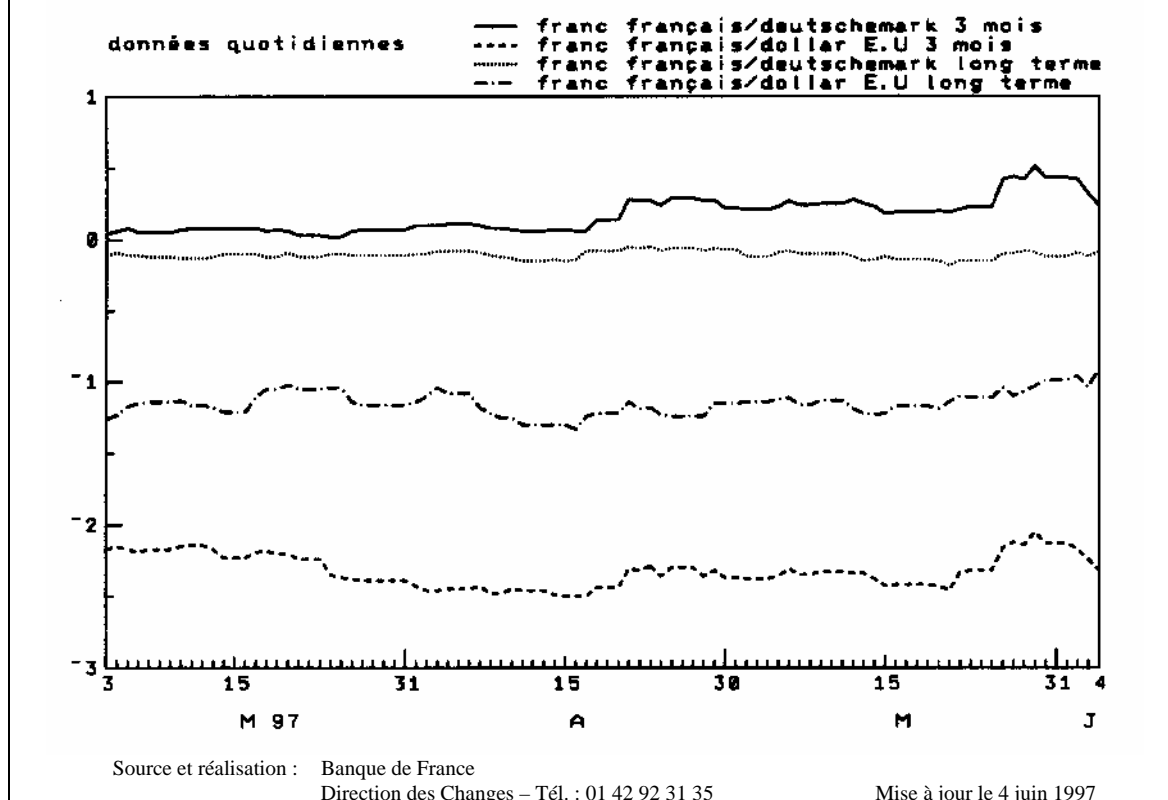
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

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

Mise à jour le 4 juin 1997

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise a enregistré durant tout le mois de mai les écarts positifs moyens les plus importants. Elle est restée en opposition avec le franc français. Toutefois, la moindre vigueur de la monnaie irlandaise a entraîné une sensible diminution de l'écart global entre les extrêmes.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Quasiment stable durant une grande partie du mois de mai, l'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne a été affecté, en fin de période, par des mouvements sur les taux français, en liaison avec les élections législatives en France. L'écart entre taux français et américains a suivi la même évolution.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne s'est maintenu aux alentours de - 10 points de base, les taux ayant varié dans le même sens dans les deux pays. L'écart négatif entre taux français et américains a tendance à se réduire depuis la mi-mai, sous l'effet à la fois d'une progression des taux français et d'une baisse des taux américains.

3.3. Le marché de l'or

Débutant la période à 339,50 dollars l'once, l'or s'est inscrit en hausse d'environ 2,8 % pendant la première moitié du mois de mai, pour atteindre 349,10 dollars au deuxième fixage de Londres le 14 mai. Le métal fin a, en effet, bénéficié de deux facteurs haussiers :

- la baisse du dollar contre deutschemark et contre yen ;
- l'effet d'entraînement de la hausse des prix du platine et du palladium (le marché de ces métaux était très étroit en l'absence d'exportation par la Russie depuis décembre dernier).

Du 14 au 23 mai, le prix du métal fin a décliné, en liaison avec les incertitudes concernant les modalités d'une éventuelle réévaluation du stock d'or de la Banque fédérale d'Allemagne. Le ministre de l'Économie, M. Waigel, a toutefois précisé rapidement qu'aucune vente d'or n'était envisagée. L'éventualité d'un nouveau relèvement du taux des fonds fédéraux américains, le 20 mai, a également affecté le cours de l'or. Celui-ci s'est, cependant, repris en l'absence de modification de la politique monétaire américaine, pour finir le mois à 344,25 dollars l'once (soit une hausse de 1,4 % d'une fin de mois à l'autre).

La période a également été caractérisée par la publication de nombreuses statistiques sur le marché de l'or.

Le Gold Field Mineral Service a publié son rapport sur l'année 1996, indiquant notamment une hausse de 3,4 % de la production minière, et une progression de 1,4 % de la demande du secteur de la bijouterie. La production en 1997 devrait toutefois être inférieure à la demande.

Le World Gold Council a, pour sa part, souligné la forte progression de la demande au premier trimestre (17 %, à 770,6 tonnes).

Enfin, la London Bullion Market Association a publié des chiffres de volume quotidien variant entre 1 100 tonnes et 1 250 tonnes au premier trimestre.

COURS DE L'OR			
	Au 30 avril 1997	Au 30 mai 1997	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	63 400,00	63 000,00	- 0,63
Lingot (le kg).....	63 900,00	64 000,00	0,16
<i>Pièces</i>			
Napoléon	367,00	369,00	0,54
Vreneli	367,00	369,00	0,54
Union latine	370,00	369,00	- 0,27
Souverain.....	460,00	479,00	4,13
20 dollars	120,00	120,00	
Peso mexicain.....	2 350,00	2 385,00	1,49
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	340,15	345,60	1,60
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			
			Mise à jour le 30 mai 1997

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en mai 1997

Les indicateurs

En mai, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), les prix de détail ont progressé de 0,2 %, après une stabilité en avril. Sur un an, leur glissement est de 0,9 % comme le mois précédent.

D'après les résultats provisoires publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut total a augmenté de 0,2 % en volume (aux prix de l'année 1980) au premier trimestre 1997, comme au trimestre précédent. À la fin du premier trimestre 1997, l'acquis de croissance du produit intérieur brut est de 0,7 %. Pour l'ensemble de l'année 1996, la croissance du PIB s'établit à 1,5 %.

L'activité du BTP s'est repliée au cours du quatrième trimestre 1996 et accuse un net retrait sur un an. Au cours des quatre premiers mois de l'année 1997, le nombre de logements commencés s'est inscrit en baisse de 3,6 % sur un an ; le nombre de logements autorisés est resté stable par rapport à la même période de 1996.

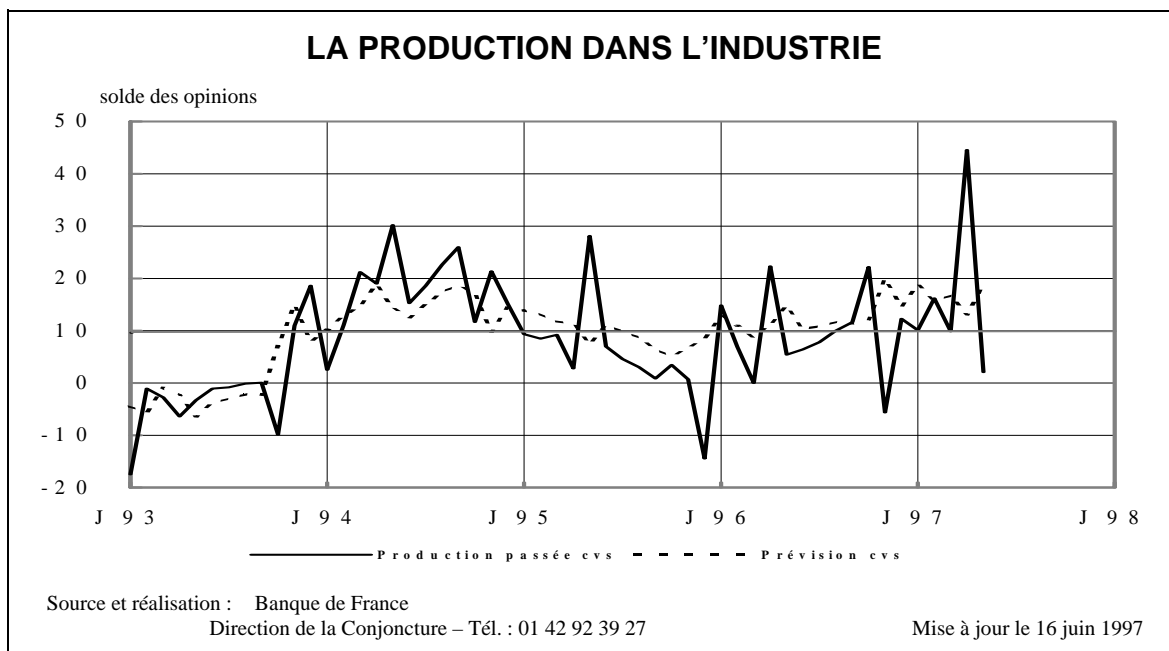
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,1 % au cours du premier trimestre 1997 et s'établit à 13 342 400 emplois, soit 18 000 créations nettes d'emplois sur le trimestre.

En avril, le nombre de demandeurs d'emploi (catégorie 1, cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a diminué de 0,2 % par rapport à mars, pour atteindre 3 081 100 personnes. En glissement annuel, il a progressé de 2,1 %.

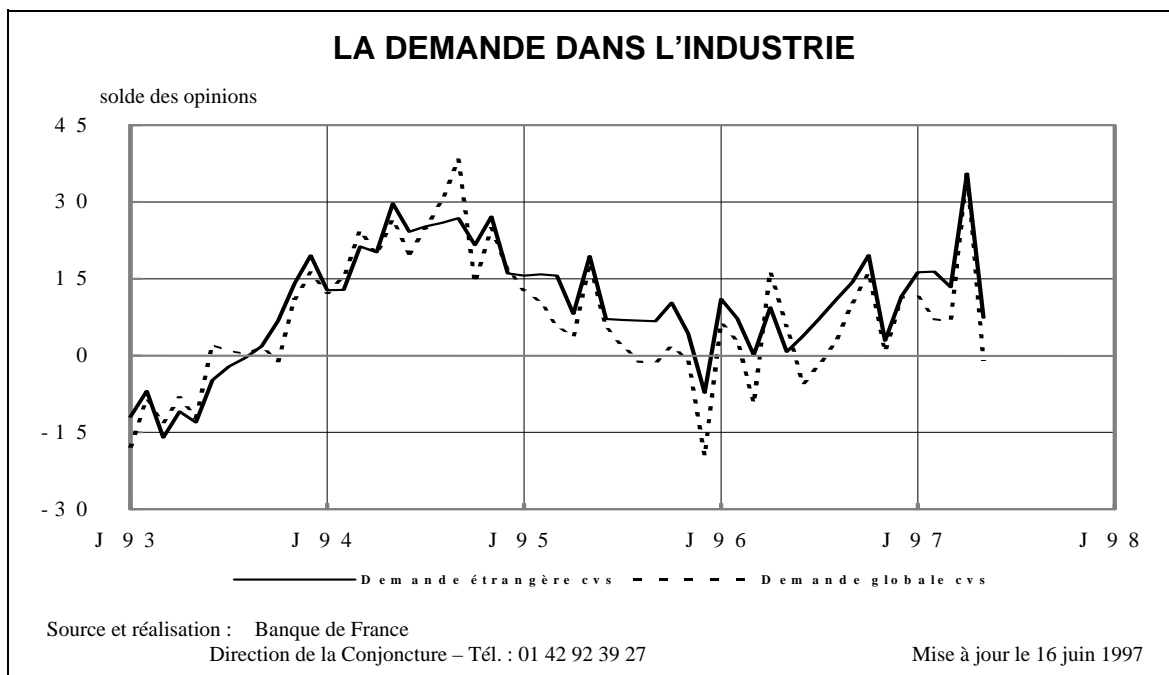
Le taux de chômage, au sens du BIT, est resté stable à 12,8 % de la population active. En un an, il a progressé de 0,5 point.

En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle, qui avait progressé en avril, s'est stabilisée dans l'ensemble ; seul le secteur de l'automobile a enregistré un recul, amplifié par des effets de calendrier.

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

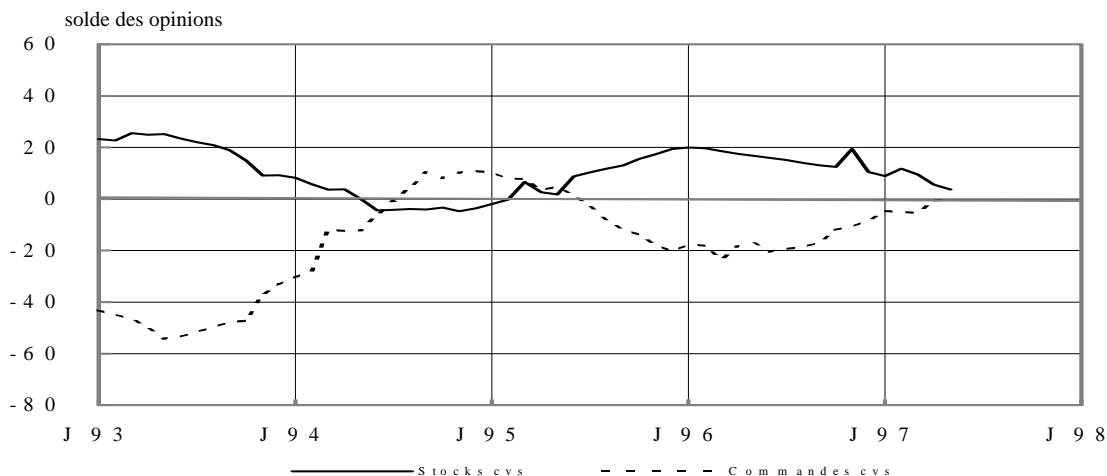


En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle*, qui avait nettement progressé en avril, s'est stabilisée dans l'ensemble ; seul le secteur de l'automobile a enregistré un recul, amplifié par des effets de calendrier.



La *demande globale* a peu varié. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle a été moins dynamique qu'en avril, tandis que la demande étrangère, soutenue par la bonne tenue du dollar et de la livre sterling, est restée bien orientée ; le flux de commandes des marchés anglo-saxons et asiatiques a été vigoureux ainsi que les ordres en provenance des pays de l'Europe de l'Est.

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



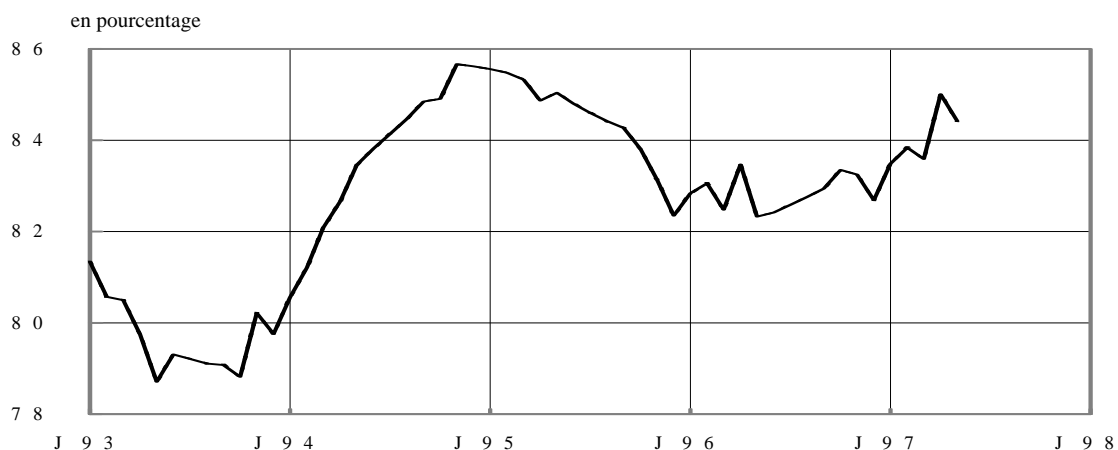
Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 16 juin 1997

Les *commandes* sont jugés normaux dans l'ensemble des secteurs ; ils apparaissent particulièrement étoffés dans les biens d'équipement professionnels. Les *stocks*, qui se sont allégés, semblent désormais conformes au niveau désiré.

Au cours des prochains mois, l'activité industrielle devrait enregistrer une progression sensible dans tous les secteurs. Les meilleurs résultats sont attendus dans les industries agro-alimentaires, les biens d'équipement et les biens intermédiaires.

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

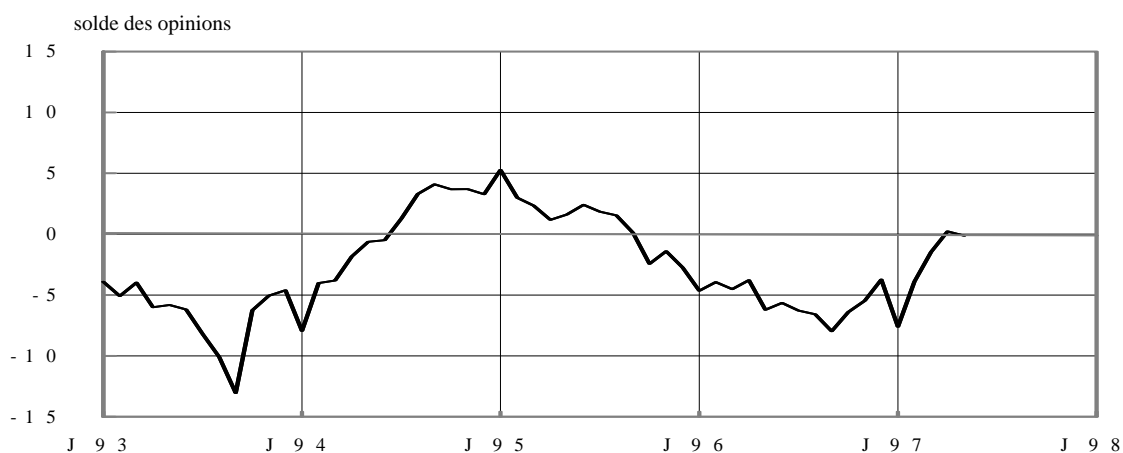


Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Conjoncture – Tél. : 01 42 92 39 27

Mise à jour le 16 juin 1997

Le *taux d'utilisation* des capacités de production s'est légèrement replié d'un mois à l'autre.

LES PRIX DES PRODUITS FINIS (cvs)



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

Mise à jour le 16 juin 1997

Les prix des matières premières ont légèrement augmenté, en particulier dans les industries agro-alimentaires et les biens d'équipement. Ces hausses n'ont été que partiellement répercutées dans les *prix des produits finis*, qui n'ont progressé que dans les industries agro-alimentaires ; ils sont restés stables dans les biens de consommation et les biens intermédiaires et ont diminué dans les biens d'équipement et l'industrie automobile.

La mise en place d'équipements nouveaux, qui avaient été jugés nécessaires en début d'année, ne se réalise que très progressivement, en particulier dans les petites et moyennes entreprises.

L'*activité commerciale* s'est vivement redressée en mai.

Les *effectifs* ont peu varié dans l'industrie, sauf dans l'automobile où leur contraction s'est poursuivie. Ils ont légèrement diminué dans le bâtiment et sont restés stables dans le commerce et les services marchands. Le niveau des effectifs permanents n'a pas enregistré de modification significative mais certaines entreprises, notamment celles dont l'activité est saisonnière, comme dans les industries agro-alimentaires, ont accru leur recours au personnel intérimaire.

4.2.1. Les transactions courantes

Le solde des transactions courantes enregistre, en mars, un excédent à nouveau élevé, à 14,9 milliards de francs en données brutes et 9,4 milliards en données cvs.

En cumul sur les trois premiers mois de l'année, on note une amélioration sensible des résultats, le solde s'élevant à 59 milliards de francs (49,8 milliards en données cvs), contre 33,4 milliards sur la période correspondante de 1996 (24,5 milliards en données cvs).

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE					
Compte de transactions courantes et compte de capital					
Méthodologie au 1^{er} janvier 1997					
<i>(données brutes – en millions de francs)</i>					
	Année 1996 (a)	Février 1997 (b)	Mars 1997 (b)	3 mois 1996 (a)	3 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	104 984	10 422	14 917	33 354	59 048
Biens	76 515	9 975	15 620	17 514	32 249
<i>Marchandises générales</i>	65 853	9 537	15 128	14 820	30 398
Services	77 281	1 996	7 470	13 427	14 776
<i>Transports</i>	- 2 306	- 345	61	- 1 809	- 673
– Transports maritimes	- 6 082	- 499	- 530	- 1 601	- 1 631
– Transports aériens	- 1 811	- 273	118	- 1 064	- 157
– Autres	5 587	427	473	856	1 115
<i>Voyages</i>	54 287	3 171	4 662	9 424	11 478
<i>Autres services aux entreprises</i>	21 216	- 1 260	1 884	4 233	3 502
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	- 2 139	- 93	- 298	- 877	- 771
Autres biens et services	5 965	0	0	1 629	0
Total « Biens et services »	159 761	11 971	23 090	32 570	47 025
Revenus	- 10 019	6 091	- 4 122	- 7 837	9 980
Transferts courants	- 44 758	- 7 640	- 4 051	8 621	2 043
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	- 40 301	- 7 213	- 4 278	8 949	2 653
COMPTE DE CAPITAL	6 295	1 868	760	2 531	3 590
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	- 94	- 12	- 17	- 82	16
<i>(données cvs-cjo – en millions de francs)</i>					
	Année 1996 (a)	Février 1997 (b)	Mars 1997 (b)	3 mois 1996 (a)	3 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	105 035	19 225	9 372	24 524	49 601
Biens	78 048	10 117	12 335	18 414	32 934
<i>Marchandises générales</i>	67 513	9 461	11 783	15 932	31 195
Services	77 006	5 756	6 075	18 208	19 688
<i>Transports maritimes</i>	- 6 027	- 476	- 526	- 1 457	- 1 501
<i>Transports aériens</i>	- 1 838	- 81	163	- 702	291
<i>Voyages</i>	54 187	4 449	5 436	12 571	15 035
<i>Autres services aux entreprises</i>	21 021	782	1 018	5 301	4 334
Revenus	- 9 250	10 813	631	- 3 227	16 841
Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)	- 45 532	- 4 752	- 3 927	1 503	- 3 053
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires					
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85 Mise à jour le 5 juin 1997					

4.2.1.1. **Évolutions du commerce extérieur de marchandises**

(source Douanes)

Évolution globale (en données FAB-FAB cvs)

Le solde douanier FAB-FAB cvs s'établit, en mars, à 9,8 milliards de francs, avec une croissance plus marquée des importations (+ 2,0 %) que des exportations (+ 0,6 %). Compte tenu des masses, les exportations atteignent toutefois un niveau historiquement très élevé (130,5 milliards de francs).

En cumul sur les trois premiers mois de l'année, l'excédent commercial s'élève à 32,9 milliards de francs, contre 19,6 milliards pour la période correspondante de 1996.

Sur les douze mois glissants arrêtés à fin mars 1997, le solde cumulé enregistre une nette progression par rapport à la période correspondante à fin mars 1996 (104,6 milliards de francs, contre 69,3 milliards).

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs)

Les faits les plus marquants sont les suivants.

– Sur l'*Union européenne*, l'excédent du commerce extérieur, à 4,8 milliards de francs se replie au-dessous du niveau très élevé atteint au cours du mois précédent (7,1 milliards), mais demeure au-dessus de la moyenne sur les douze derniers mois (3,7 milliards).

– L'excédent avec l'*Allemagne* est stabilisé à 0,4 milliard depuis un an. Avec l'*Italie*, les exportations restent très soutenues et les échanges se traduisent par un équilibre. L'excédent avec le *Royaume-Uni*, en recul d'un mois à l'autre à 2,4 milliards de francs (contre 3,3 milliards en février) se maintient néanmoins au-dessus de sa moyenne des douze derniers mois (1,9 milliard de francs).

– Vis-à-vis des *autres pays de l'OCDE*, l'accentuation du déficit (– 2,6 milliards de francs) est liée à des livraisons à la base de Kourou de matériel spatial américain. Les échanges avec le *Japon* et la *Suisse* sont stables.

– À + 1,2 milliard de francs, le solde des échanges avec les *pays d'Asie à développement rapide* enregistre une contraction par rapport à celui du mois de février (+ 2,1 milliards), qui avait été marqué par plusieurs livraisons d'Airbus.

Évolution par produit (en données CAF-FAB cvs)

Il faut retenir essentiellement les variations suivantes.

– Les échanges de produits industriels (y compris le matériel militaire) consolident l'excédent à un niveau élevé, à 8,9 milliards de francs, après 10,2 milliards en février et 10,7 milliards en janvier, principalement sous l'effet d'une poussée des importations de 1,7 %. L'amélioration est la plus sensible dans les secteurs des biens d'équipement professionnels, des biens de consommation et des produits chimiques. Les exportations industrielles bénéficient de livraisons de matériel militaire.

– À + 5,2 milliards de francs, le solde *agro-alimentaire* renouvelle, après février, son meilleur résultat depuis 1992. L'évolution est due tant aux produits bruts qu'aux produits transformés.

– Le *déficit énergétique*, à 8,6 milliards de francs, après 8,4 milliards en février, est de nouveau très lourd, en raison à la fois de prix pétroliers élevés et d'une évolution défavorable du change dollar/franc. Le solde cumulé sur douze mois est porté à – 86,9 milliards de francs, contre – 62,2 milliards pour la période de douze mois arrêtée à fin mars 1996.

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

L'excédent des échanges extérieurs ressort à 12,3 milliards de francs, après 10,1 milliards en février. Sur les trois premiers mois de l'année, le cumul du solde est ainsi porté à + 32,8 milliards de francs, contre + 18,4 milliards sur la période correspondante de 1996, en raison de la forte progression des échanges de marchandises, qui compense la contraction du solde du *travail à façon et réparations* (+ 0,5 milliard, contre + 1,2 milliard sur le premier trimestre 1996).

Les services (en données cvs)

L'excédent des *services* de mars progresse, à 6,1 milliards de francs, contre 5,8 milliards en février. Le cumul sur les trois premiers mois de l'année s'élève à + 19,7 milliards de francs, contre + 18,2 milliards sur la période correspondante de 1996.

Le solde du *tourisme* s'inscrit en nette progression à 5,4 milliards de francs, portant le cumul des trois premiers mois à 15 milliards, contre 12,6 milliards pour la période correspondante de 1996, sous l'effet d'une croissance des recettes de 8,8 %, alors que les dépenses progressent à un rythme plutôt modéré (+ 2,2 %).

Le solde des *transports* enregistre un léger déficit (- 0,1 milliard de francs) ; le solde négatif sur les trois premiers mois de l'année s'est réduit (- 0,5 milliard de francs, contre - 1,7 milliard en 1996), principalement sous l'effet d'une amélioration des résultats du transport aérien, qui poursuivent l'évolution déjà sensible en 1996, dégagant un excédent de 0,3 milliard, contre un déficit de 0,7 milliard sur les trois premiers mois.

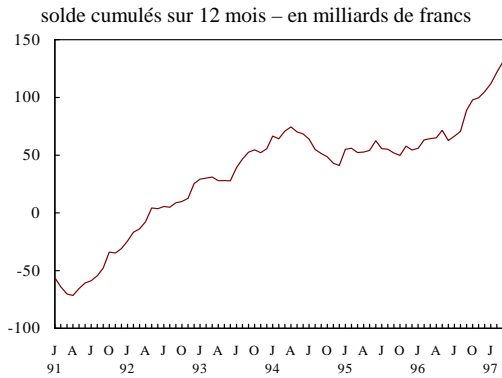
Les échanges au titre du *négoce international* se soldent par un excédent de 2 milliards de francs en mars, après + 0,6 milliard. Comme en février, le négoce pétrolier bénéficie d'une conjoncture favorable. Le solde du négoce cumulé sur les trois premiers mois de 1997 ressort à + 4,7 milliards de francs, contre + 4 milliards en 1996.

Par contraste, le solde des *services divers* aux entreprises, qui recouvre pour l'essentiel les services de coopération technique, s'affiche en repli d'une période à l'autre. Avec un solde à l'équilibre en mars, le cumul des trois premiers mois ressort à + 1,8 milliard de francs, en net retrait par rapport à celui enregistré sur la période correspondante de 1996 (+ 4,6 milliards), en raison d'un effet de ciseaux de 6,5 % sur les recettes, à la baisse, et les dépenses, en hausse. Plusieurs grands groupes ont, au cours de cette période, déclaré de fortes dépenses.

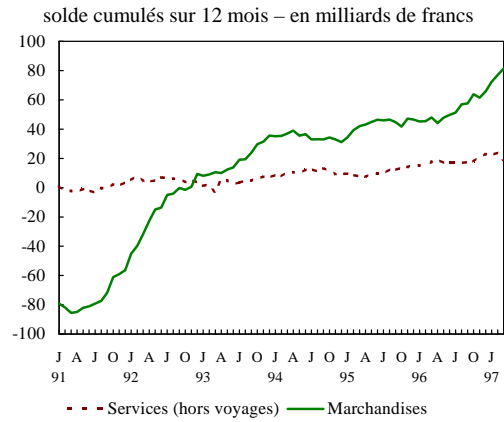
BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Méthodologie au 1^{er} janvier 1997

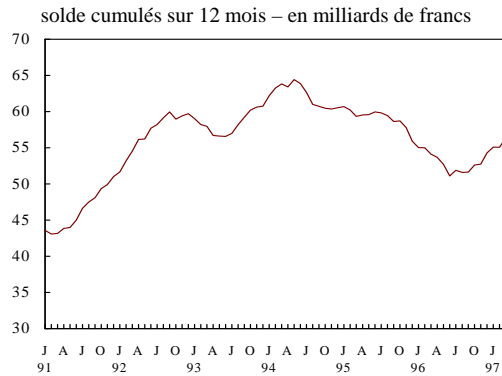
Transactions courantes



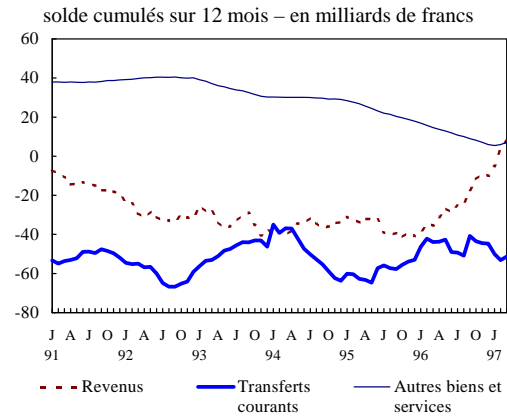
Marchandises et services (hors voyages)



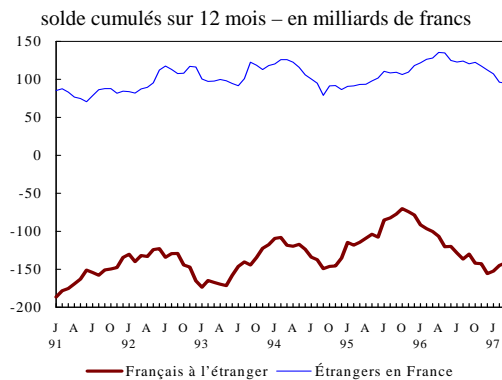
Voyages



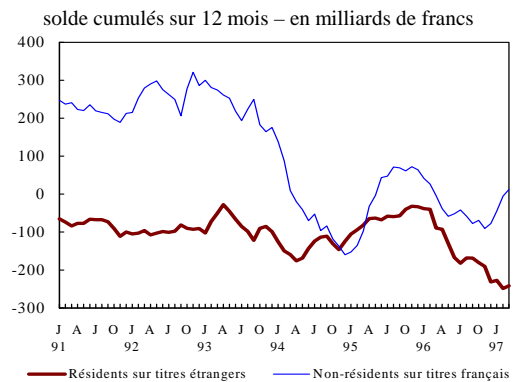
Autres lignes des transactions courantes



Investissements directs (a)



Investissements de portefeuille (a)



(a) En signe de balance

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85

Mise à jour le 5 juin 1997

Les revenus (en données cvs)

À + 0,6 milliard de francs, le solde des *revenus* s'inscrit en net repli par rapport à celui enregistré en février (+ 10,8 milliards). Cette évolution est avant tout due aux revenus des investissements directs, dont le solde atteint + 6 milliards de francs, après + 16,3 milliards en février. Les investissements de portefeuille ont, pour leur part, dégagé un déficit atténué d'un mois à l'autre (– 6,1 milliards de francs, contre – 0,5 milliard en février). À ce titre, d'importants décaissements sur coupons échus de BTAN ont été enregistrés.

Les *revenus des autres investissements* sont stables d'un mois sur l'autre (+ 2,3 milliards de francs en mars comme en février) ; sur les trois premiers mois de l'année, l'excédent s'élève à 8,4 milliards de francs, contre 5 milliards en 1996, principalement en raison du solde des opérations d'intérêts sur échanges financiers (*swaps*) de + 13,5 milliards de francs sur les trois premiers mois de 1997, contre + 4,7 milliards sur la période correspondante de 1996.

Les transferts courants (en données brutes)

Le déficit des transferts courants atteint 4,1 milliards de francs, après – 7,6 milliards en février (– 3,9 milliards, contre – 4,7 milliards, en données cvs). Les transferts avec les institutions européennes dégagent un solde de – 2,7 milliards de francs. Sur les trois premiers mois de l'année, les concours européens reçus au titre des transferts courants sont de 38,8 milliards de francs, soit un montant pratiquement identique à celui atteint à fin mars 1996 (38,3 milliards). Cela porte le solde net des opérations communautaires à + 14,1 milliards de francs, contre + 17,1 milliards à fin mars 1996, essentiellement en raison d'un effet de profil plus marqué qu'en 1996 des décaissements comptables en faveur des institutions communautaires.

4.2.2. Le compte de capital

(en données brutes)

Les transferts en capital dégagent, en mars, un solde de + 0,8 milliard de francs, essentiellement lié aux aides à l'investissement de la part du Feoga section garantie et du Feder.

4.2.3. Le compte financier

En mars 1997, les flux financiers se sont traduits par des sorties nettes de 24 milliards de francs. Les avoirs de réserve ont progressé de 4,7 milliards de francs.

Investissements directs

Les *investissements directs* (y compris les bénéfiques réinvestis) ont enregistré des sorties nettes de 4,8 milliards de francs. Les flux nets d'*investissements directs français à l'étranger* se sont soldés par des sorties à hauteur de 13,8 milliards de francs, essentiellement au titre des opérations à court terme entre affiliés.

Les flux d'*investissements directs étrangers en France* se sont traduits par des entrées à hauteur de 9,1 milliards de francs, les opérations de prêts et placements entre affiliés y contribuant davantage que les apports en capital.

Investissements de portefeuille

Les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine de sorties nettes de 51 milliards de francs.

Les résidents ont acquis pour 40 milliards de francs de titres étrangers, les achats d'obligations et titres assimilés (41,9 milliards, dont 41 % libellés en francs) et d'instruments du marché monétaire (10,3 milliards) étant en partie compensés par des ventes d'actions étrangères (11,4 milliards).

De leur côté, les non-résidents ont vendu pour 11 milliards de francs de titres français. Ils ont procédé à des ventes nettes d'OAT (pour 10,9 milliards de francs), de bons du Trésor (pour 2,5 milliards), de TCN (pour 3,7 milliards) et d'actions (pour 0,8 milliard). Hors titres de la dette publique négociable, ils ont acheté pour 6,8 milliards de francs d'obligations.

Autres investissements

Les *autres investissements* sont à l'origine d'entrées nettes de 36,5 milliards de francs, sous l'effet conjugué d'une baisse des avoirs de 14,9 milliards et d'une hausse des engagements de 21,6 milliards.

L'analyse par secteur montre que ces entrées nettes s'expliquent essentiellement par les opérations du secteur bancaire pour un montant de 33,9 milliards. Plus précisément, alors que les seules opérations des non-résidents en francs se sont traduites par des entrées nettes de 69,7 milliards de francs, celles en devises ont entraîné des sorties nettes de 35,8 milliards de francs.

Les flux enregistrés au titre des autorités monétaires et administrations publiques ont également provoqué des entrées, mais dans de moindres proportions (1,2 milliard de francs).

Quant au solde des opérations initiées par les autres secteurs, il est demeuré quasiment équilibré (-0,1 milliard de francs).

Avoirs de réserve

En mars 1997, les avoirs de réserve bruts ont progressé de 4,7 milliards de francs, après une hausse de 4,2 milliards en février.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

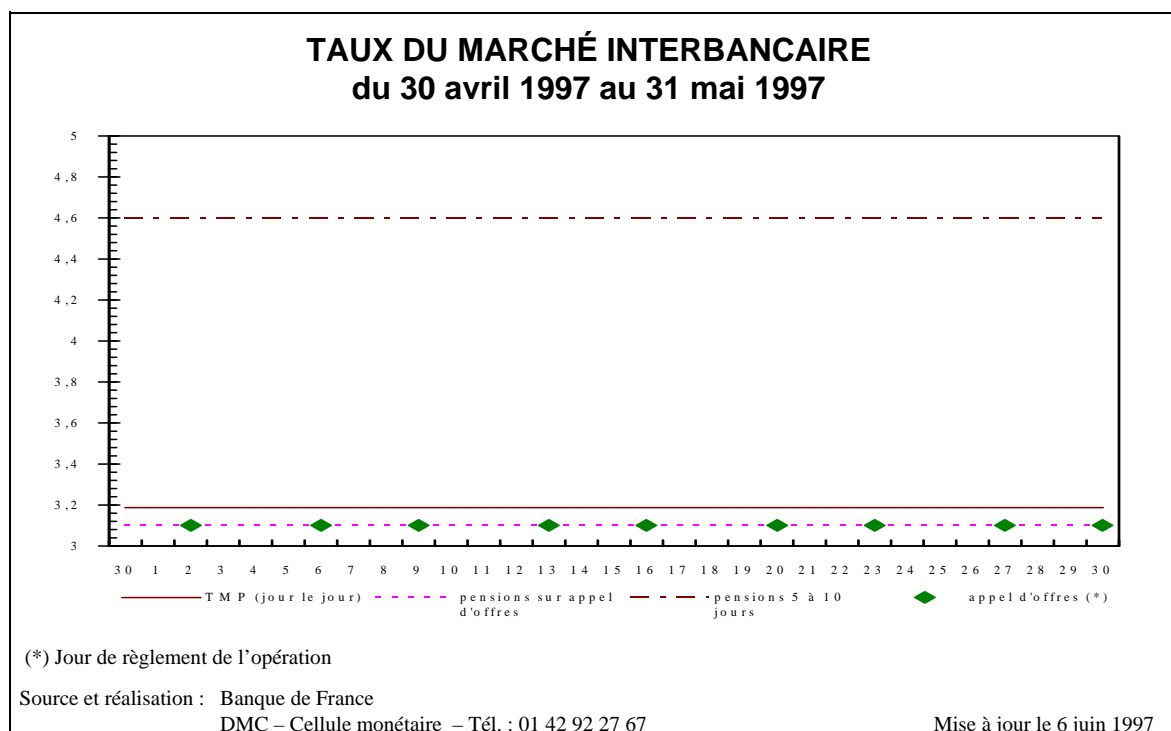
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois de mai, les marchés de taux d'intérêt ont montré une évolution plutôt heurtée : relativement stables en début de période, les rendements se sont quelque peu détendus à compter du 12 mai, avant de connaître une phase de remontée graduelle puis de tensions plus prononcées à partir du 26 mai.

Les taux courts ont bénéficié, dans un premier temps, de la bonne tenue du change et de sondages électoraux jugés favorables par les opérateurs. C'est ainsi qu'à la fin de la première quinzaine, la baisse des rendements avait annulé le mouvement de hausse intervenu depuis l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale, le 21 avril. À partir du 26 mai, les résultats du premier tour des élections législatives ont provoqué un vif repli du marché qui est allé de pair avec un regain de volatilité des taux. Ce mouvement s'est néanmoins interrompu à l'approche du second tour pour laisser place à une nette détente au début du mois de juin, après la désignation du nouveau gouvernement.

Les rendements obligataires ont bénéficié de la bonne orientation, jusqu'à la mi-mai, du marché de taux courts et de l'effet d'entraînement du marché obligataire américain. Par la suite, le recul de ce dernier, lié à la vigueur non démentie de la croissance économique outre-Atlantique, a orienté les taux longs français à la hausse. Toutefois, le marché a été soutenu par la forte demande des investisseurs institutionnels résidents. D'une fin de mois à l'autre, on observe néanmoins une réduction des écarts entre les taux longs américains et les taux longs français, l'écart sur les taux à dix ans revenant de 115 à 101 points de base.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour s'est maintenu tout au long du mois dans une fourchette comprise entre 3 1/8 % et 3 1/4 %.

Les réserves obligatoires constituées quotidiennement sur la période 16 avril-15 mai se sont élevées à 19,9 milliards de francs (dont 14,3 milliards sous forme de billets), pour une moyenne requise de 19,2 milliards.

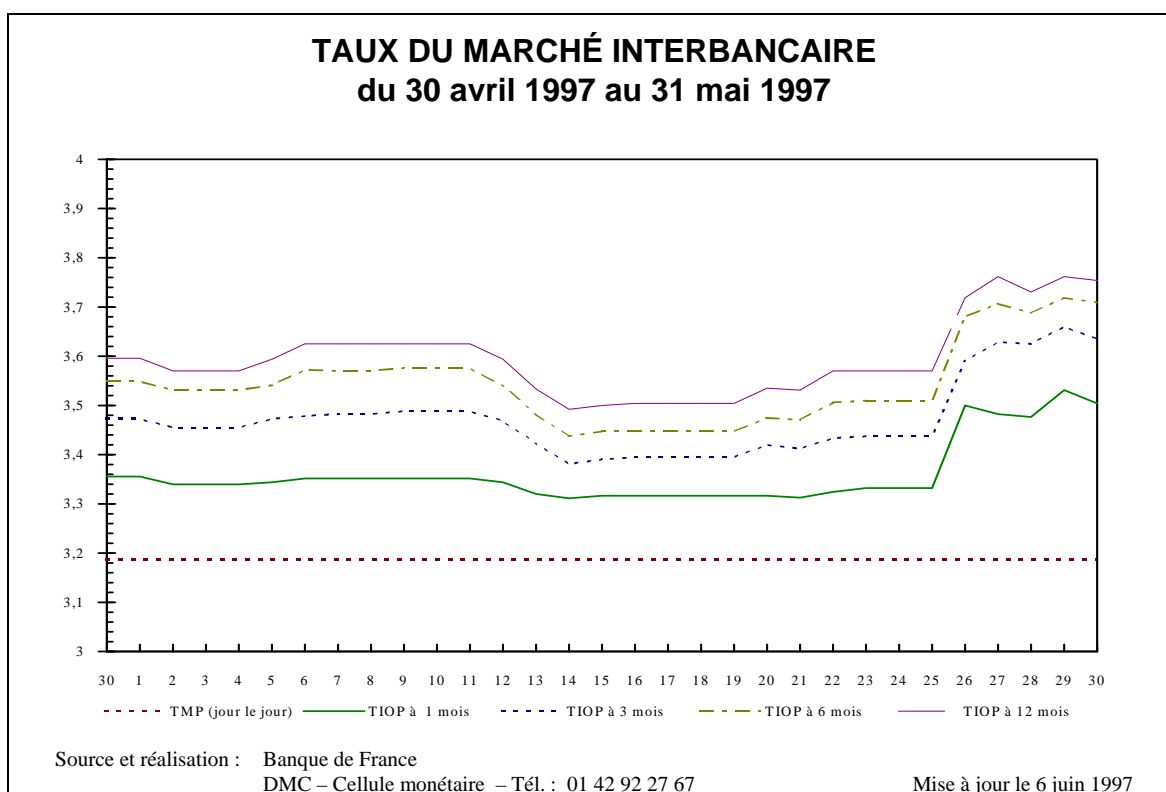
ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)			
	<i>(en milliards de francs)</i>		
	Avril 1997	Mai 1997	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 249,1	- 250,8	- 1,7
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	- 4,6	- 5,6	- 1,0
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	139,0	138,7	- 0,4
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	9,0	9,3	0,3
DIVERS	1,4	- 3,6	- 4,9
TOTAL	- 104,3	- 112,0	- 7,6
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	76,7	70,6	- 6,1
– Autres pensions	16,6	28,5	11,9
– Bons du Trésor achetés ferme	12,5	13,3	0,8
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 1,5	- 0,4	1,1
TOTAL	104,3	112,0	7,6

(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 6 juin 1997

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



Après une première décade de relative stabilité, les taux courts se sont détendus à partir du 12 mai sous l'influence principalement de la bonne tenue du franc sur les marchés de change.

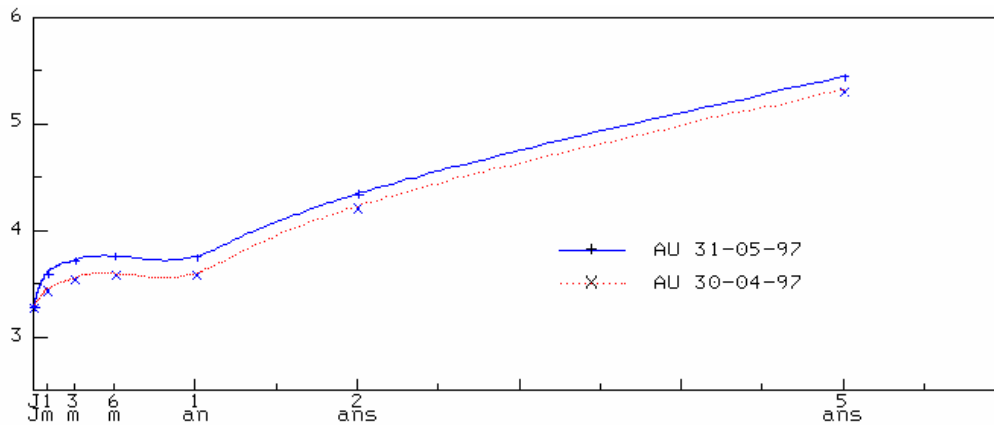
Si l'approche des élections législatives a entraîné des tensions très modérées sur les taux interbancaires, les résultats du premier tour ont, en revanche, été suivis par une vive hausse des rendements sur toutes les échéances.

Ces tensions se sont toutefois rapidement apaisées et les taux se sont finalement établis à un niveau supérieur d'une quinzaine de points de base à celui du début de période.

L'augmentation des taux a été pratiquement homothétique sur les différentes échéances, de sorte que la pente de la courbe des rendements n'a pas varié significativement.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	30 avril 1997	31 mai 1997	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,3555	3,5039	0,1484
TIOP à 3 mois.....	3,4727	3,6348	0,1621
TIOP à 6 mois.....	3,5488	3,7090	0,1602
TIOP à 1 an.....	3,5957	3,7539	0,1582
Taux à 2 ans.....	4,2200	4,3400	0,1200
Taux à 5 ans.....	5,3200	5,4500	0,1300

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

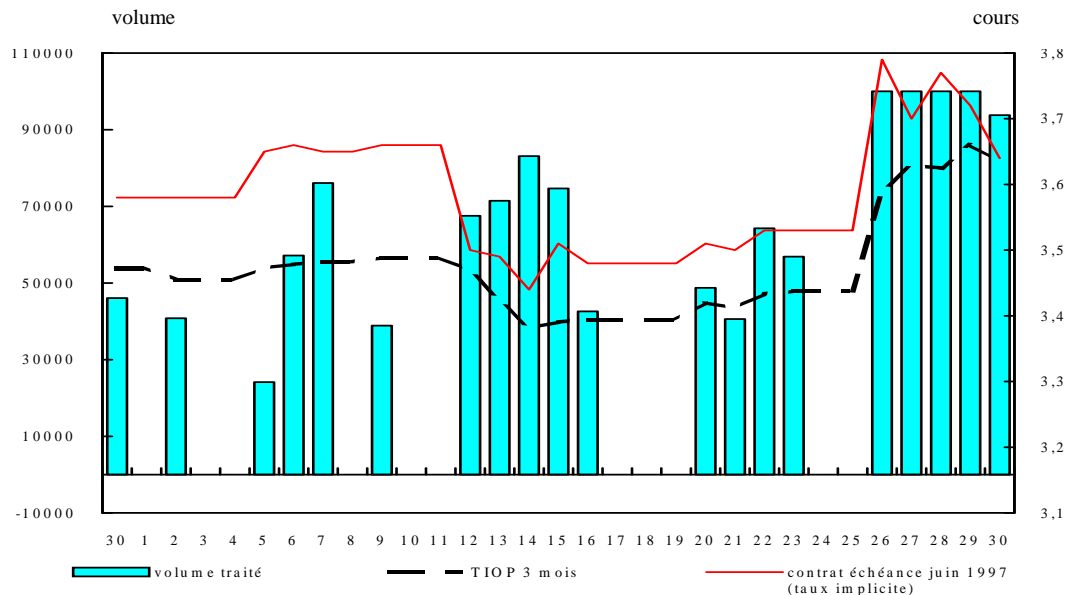


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1997

Sur le Matif, les taux implicites du contrat Pibor ont évolué de façon parallèle aux taux au comptant. Au 30 mai, la prime des taux futurs sur les taux au comptant s'établissait à 13 points de base sur l'échéance de juin et à 5 points de base sur l'échéance de septembre.

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



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

Mise à jour le 6 juin 1997

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de mai, le Trésor a procédé à l'adjudication de 86,2 milliards de francs de bons à taux fixe (dont 21,5 milliards de francs de BTAN et 64,7 milliards de francs de BTF).

L'encours total de bons en circulation s'élevait, le 30 mai 1997, à 1 135,2 milliards de francs, en légère augmentation par rapport à celui observé à la fin du mois précédent (1 093,2 milliards). Le montant des bons en écus est resté stable à 7,2 milliards d'écus.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
5 mai 1997	BTF	13 sem.	36 079	14 424	1 445	3,31	3,32	3,41	3,57
5 mai 1997	BTF	42 sem.	11 750	3 004	0	3,43	3,44	3,49	3,56
12 mai 1997	BTF	13 sem.	41 872	11 430	1 440	3,28	3,28	3,37	3,56
12 mai 1997	BTF	29 sem.	19 863	6 852	859	3,36	3,38	3,45	3,62
15 mai 1997	BTAN 4,75 %	2 ans	29 000	9 530	0	101,98	101,96	3,63	4,09
15 mai 1997	BTAN 4,75 %	5 ans	29 182	11 982	432	100,65	100,63	4,59	5,16
20 mai 1997	BTF	13 sem.	36 100	11 009	1 000	3,26	3,26	3,35	3,51
20 mai 1997	BTF	28 sem.	14 950	3 283	280	3,34	3,34	3,41	3,55
26 mai 1997	BTF	13 sem.	28 040	9 662	654	3,41	3,43	3,51	3,69
26 mai 1997	BTF	52 sem.	11 050	5 008	0	3,57	3,60	3,63	3,77

(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 6 juin 1997

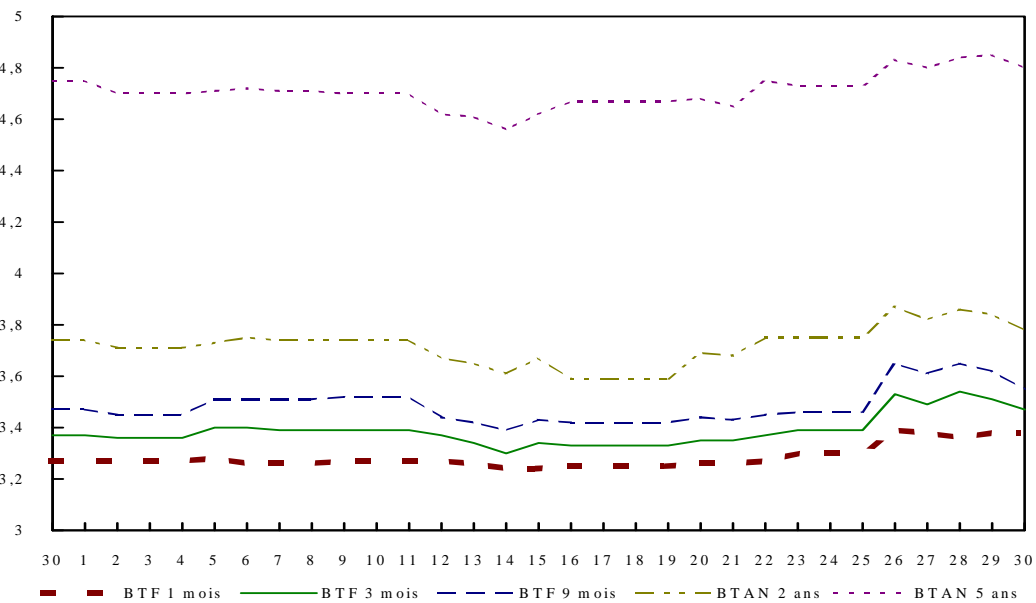
Entre les dernières adjudications d'avril et de mai, les taux à l'émission ont progressé de 10 points de base sur les BTF 13 semaines et de 15 points de base sur les BTF 28 semaines.

S'agissant des BTAN 5 ans, les taux à l'émission ont diminué de 14 points de base entre l'adjudication du 17 avril et celle du 15 mai.

Marché secondaire

Au cours du mois de mai, les évolutions du marché des bons du Trésor ont reflété, pour l'essentiel, les incertitudes liées à la situation politique domestique. Stables, voire en léger repli sur la première partie du mois, les rendements des bons du Trésor se sont inscrits en hausse à compter du milieu de la période sous revue. Ce décalage, modéré initialement, s'est accentué au lendemain des résultats du premier tour des élections législatives. Il s'est avéré plus particulièrement marqué sur le segment court et intermédiaire (inférieur à 2 ans), entraînant un aplatissement de la courbe des rendements des bons du Trésor.

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 avril 1997 au 31 mai 1997

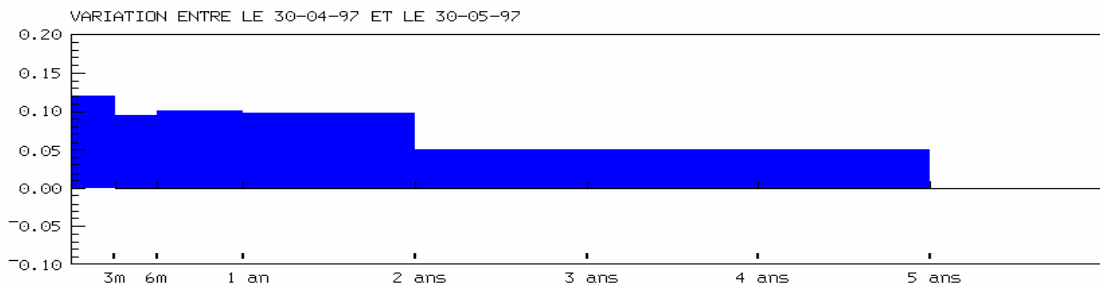
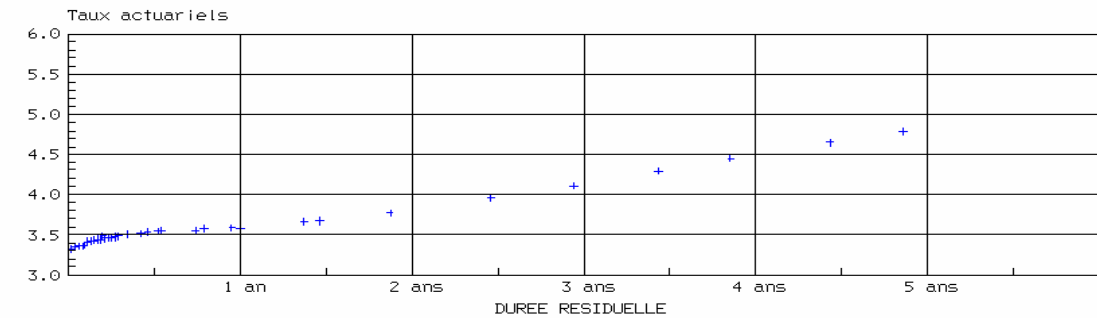


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1997

Sur les BTF, les rendements ont progressé ainsi de 7 à 10 points de base, de façon homogène sur l'ensemble des échéances du mois à l'année. Sur les BTAN, la hausse des rendements a été de même ampleur sur les maturités inférieures à 2 ans. Au-delà, de 2 à 5 ans, elle s'est avérée plus modeste, de l'ordre de 4 à 5 points de base.

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

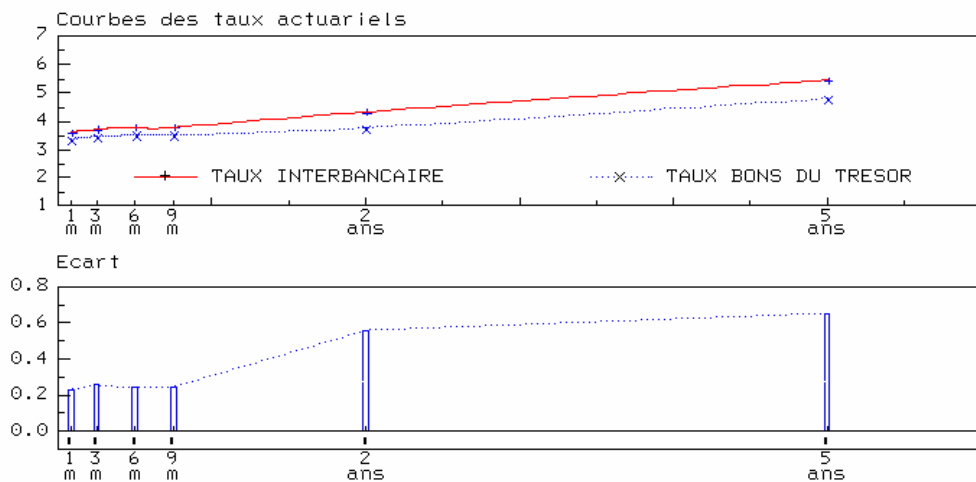


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1997

Les écarts par rapport aux taux interbancaires se sont amplifiés au cours du mois sous revue. Sur le segment à moins d'un an, ces écarts sont ainsi repassés au-dessus de 20 points de base. De même, la réaction plus marquée des taux interbancaires à l'incertitude politique a entraîné, sur les maturités 2 ans à 5 ans, une progression marquée des écarts entre titres d'État et taux interbancaires.

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

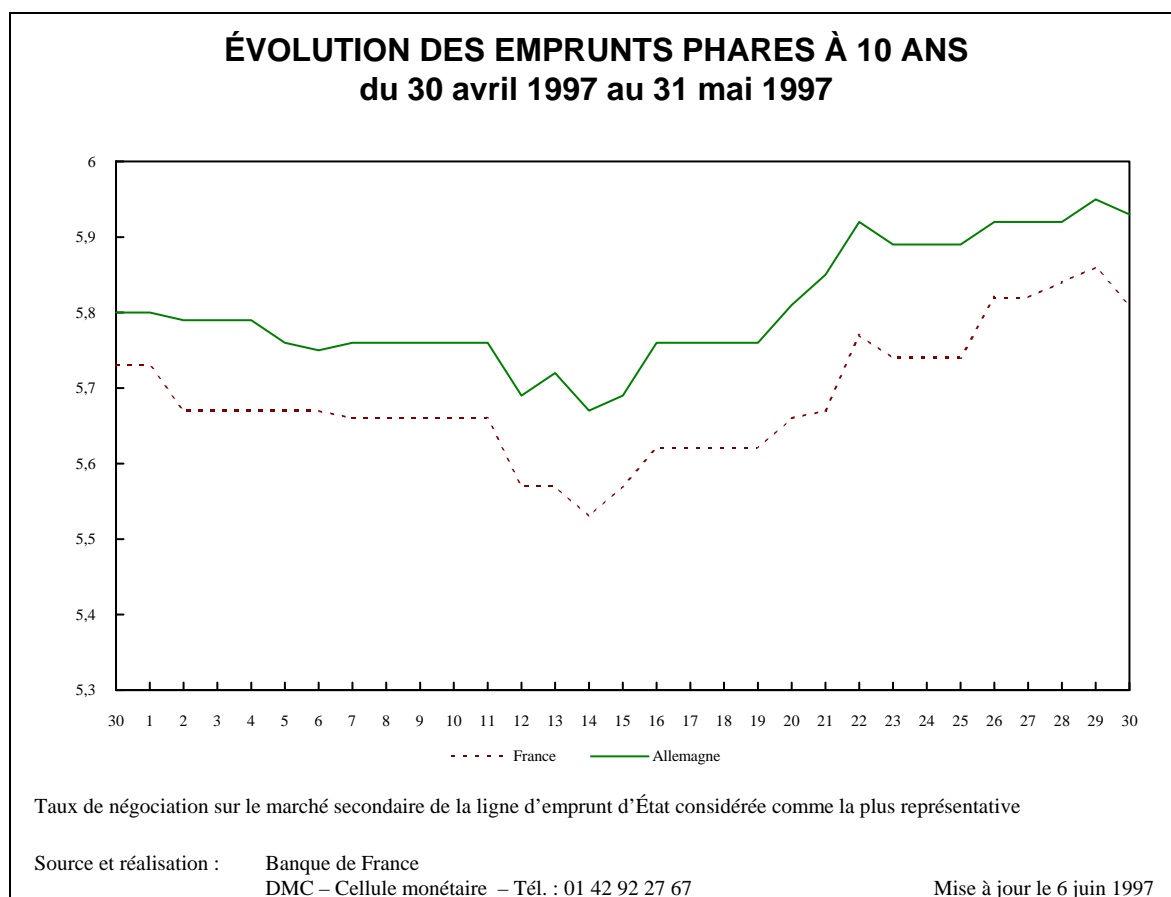


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1997

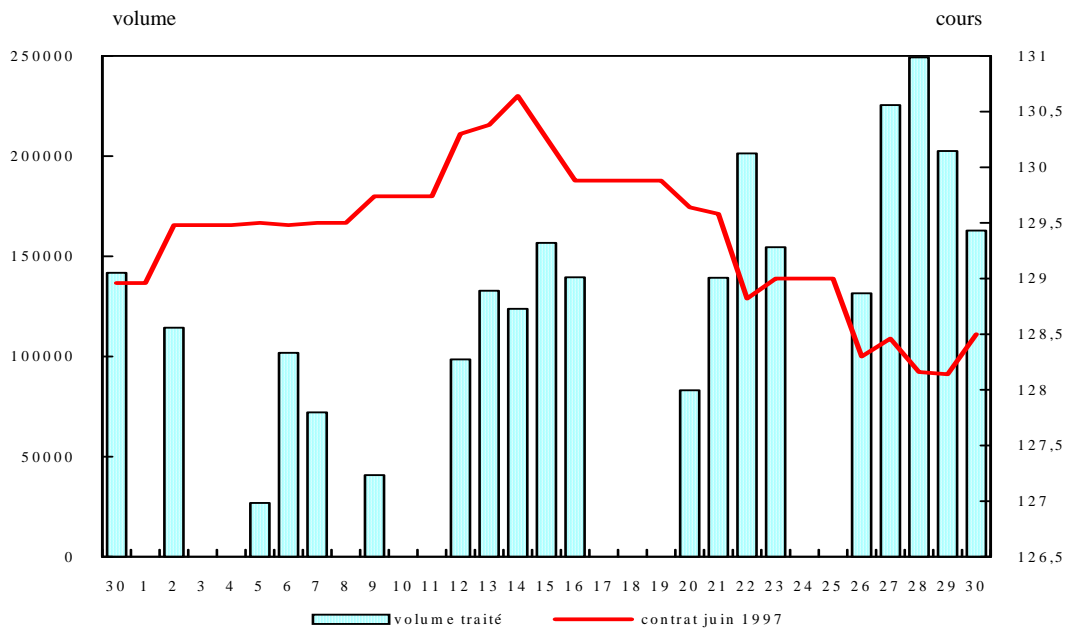
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché des titres d'État français — peu affecté par la tenue d'élections législatives anticipées — n'a enregistré au cours du mois de mai qu'un faible repli, concentré sur la seconde quinzaine.



Au total, ce faible mouvement a provoqué une légère pentification de la partie longue de la courbe des taux, les rendements à 30 ans, 10 ans et 5 ans progressant respectivement de 6 points de base, 4 points de base et 2 points de base. Parallèlement, le cours du principal contrat notionnel a cédé, durant le mois, 40 points de base dans un volume moyen quotidien relativement étoffé de 153 500 lots échangés sur le Matif.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 30 avril 1997 au 31 mai 1997



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

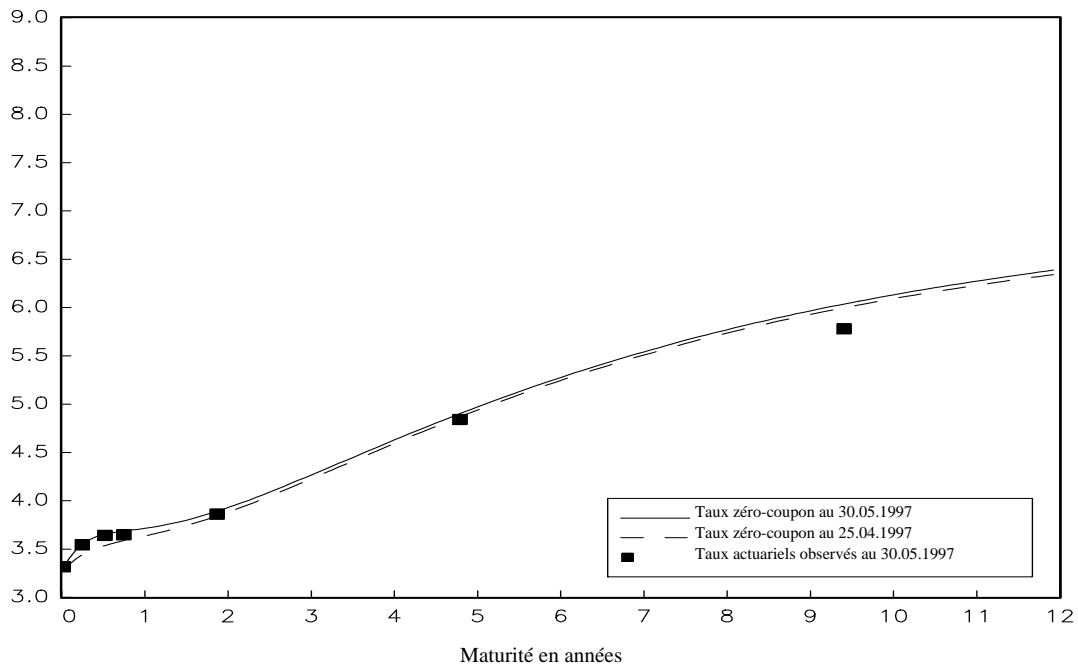
Mise à jour le 6 juin 1997

Jusqu'au milieu du mois de mai, le marché français des titres longs a évolué sur une note stable, continuant d'être peu sensible à l'annonce, le 21 avril, de la dissolution de l'Assemblée nationale par le président de la République.

Par la suite, dans le sillage de la dégradation des marchés obligataires américain, sous l'effet de signes d'une forte activité économique, et allemand, le marché obligataire français s'est inscrit en baisse dans des proportions toutefois limitées, les forts besoins d'investissement des investisseurs institutionnels domestiques constituant un facteur de soutien majeur pour le marché français.

Par conséquent, l'écart entre l'OAT et le *Bund* d'échéance 10 ans (dont les rendements ont progressé respectivement de 4 à 11 points de base) s'est sensiblement élargi au cours de la période sous revue, passant de - 7 points de base à - 14 points de base.

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



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

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

Mise à jour le 6 juin 1997

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

(arrêtée au 9)

Les rendements obligataires français se sont détendus au cours des premiers jours du mois de juin. La tendance favorable du marché américain et les prises de position du gouvernement français sur le respect du calendrier de l'euro ont favorisé une baisse des rendements.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 361,1 milliards de francs à la fin du mois de mai, contre 1 368,5 milliards à fin avril. Cette baisse peut surtout être constatée sur l'encours des billets de trésorerie avec un recul de 8,2 milliards de francs ainsi que sur celui des bons des institutions et des sociétés financières qui a diminué de 3,2 milliards. À l'inverse, l'encours des certificats de dépôt a progressé de 2,6 milliards de francs et celui des bons à moyen terme négociables a marqué une légère hausse, de 1,6 milliard.

Les moyennes de taux à l'émission observés sur l'ensemble des titres émis à moins d'un an reflètent une progression provenant des tensions relevées sur les marchés au cours de la dernière semaine du mois. À l'opposé, les taux de rendement relatifs aux bons à moyen terme négociables se sont globalement inscrits en recul.

Dans un contexte caractérisé d'abord par une baisse des taux d'intérêt puis par leur hausse après le premier tour des élections législatives, les émissions obligataires réglées en mai ont de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution reflète une diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur, d'une part, un léger accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents, d'autre part.

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 653,1 milliards de francs le 30 mai, contre 650,7 milliards le 25 avril et 635 milliards le 28 mars.

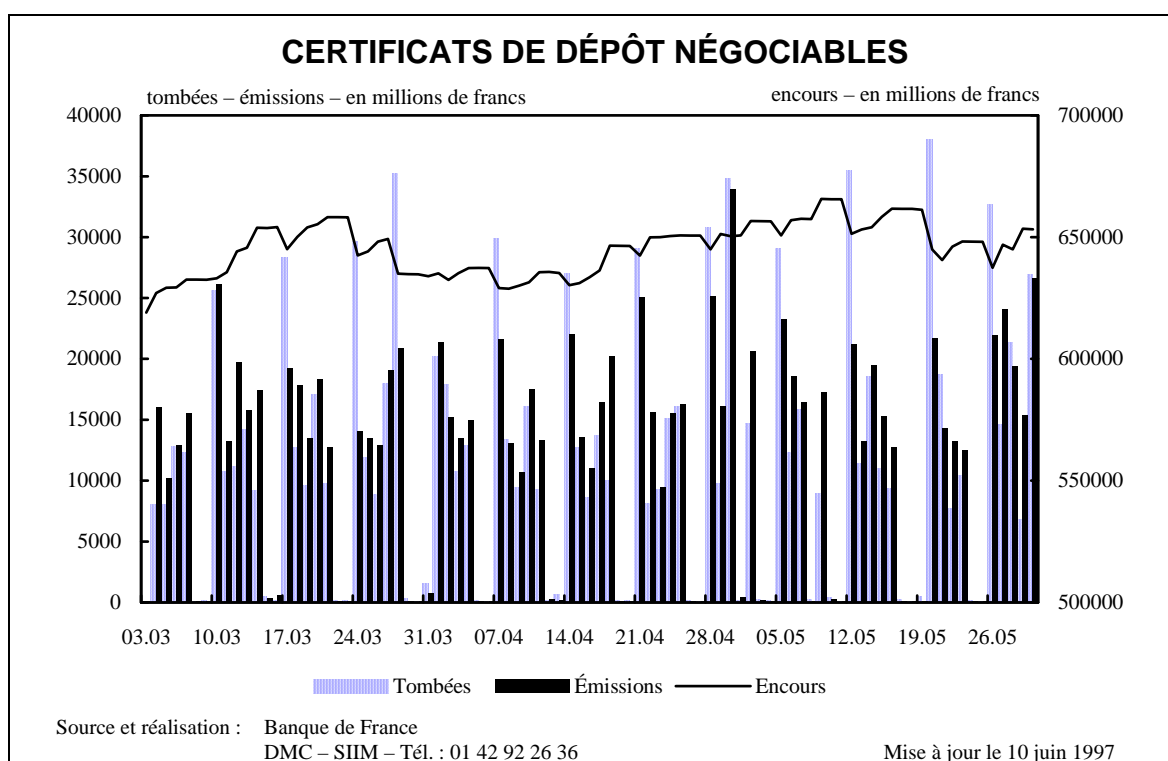
Les émissions réalisées au cours du mois de mai ont atteint 424,4 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 308,6 milliards en avril et 335,8 milliards en mars (respectivement 422 milliards, contre 292,9 milliards et 318,3 milliards, pour les tombées).

Quatorze émetteurs ont augmenté leur encours au-delà de 1 milliard de francs et six d'entre eux de plus de 2 milliards : la Deutsche Bank (4,2 milliards), l'Union de banque suisse (3,4 milliards), le Crédit commercial de France (3,2 milliards), la Banque internationale de placement (2,2 milliards), la Banque nationale de Paris (2,2 milliards) et la Sofaxbanque (2,1 milliards). À l'opposé, dix émetteurs ont enregistré une décreue supérieure à 1 milliard de francs pendant la même période ; les baisses les plus conséquentes, supérieures à 2 milliards de francs, concernent la Caisse des dépôts et consignations (6,6 milliards), la Morgan Guaranty Trust (4,7 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (3,4 milliards), la Société générale (3,3 milliards), la Rabobank (2,3 milliards) et la Banque Indosuez (2,3 milliards).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* est restée assez similaire à celle des deux mois précédents. Les établissements de crédit ont représenté 33,7 % du montant total d'émission, contre 30,3 % le mois passé, devant les sociétés et entreprises individuelles (25,3 %), les OPCVM (18,7 %), et les assurances, caisses de retraite et mutuelles (16,1 %).

Les diverses plages de *durées à l'émission* ont été sollicitées dans des proportions proches de celles du mois d'avril. La part des émissions effectuées entre dix jours et moins d'un mois s'est établie à 21,8 % de la production, contre 21,9 % pour le mois précédent ; la plage comprise entre un mois et trois mois a recueilli 39,2 % du montant global d'émission (contre 40,8 %) et les opérations d'une durée initiale supérieure à trois mois et inférieure à six mois ont représenté 37,1 % du total (contre 34,1 % en avril).

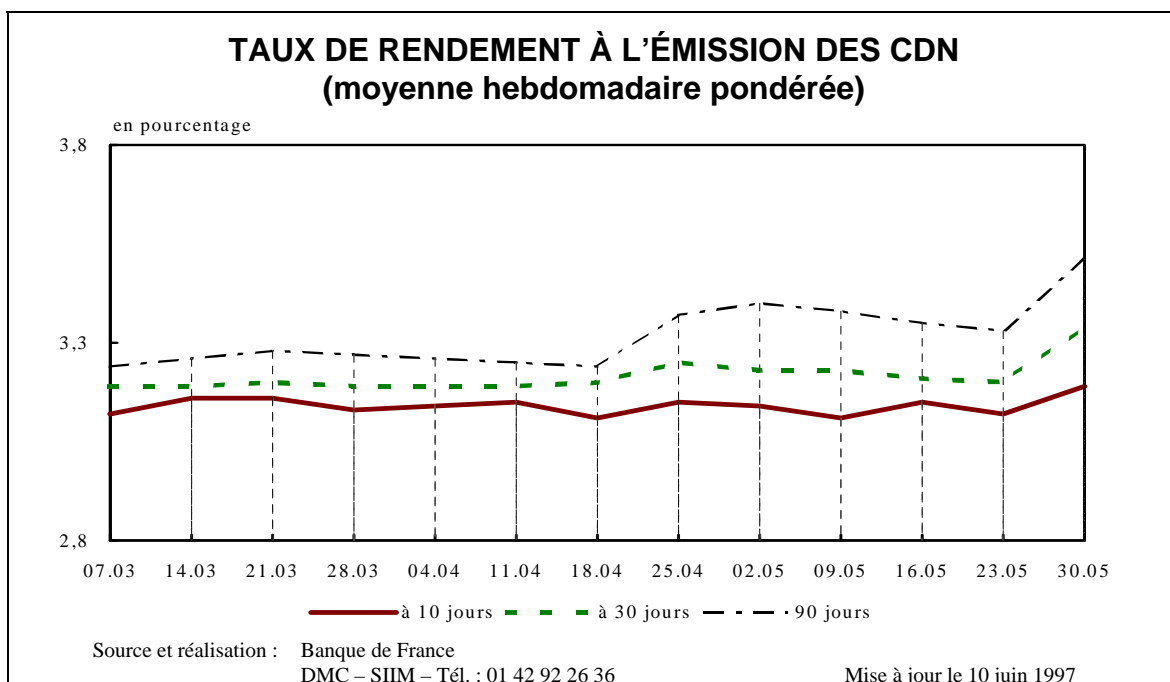
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	92,5	21,8
De 1 mois à moins de 3 mois	166,3	39,2
De 3 mois à moins de 6 mois	157,4	37,1
De 6 mois à 1 an	8,2	1,9
Total	424,4	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 336 le 30 mai, contre 335 le 25 avril et 337 le 28 mars.

Les *taux à l'émission* se sont légèrement détendus entre le 28 avril et 23 mai puis se sont sensiblement appréciés au cours de la dernière semaine de la période. Calculés en moyenne mensuelle pondérée, les écarts s'échelonnent entre 5 points de base pour les certificats à un mois, 12 points de base pour ceux à trois mois et six mois et 16 points de base pour les titres émis à un an.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	28 avril au 2 mai	5 au 9 mai	12 au 16 mai	20 au 23 mai	26 au 30 mai
Certificats à 10 jours (moyenne).....	3,14	3,11	3,15	3,12	3,19
Certificats à 30 jours (moyenne).....	3,23	3,23	3,21	3,20	3,34
Certificats à 90 jours (moyenne).....	3,40	3,38	3,35	3,33	3,51
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	2,83	2,80	2,80	2,80	2,80
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,32	3,31	3,27	3,28	3,28
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,34	3,34	3,31	3,31	3,48
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,38	3,35	3,34	3,33	3,53



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

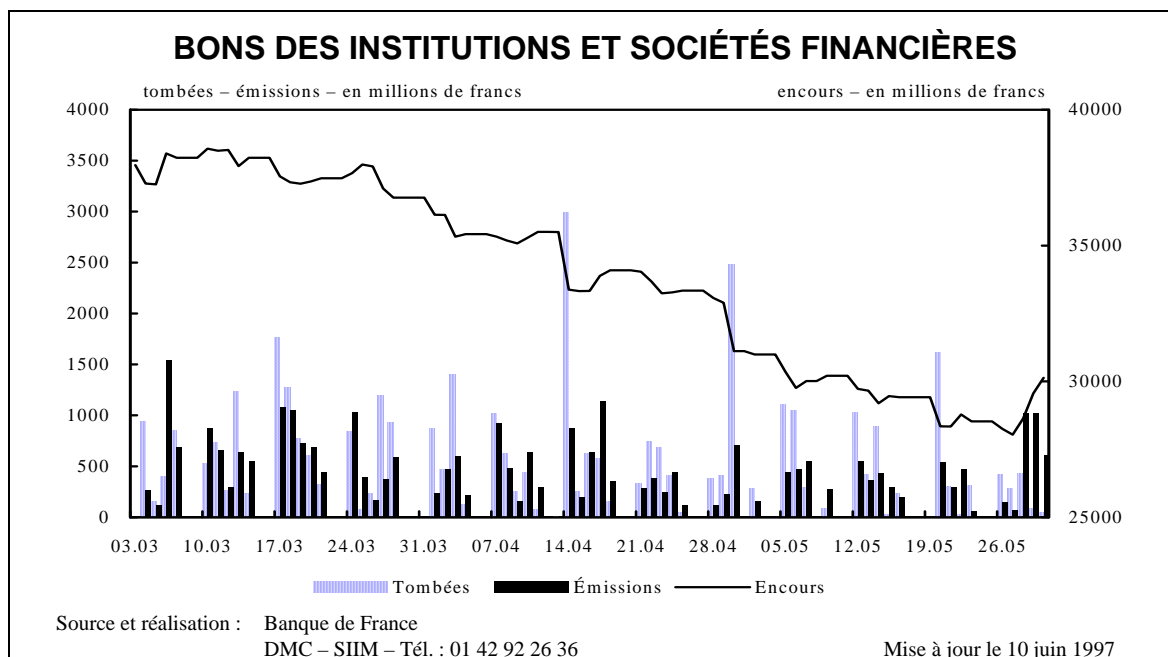
L'encours de ces bons se montait à 30,1 milliards de francs le 30 mai, contre 33,3 milliards le 25 avril et 36,8 milliards le 28 mars. À fin décembre, 80,3 % de l'encours global correspondait aux opérations de cinq émetteurs disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, dont 33,3 % pour le Crédit local de France, soit 10 milliards de francs.

Les émissions réalisées au cours du mois de mai ont atteint 9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 8,7 milliards en avril et 14,8 milliards en mars (respectivement 12,2 milliards, contre 12,1 milliards et 14,9 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de BISF s'est légèrement amenuisée par rapport au mois précédent (56,9 %, contre 62,8 %) tout en restant prédominante. Les OPCVM ont acquis 30 % des titres émis, les administrations publiques et privées 8,9 % (contre 4,5 % en avril), le solde provenant essentiellement des sociétés et entreprises individuelles (3,4 %).

Les *durées à l'émission* ont été marquées par un léger glissement de la part des opérations effectuées entre un mois et trois mois (20,3 % du total, contre 25,0 % en avril) au profit des durées comprises entre trois mois et six mois (72,2 %, contre 68,1 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	0,3	3,3
De 1 mois à moins de 3 mois	1,8	20,3
De 3 mois à moins de 6 mois	6,5	72,2
De 6 mois à 1 an	0,4	4,2
Total	9,0	100,0



Calculés en moyenne mensuelle pondérée, les *taux de rendement à l'émission* se sont sensiblement tendus sur les durées de trois mois et six mois, termes les plus traités, les taux gagnant respectivement 16 points de base et 22 points de base.

Billets de trésorerie (BT)

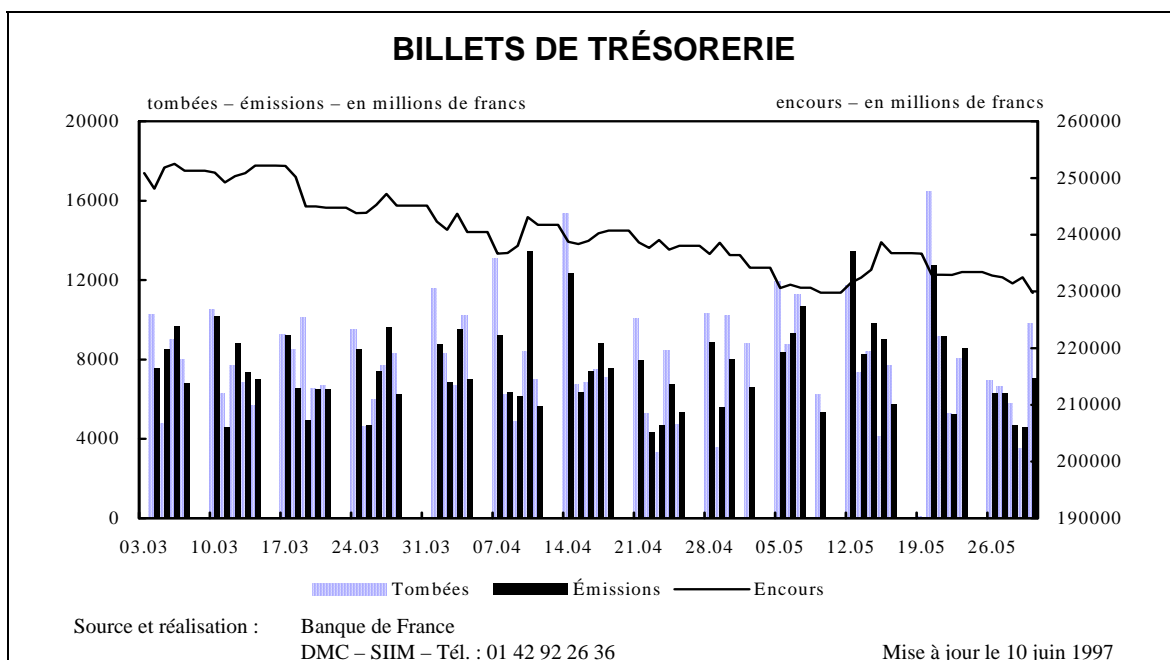
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 229,8 milliards de francs le 30 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 238 milliards le 25 avril et 245,1 milliards le 28 mars. Le 30 mai, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 96, contre 95 à fin avril et 97 à fin mars. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 173,8 milliards de francs, contre 144,5 milliards en avril et 149,7 milliards en mars (respectivement 182,1 milliards, contre 151,6 milliards et 155,6 milliards, pour les tombées).

Cinq émetteurs ont accru leur encours de plus de 1 milliard de francs au cours du mois ; il s'agit d'EDF (1,6 milliard), Lafarge (1,4 milliard), Rhône-Poulenc, Danone Finance et Pernod-Ricard Finance (1,1 milliard chacun). Dans le même temps, cinq émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : la Compagnie générale des eaux (5,6 milliards), la Cades (2,4 milliards), Total CFP (1,9 milliard), Morgan Stanley Group (1,2 milliard) et les AGF Cash (1,2 milliard).

Les établissements de crédit ont souscrit 77 % des titres émis, contre 75 % le mois précédent. La part des OPCVM a représenté 13,1 % de la production et celle des sociétés et entreprises individuelles 6,3 %.

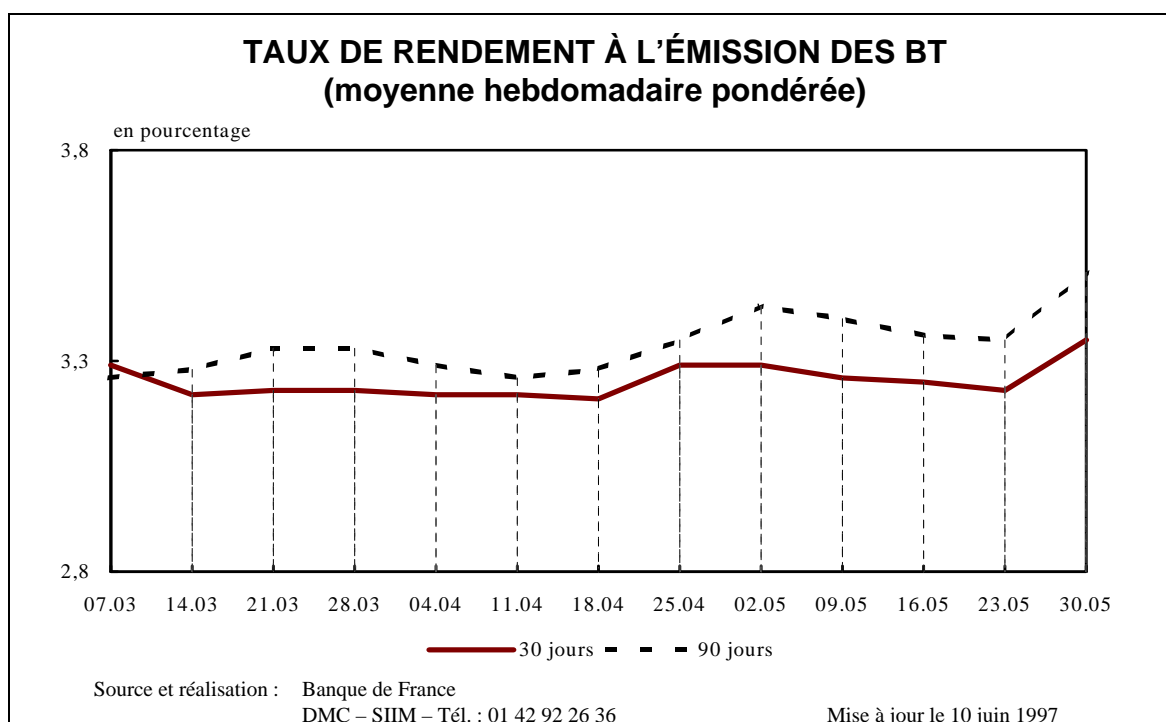
La répartition mensuelle des émissions par durée a peu varié par rapport au mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentrée sur les durées comprises entre un mois et trois mois, avec 74,3 % du montant global, les opérations à moins d'un mois ont constitué 11,3 % du total et celles comprises entre trois mois et six mois 12,3 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	19,6	11,3
De 1 mois à moins de 3 mois.....	129,1	74,3
De 3 mois à moins de 6 mois.....	21,4	12,3
De 6 mois à 1 an.....	3,7	2,1
Total.....	173,8	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* des billets de trésorerie, après avoir légèrement reculé pendant les quatre premières semaines de la période sous revue, se sont très nettement tendus à partir du 26 mai. Calculés en moyenne mensuelle, les rémunérations gagnent entre 4 points de base et 12 points de base selon les échéances.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	28 avril au 2 mai	5 au 9 mai	12 au 16 mai	20 au 23 mai	26 au 30 mai
Billets à 10 jours (moyenne)	–	–	3,20	3,20	3,35
Billets à 30 jours (moyenne)	3,29	3,26	3,25	3,23	3,35
Billets à 90 jours (moyenne)	3,43	3,40	3,36	3,35	3,51
Billets de 20 à 40 jours (plus bas).....	3,22	3,19	3,19	3,16	3,22
Billets de 20 à 40 jours (plus haut)	3,40	3,42	3,36	3,35	3,56
TIOP à 1 mois (plus bas).....	3,34	3,34	3,31	3,31	3,48
TIOP à 1 mois (plus haut)	3,38	3,35	3,34	3,33	3,53



Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 448,1 milliards de francs le 30 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 446,5 milliards au 25 avril et 444,5 milliards au 28 mars.

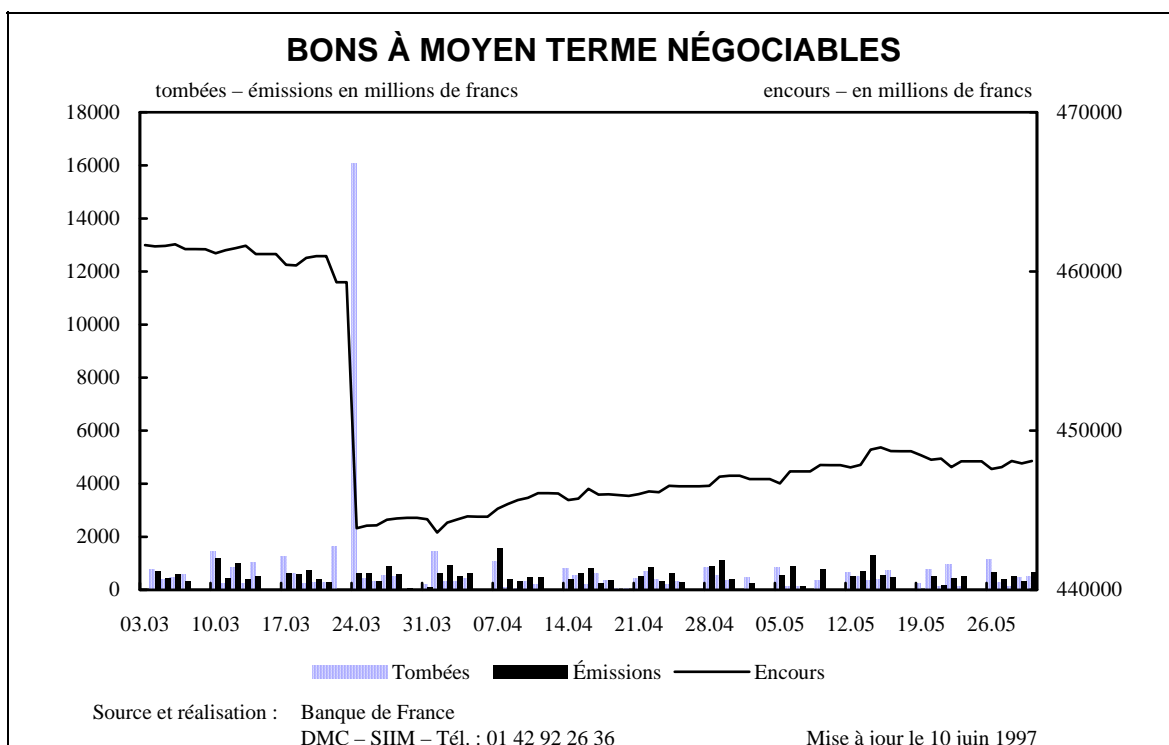
Les émissions réalisées au cours du mois de mai se sont élevées à 12,6 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 11,1 milliards en avril et 11,8 milliards en mars (respectivement 11,1 milliards, contre 9,1 milliards et 29,3 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 241 au 30 mai, contre 238 au 25 avril et 239 au 28 mars. L'entreprise Union Finance Grains, union de coopératives agricoles, a émis, pour la première fois sur le marché, à hauteur de 140 millions de francs. Les progressions d'encours les plus significatives pendant la période sous revue concernent le Crédit lyonnais (1 milliard de francs), la Compagnie bancaire (974 millions), la Caisse des dépôts et consignations (757 millions), Axa Banque (550 millions) et Demachy Worms (500 millions), alors que les baisses les plus conséquentes se rapportent à la Caisse centrale des caisses d'épargne (1,2 milliard), et au Morgan Stanley Group (0,9 milliard).

La répartition par catégorie de *souscripteurs* fait apparaître un accroissement de la part des OPCVM, avec 19,4 % du montant global d'émission, contre 10,2 % précédemment sur le marché et une diminution de celle des assurances, caisses de retraite et mutuelles qui s'est rétractée à 6,9 % du total, contre 14,3 % au mois d'avril. Les établissements de crédit restent les principaux intervenants sur le marché primaire, leur participation se chiffrant à 61,4 % de la production, alors que la part des sociétés et entreprises individuelles s'est élevée à 8,2 %.

L'essentiel des émissions, soit 90,0 % du montant total, a été réalisé sur des durées inférieures à cinq ans : 30,0 % entre un an et deux ans, 29,0 % de deux à trois ans (contre 42,8 % en avril) et 27,5 % de trois à cinq ans (contre 15,3 %). Les émissions à plus de sept ans ont constitué 6,3 % de la production.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	3,8	30,0
De 2 ans à moins de 3 ans	3,6	29,0
De 3 ans à moins de 5 ans	3,5	27,5
De 5 ans à moins de 7 ans	0,9	7,2
De 7 ans et plus	0,8	6,3
Total	12,6	100,0



Les *taux à l'émission* ont globalement reculé par rapport au mois précédent, seuls les taux des bons émis sur la durée de trois ans s'appréciant de 6 points de base. Ainsi, les rémunérations relatives aux titres d'une durée initiale de deux ans reculent de 9 points de base et celles se rapportant aux BMTN émis à cinq ans perdent 23 points de base.

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1996		1997		
	Mai	Décembre	Mars	Avril	Mai
SICAV	1 762,7	1 638,4	1 672,6	1 670,2	1 688,6
– monétaires	993,9	843,3	830,3	834,3	844,6
– obligations et autres titres de créance	457,0	469,4	475,0	469,4	466,9
– actions	191,7	200,0	225,3	223,4	231,7
– diversifiées	118,0	123,1	138,9	139,9	142,2
– garanties	2,1	2,6	3,1	3,2	3,2
FCP	1 078,4	1 128,1	1 239,5	1 258,5	1 282,8
– monétaires	333,0	288,8	309,7	307,9	312,7
– obligations et autres titres de créance	317,5	347,1	362,9	364,5	366,7
– actions	89,1	102,2	118,0	118,3	124,9
– diversifiés	238,5	272,8	318,2	332,6	341,0
– garantis	100,3	117,2	130,7	135,2	137,5
OPCVM	2 841,1	2 766,5	2 912,1	2 928,7	2 971,4
– monétaires	1 326,9	1 132,1	1 140,0	1 142,2	1 157,3
– obligations et autres titres de créance	774,5	816,5	837,9	833,9	833,6
– actions	280,8	302,2	343,3	341,7	356,6
– diversifiés	356,5	395,9	457,1	472,5	483,2
– garantis	102,4	119,8	133,8	138,4	140,7

Source : Commission des opérations de bourse
Réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14

Mise à jour le 5 juin 1997

En mai, l'encours de titres d'OPCVM monétaires a atteint 1 157,3 milliards de francs. Cette progression de 15,1 milliards de francs est principalement due à une reprise des souscriptions, après un mouvement de rachats quasiment ininterrompu depuis septembre 1996.

L'encours de titres d'OPCVM « obligations » a été stable (833,6 milliards de francs). La baisse du rendement de ce type de placement explique le mouvement de rachats des derniers mois (près de 3 milliards de francs en avril).

Les encours de titres d'OPCVM « actions », diversifiés et garantis ont progressé, pour s'établir respectivement à 356,6 milliards de francs, 483,2 milliards et 140,7 milliards. Ces différents types de placement conservent des rendements très attractifs.

Ainsi, l'encours de l'ensemble des titres d'OPCVM s'est fortement accru (+ 42,7 milliards de francs), pour atteindre 2 971,4 milliards, soit son niveau le plus élevé depuis plus de deux ans.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en mai

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte caractérisé d'abord par une baisse des taux d'intérêt puis par leur hausse après le premier tour des élections législatives, les émissions obligataires réglées en mai ont de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Cette évolution reflète une diminution de la demande de capitaux des émetteurs résidents autres que l'État sur le marché intérieur, d'une part, un léger accroissement de l'activité sur le marché de l'eurofranc, avec notamment l'arrivée de nouveaux émetteurs non résidents, d'autre part.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 50 milliards de francs, après 54 milliards en avril et 64 milliards en mars. Plus de 62 % des titres réglés en mai ont été émis en francs sur le marché intérieur et 7 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par marché								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Mai 1997	5 mois 1997	5 mois 1996	Année 1996		Mai 1997	5 mois 1997	5 mois 1996	Année 1996
MARCHÉ INTÉRIEUR								
29,6	149,0	146,3	301,4	État	22,6	139,2	112,8	248,6
3,3	26,9	30,3	68,6	Établissements de crédit et assimilés	- 2,3	- 11,1	- 16,2	- 49,9
2,0	13,0	19,6	55,1	Sociétés non financières	1,2	- 3,7	7,1	30,4
-	10,8	0,4	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,1	10,0	- 1,1	46,4
34,9	199,6	196,6	475,1	Ensemble des résidents	21,3	134,5	102,6	275,4
-	-	-	-	Non-résidents	-	- 1,3	- 0,3	- 1,8
34,9	199,6	196,6	475,1	TOTAL	21,3	133,2	102,3	273,6
3,5	20,0	9,3	24,4	dont émissions en écus (b)	- 3,1	13,4	9,3	24,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,3	12,2	8,6	25,5	Établissements de crédit et assimilés	1,3	2,8	- 11,3	- 6,8
-	1,8	1,5	6,2	Sociétés non financières	-	- 4,1	0,9	2,9
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
1,3	14,0	10,1	31,7	Ensemble des résidents	1,3	- 1,3	- 10,4	- 3,9
14,3	66,2	63,2	161,4	Non-résidents	12,3	51,5	57,2	139,3
15,6	80,2	73,3	193,1	TOTAL	13,6	50,2	46,8	135,4
-	3,8	-	2,6	dont émissions en écus	-	- 4,9	- 0,8	0,5
-	2,4	-	2,6	dont émissions en écus des résidents	-	- 4,9	- 0,8	0,5

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23
Mise à jour le 3 juin 1997

La **collecte des résidents** est ressortie à 36 milliards de francs (40 milliards en avril), soit près de 72 % des émissions réglées en mai.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Mai 1997	5 mois 1997	5 mois 1996	Année 1996		Mai 1997	5 mois 1997	5 mois 1996	Année 1996
ÉMISSIONS en FRANCS								
26,0	129,0	136,9	277,0	État	25,7	125,9	103,5	224,2
4,6	36,6	38,8	91,5	Établissements de crédit et assimilés	- 1,0	- 3,4	- 26,7	- 57,2
2,0	14,8	21,1	61,3	Sociétés non financières	1,2	- 7,8	8,0	33,3
-	10,8	0,4	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,1	10,0	- 1,1	46,4
32,7	191,2	197,3	479,7	Ensemble des résidents	25,8	124,6	83,7	246,6
14,3	64,9	63,2	161,4	Non-résidents	12,3	50,2	56,9	137,5
47,0	256,0	260,5	641,1	TOTAL	38,0	174,9	140,6	384,1
31,4	179,6	187,2	450,7	dont émissions intérieures	24,4	119,8	93,0	249,2
31,4	179,6	187,2	450,7	dont émissions intérieures des résidents	24,4	121,1	93,3	251,0
ÉMISSIONS en ÉCUS								
3,5	20,0	9,3	24,4	État	- 3,1	13,4	9,3	24,4
-	2,4	-	2,6	Établissements de crédit et assimilés	-	- 4,9	- 0,8	0,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
3,5	22,5	9,3	27,0	Ensemble des résidents	- 3,1	8,5	8,5	24,9
-	1,3	-	-	Non-résidents	-	-	-	-
3,5	23,8	9,3	27,0	TOTAL	- 3,1	8,5	8,5	24,9
3,5	20,0	9,3	24,4	dont émissions en écus	- 3,1	13,4	9,3	24,4
3,5	20,0	9,3	24,4	dont émissions intérieures des résidents	- 3,1	13,4	9,3	24,4
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB								
Source et réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23								
Mise à jour le 3 juin 1997								

Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 29,5 milliards de francs (28,5 milliards en avril). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 5,50 % avril 2007¹, l'OAT TEC 10 janvier 2009 et l'OAT 6,50 % avril 2011. Lors de l'adjudication du 30 avril, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 22 milliards de francs, auquel il faut ajouter 3,3 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,76 %, en baisse de 20 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 7 mai et qui portait sur l'OAT 5,50 % avril 2007. Le montant nominal émis s'est élevé à 566 millions d'écus, soit environ 3,7 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 6,15 %, en baisse de 12 points de base par rapport à l'adjudication du 10 avril.

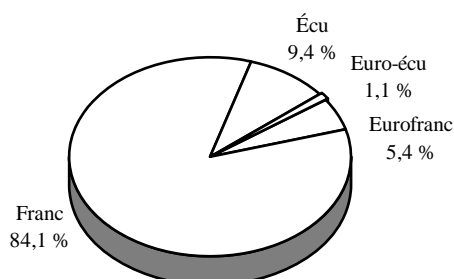
Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché intérieur, est passée de 11,5 milliards de francs à 6,6 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés non financières ont respectivement levé 4,6 milliards de francs et 2 milliards.

La collecte des émetteurs non résidents, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 14,3 milliards de francs en mai, après 14,4 milliards en avril.

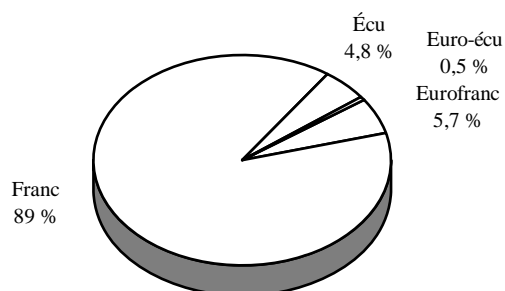
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 23 mai) ont atteint 900 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,49 %.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

5 mois 1997



Année 1996

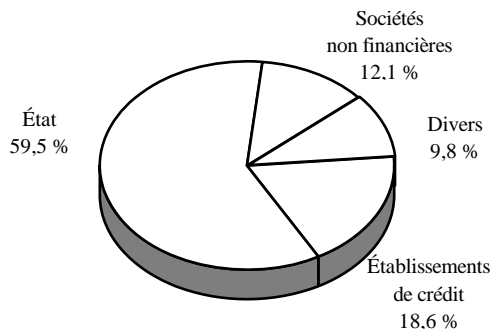


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

5 mois 1997



Année 1996



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

Mise à jour le 3 juin 1997

Au terme des cinq premiers mois de 1997, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 214 milliards de francs, contre 207 milliards durant la même période en 1996. Globalement, si la part des émissions en eurofrancs reste stable, la proportion des émissions libellées en écus apparaît en forte hausse. La part de l'État a représenté près de 70 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1997 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 60 % en 1996.

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

Sur le marché intérieur, l'emprunt de la Caisse nationale du crédit agricole a été entièrement souscrit dans le cadre de l'emploi de fonds collectés au titre des Comptes pour le développement industriel (Codevi).

Sur le marché international, la République fédérale du Brésil a émis pour la première fois un emprunt en francs, convertible en euro. De même, le groupe nippon Japan Finance Corporation For Municipal Enterprises a procédé à sa première émission en francs avec garantie de l'État japonais.

Par ailleurs, la banque allemande Hypothekbank in Essen a lancé la deuxième émission d'obligations hypothécaires libellées en francs. Cet emprunt bénéficie d'une garantie provenant du nantissement d'un *pool* d'actifs constitué de créances appartenant à l'émetteur. Ces créances résultent de prêts consentis au secteur public allemand.

Enfin, la BNP a innové en procédant à l'émission d'obligations subordonnées à durée indéterminée, à taux fixe jusqu'en 2007 suivi d'un taux variable indexé sur le TIOP.

Concernant le marché primaire des actions, la SBF-Bourse de Paris a communiqué le résultat de l'offre de vente d'actions Machines Bull. L'État a finalement décidé de proposer 3 078 millions d'actions, et le nombre de titres demandés par les particuliers a été de 35,5 millions. Les particuliers ont partiellement effectué leur règlement avec 143 814 titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1993. Le ministère de l'Économie et des Finances a officiellement procédé à l'annulation de ces titres le 21 mai.

5.2.4. Le marché primaire des actions en avril

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Mars 1997	Avril 1997	4 mois 1997	4 mois 1996	Année 1996
TOTAL ÉMIS (a)	10,1	6,4	91,3	96,1	286,0
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	9,9	6,4	81,4	90,6	264,9
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT.....	0,1	–	0,6	2,1	16,4
COMPAGNIES D' ASSURANCE.....	0,1	–	9,3	3,4	4,7
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,5	1,9	7,8	12,4	40,3
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,2	1,2	7,2	10,1	38,5
(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale					
(b) Cote officielle, Second marché					
(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB					
Sources : Société des bourses françaises – Banque de France (depuis avril 1995)					
Réalisation : Banque de France					
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 49 23					
Mise à jour le 3 juin 1997					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 6,4 milliards de francs en avril, après 10,1 milliards en mars. Au terme des quatre premiers mois de 1997, leur montant apparaît en diminution d'environ 5 % d'une année à l'autre ¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 12,4 milliards de francs à 7,8 milliards, soit une baisse de 37 %. À fin avril 1997, elles représentaient 9 % du montant total des émissions d'actions, contre 14 % pour l'ensemble de l'année 1996.

Pour leur part, les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont en baisse de 29 % 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

Après avoir bénéficié d'un mouvement nettement haussier pendant la majeure partie du mois, la Bourse de Paris a subi, sous l'influence du contexte de politique intérieure, un brutal retournement de tendance en fin de période. L'indice CAC 40 s'est finalement inscrit en repli de plus de 2 % sur l'ensemble du mois de mai.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 a enregistré, dans un premier temps, une nette progression, au point de marquer plusieurs records historiques consécutifs, tant en séance (2 804 points le 16 mai) qu'en clôture (2 786 points le 21 mai), dans des volumes de transactions très étoffés. Au total, la liquidation du mois boursier s'est soldée par une progression de 9,05 %, la plus forte depuis janvier 1992.

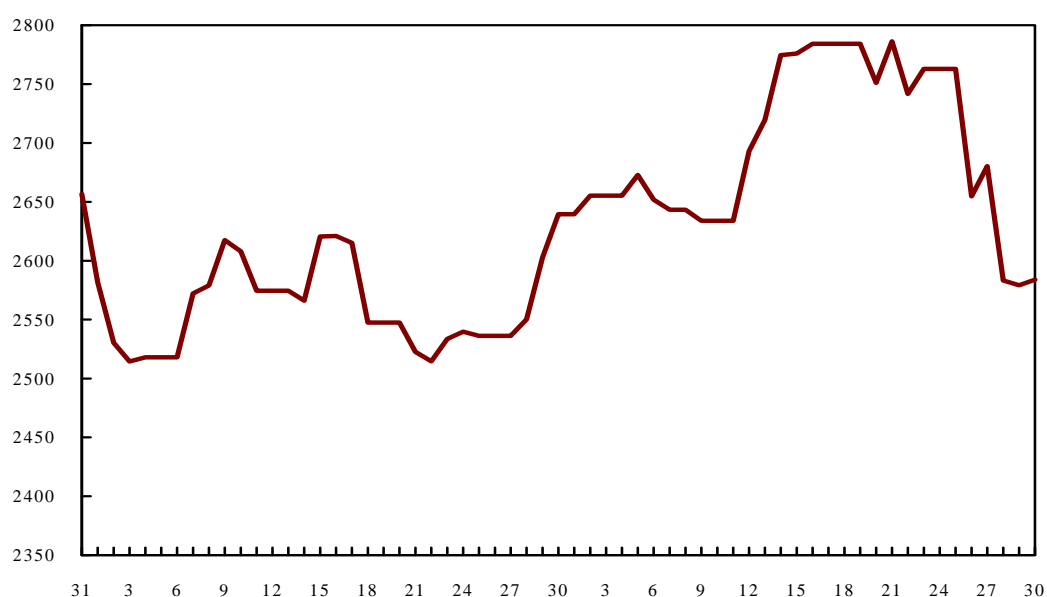
Toutefois, les résultats du premier tour des élections législatives ont fortement pesé sur la tendance du marché et provoqué un vif repli de l'indice pendant la semaine précédant le second tour. Au total, la cote a subi un recul de quelque 2 % en mai, contrastant avec la progression soutenue de la plupart des autres grandes places boursières, à commencer par la Bourse de New York.

INDICES BOURSIERS				
	30 avril 1997	31 mai 1997	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones)	7 008,99	7 331,04	4,50	13,69
Londres (FT 100)	4 436,00	4 621,30	4,10	12,21
Tokyo (Nikkei)	19 151,12	20 068,81	4,70	3,65
Paris (CAC 40)	2 639,46	2 583,94	- 2,10	11,58
Francfort (DAX)	3 438,07	3 547,84	3,10	22,82

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

Mise à jour le 6 juin 1997

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 mars au 31 mai 1997



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 juin 1997

5.3.2. La tendance au début du mois de juin

(arrêtée au 9)

L'indice CAC 40 a retrouvé une orientation nettement positive, après les résultats définitifs des élections législatives et l'annonce de la composition du nouveau gouvernement.

La Bourse de Paris a été également soutenue par l'orientation très favorable des principales places boursières mondiales, de sorte qu'elle avait, le 9 juin, regagné près de 4 % par rapport à la fin du mois de mai.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En avril 1997, les moyens de paiement (*M1*) diminuent de 1,1 %, mais progressent de 2,9 % en glissement annuel. Les placements à vue à taux réglementé restent dynamiques ; l'agrégat *M2*, stable sur le mois, progresse de 6,3 % sur un an. Le glissement annuel de l'agrégat *M3* revient à – 1,9 %, après – 3,2 % en décembre 1996, en dépit de la poursuite de la baisse des placements liquides rémunérés à taux de marché (– 0,7 % en avril et – 13,3 % sur un an).

Les placements d'épargne contractuelle, regroupés dans l'agrégat *P1*, progressent encore rapidement (+ 1,3 % en avril, + 15,5 % sur un an). Au total, l'ensemble des placements recensés dans *M3 + P1* s'accroît de 2,4 % en glissement annuel à fin avril (après + 1,8 % fin mars).

En mars 1997, l'*endettement intérieur total* progresse de 0,1 % en un mois et de 3,0 % sur un an. En glissement annuel, la progression de l'endettement de l'État s'est modérée, revenant à 7,5 % du fait de moindres émissions de bons du Trésor. S'agissant des sociétés non financières, le contraste persiste entre la progression de leurs financements levés sur le marché monétaire (+ 23,1 % sur un an) et le recul des crédits qui leur sont accordés (– 3,0 % sur un an). L'ensemble des crédits à l'économie s'inscrit toujours en baisse sur un an (– 1,8 % à fin mars), mais il progresse à un taux annualisé de 4,6 % depuis le début de l'année 1997.

Les prêts nouveaux accordés au cours du premier trimestre s'accroissent de 8,8 % sur un an.

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 AVRIL 1997			
M1	1 687,1	- 1,1	2,9
M2	3 291,0	0,0	6,3
M3	5 246,7	- 0,2	- 1,9
AGRÉGATS DE PLACEMENT			
À FIN AVRIL 1997			
P1	2 018,9	1,3	15,5
M3 + P1	7 265,6	0,2	2,4
AGRÉGATS DE FINANCEMENT			
À FIN MARS 1997			
Endettement intérieur total	10 965,5	0,1	3,0
dont : État	3 623,0		7,5
Crédits à l'économie (c)	6 300,5	0,4	- 1,8
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX			
À FIN MARS 1997 (d).....	-	-	8,8
(a) Calculées à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculées à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 ^{er} janvier			
Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation : Banque de France			
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			Mise à jour le 2 juin 1997

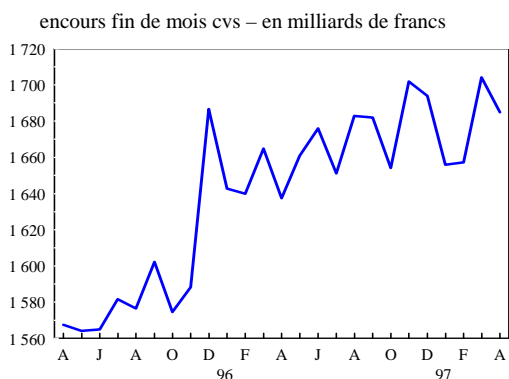
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin avril 1997)

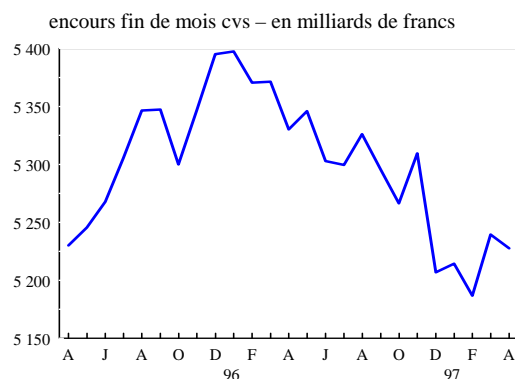
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts	
	Avril 1997	Mars 1997	Avril 1997	Décembre 1996	Avril 1997
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	249,1	- 0,1	- 0,3	0,8	0,6
<i>Dépôts à vue</i>	1 438,0	3,4	- 1,3	0,4	3,3
Total M1	1 687,1	2,8	- 1,1	0,5	2,9
M2 – M1	1 604,0	1,1	1,3	7,1	10,2
<i>Livrets A</i>	681,8	0,7	0,7	- 7,3	- 0,4
<i>Livrets bleus</i>	92,1	0,7	1,0	- 5,7	1,5
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	157,3	0,8	0,9	8,0	8,3
<i>Codevi</i>	209,1	1,1	1,8	4,6	6,2
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	181,1	0,3	0,5	69,9	25,8
<i>Livrets jeunes</i>	27,3				
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	255,4	2,6	3,6	25,2	31,8
Total M2	3 291,0	2,0	0,0	3,4	6,3
M3 – M2	1 955,7	- 0,6	- 0,7	- 13,0	- 13,3
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	131,8			3,8	27,7
<i>Dépôts à terme (a)</i>	357,6	- 2,1	- 1,2	- 24,5	- 18,7
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	169,1	0,0	3,3	- 12,1	- 6,5
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	282,9	- 1,0	- 4,3	- 23,1	- 16,9
– Certificats de dépôt et BMTN	266,1			- 23,7	- 17,6
– Bons et BMTN des ISF	16,8			- 14,0	- 3,3
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	999,9	- 1,7	- 0,5	- 4,9	- 14,2
<i>Parts de fonds communs de créances</i>	14,3				
Total M3	5 246,7	1,0	- 0,2	- 3,2	- 1,9
M4 – M3	94,3	- 3,4	- 0,1	7,7	- 2,7
<i>Bons du Trésor négociables</i>	70,1			0,1	- 3,5
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	24,2			33,3	- 0,2
Total M4	5 341,0	0,9	- 0,2	- 3,1	- 1,9
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	990,4	1,2	1,4	23,8	19,9
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	15,4				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	602,4			15,6	13,1
– dont : Entreprises d'assurance	132,0				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	126,0			33,7	37,2
<i>Bons de capitalisation</i>	284,8	0,0	- 0,1	- 0,9	- 0,9
Total P1	2 018,9	0,9	1,3	17,4	15,5
Total M3 + P1	7 265,6	1,0	0,2	1,5	2,4
(a) Comptes à terme, comptes d'affacturage indisponibles et opérations à terme sur titres					
(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.					
(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					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 2 juin 1997					

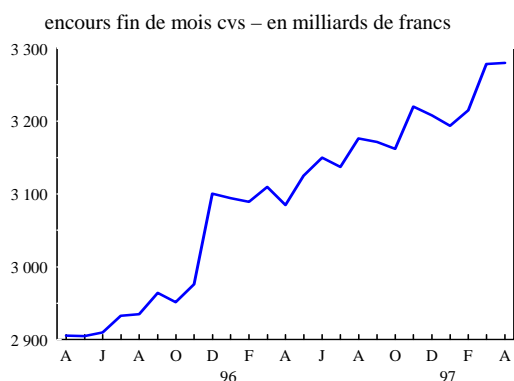
AGRÉGAT M1



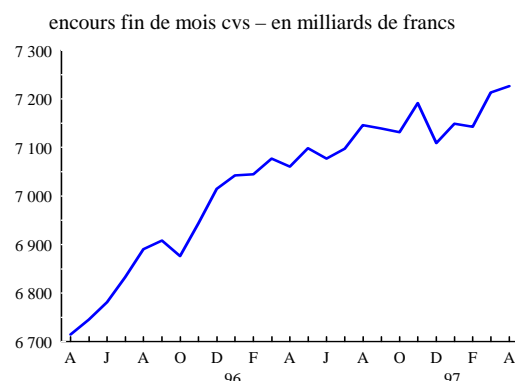
AGRÉGAT M3



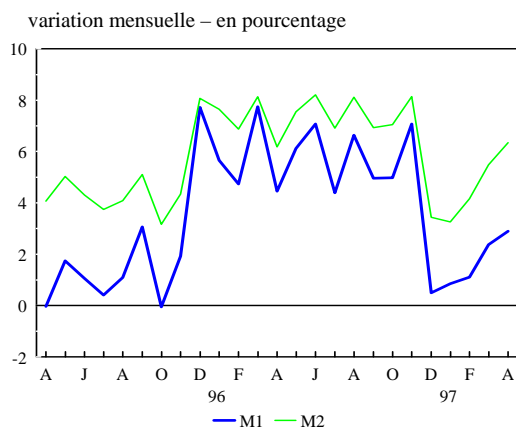
AGRÉGAT M2



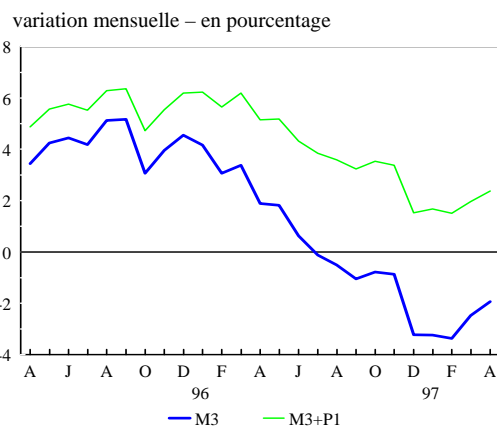
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



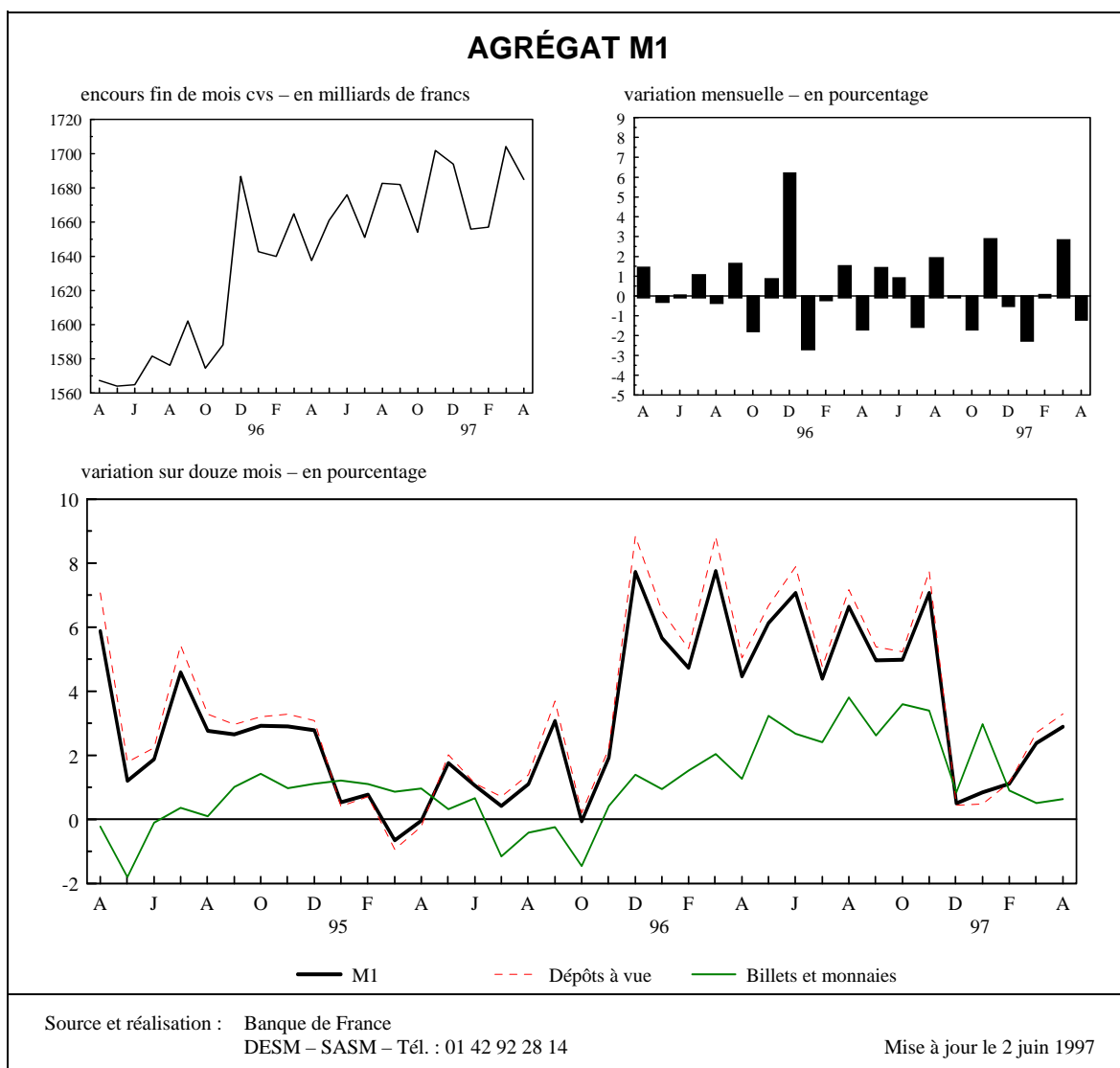
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 2 juin 1997

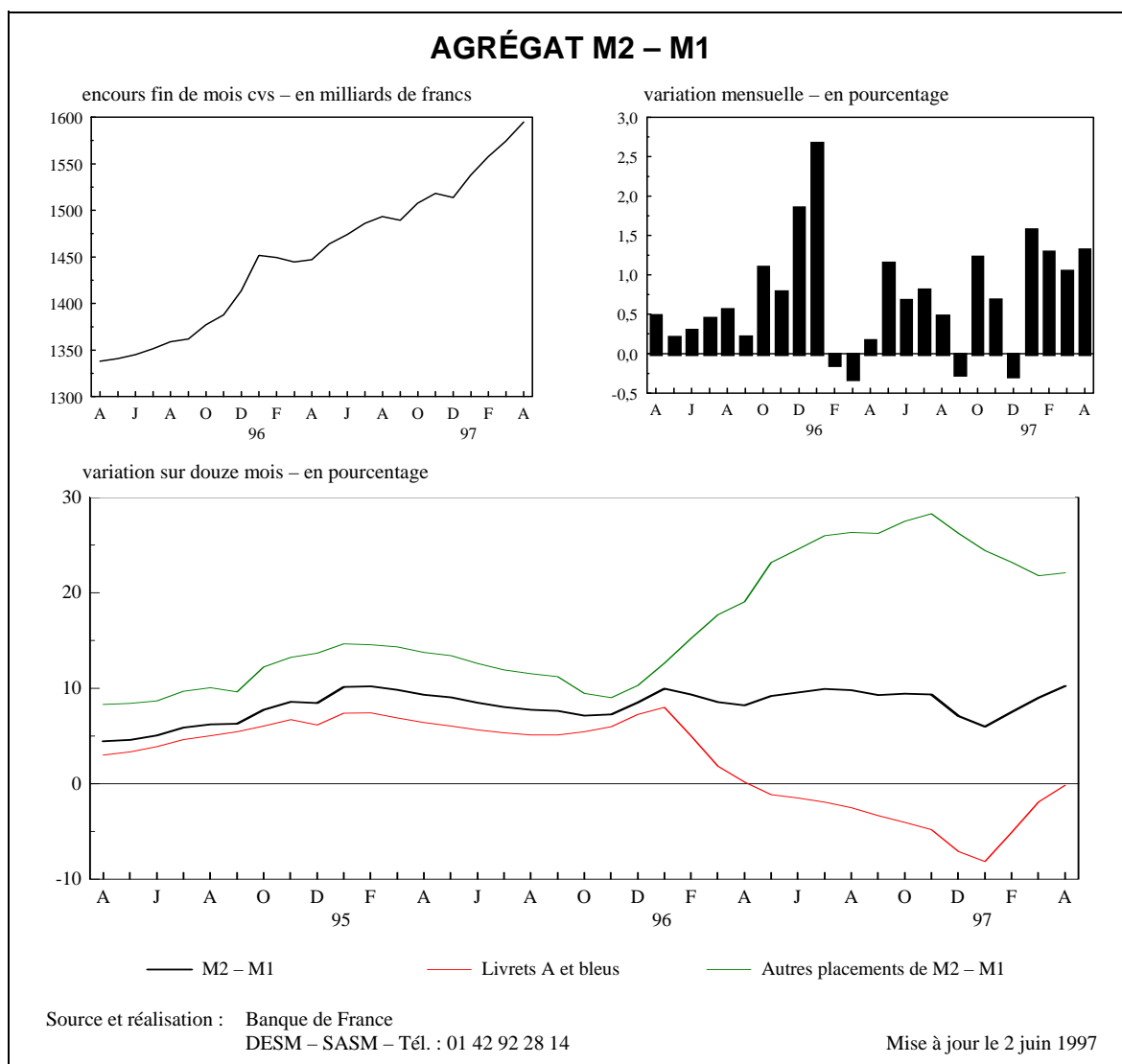
6.1.1. Les moyens de paiement (M1)



En repli de 1,1 % par rapport au mois précédent, l'agrégat de monnaie M1 s'est établi à 1 687,1 milliards de francs.

En variation annuelle, sa progression n'a cessé de se renforcer depuis le début de l'année pour atteindre 2,9 % en avril. Ce mouvement est principalement le reflet de l'évolution des dépôts à vue dont le glissement annuel s'est établi à 3,3 %.

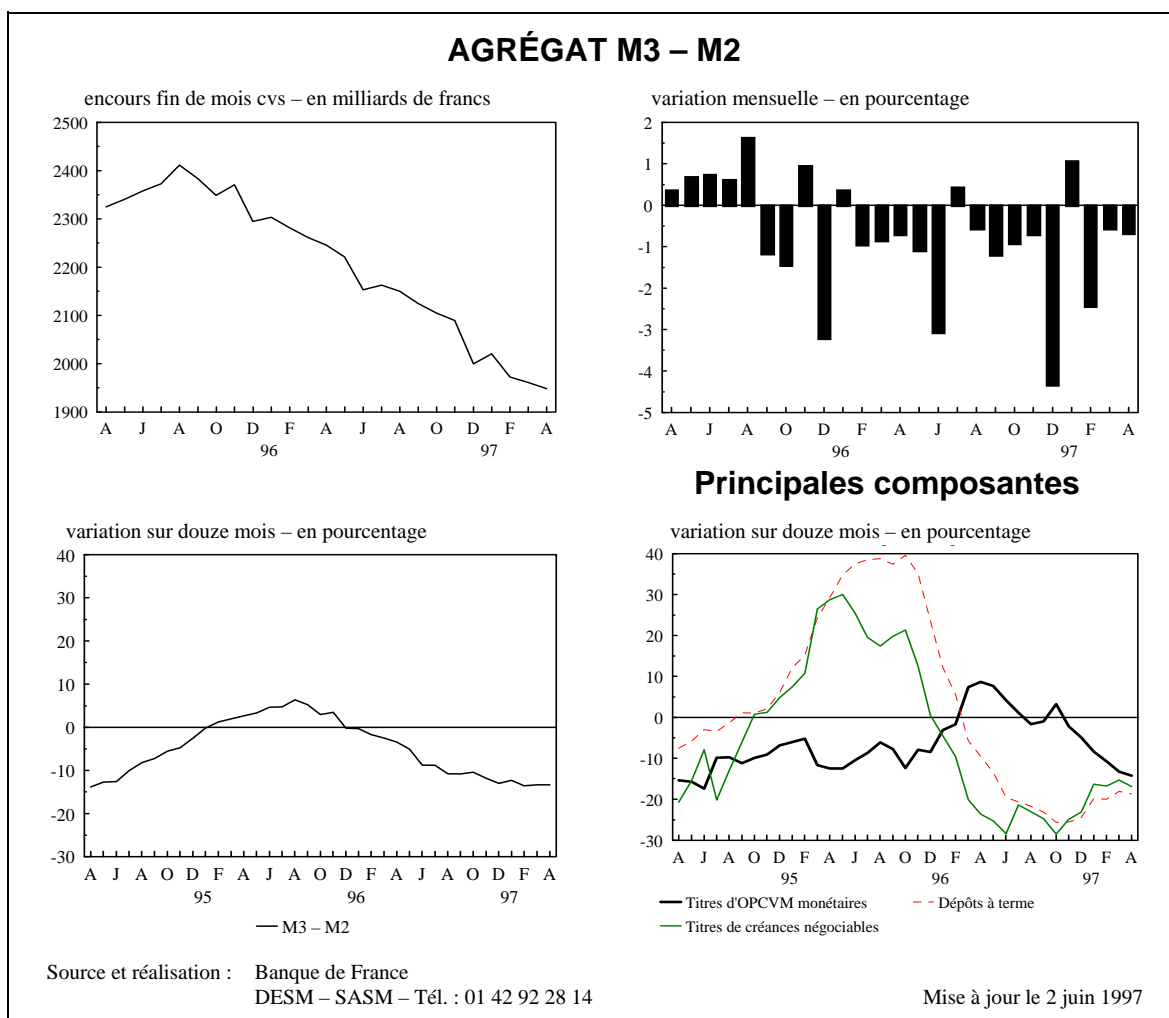
6.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



L'agrégat M2 – M1, constitué des placements à vue à taux réglementé, a régulièrement progressé depuis le début de l'année (+ 1,3 % en avril).

Son glissement annuel s'est établi à 10,2 % en avril. Les premiers livrets ont progressé de 0,8 % au cours du mois et leur glissement annuel, fortement négatif en début d'année (- 8,2 % en janvier), est revenu à - 0,2 %. Les autres placements inclus dans M2 – M1 enregistrent toujours une progression soutenue sur un an, notamment les livrets soumis à l'impôt et les livrets d'épargne populaire (respectivement + 31,8 % et + 25,8 %).

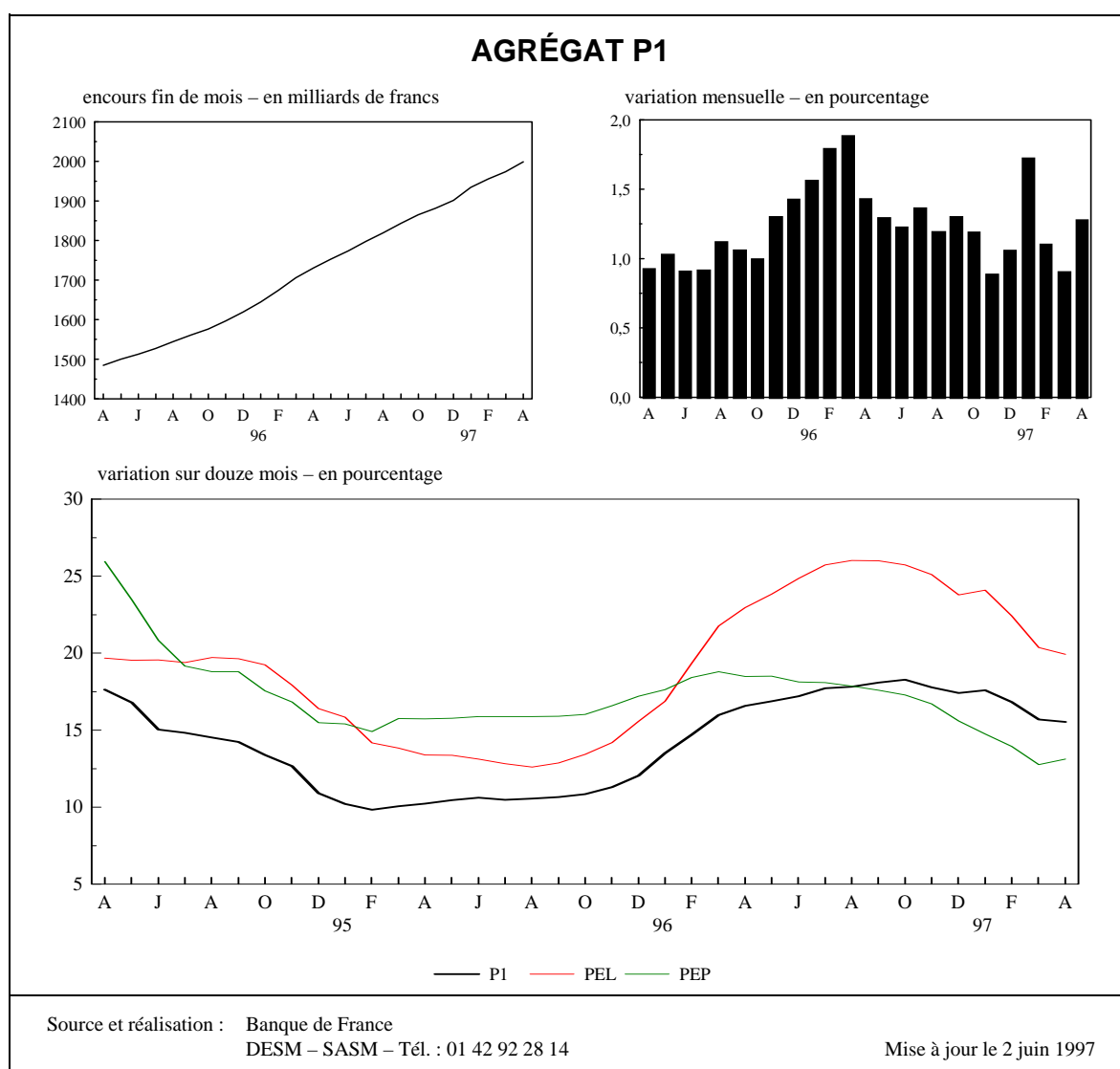
6.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



Comme en mars, les placements rémunérés à taux de marché constitutifs de l'agrégat M3 – M2 se sont légèrement repliés en avril (– 0,7 %, après – 0,6 %).

En glissement annuel, le rythme de baisse de cet agrégat, tout en restant élevé, semble se stabiliser (– 13,3 %). En effet, la variation annuelle des placements en devises s'est fortement accélérée au cours des deux derniers mois (+ 14,5 % en mars et + 27,7 % en avril), même si leur encours reste modeste (131,8 milliards de francs). Le glissement annuel des placements à terme est revenu de – 21,1 % à fin 1996 à – 15,1 % en avril 1997, alors que le recul des placements en titres d'OPCVM monétaires s'est accentué, de – 4,9 % à fin 1996 à – 14,2 % en avril dernier.

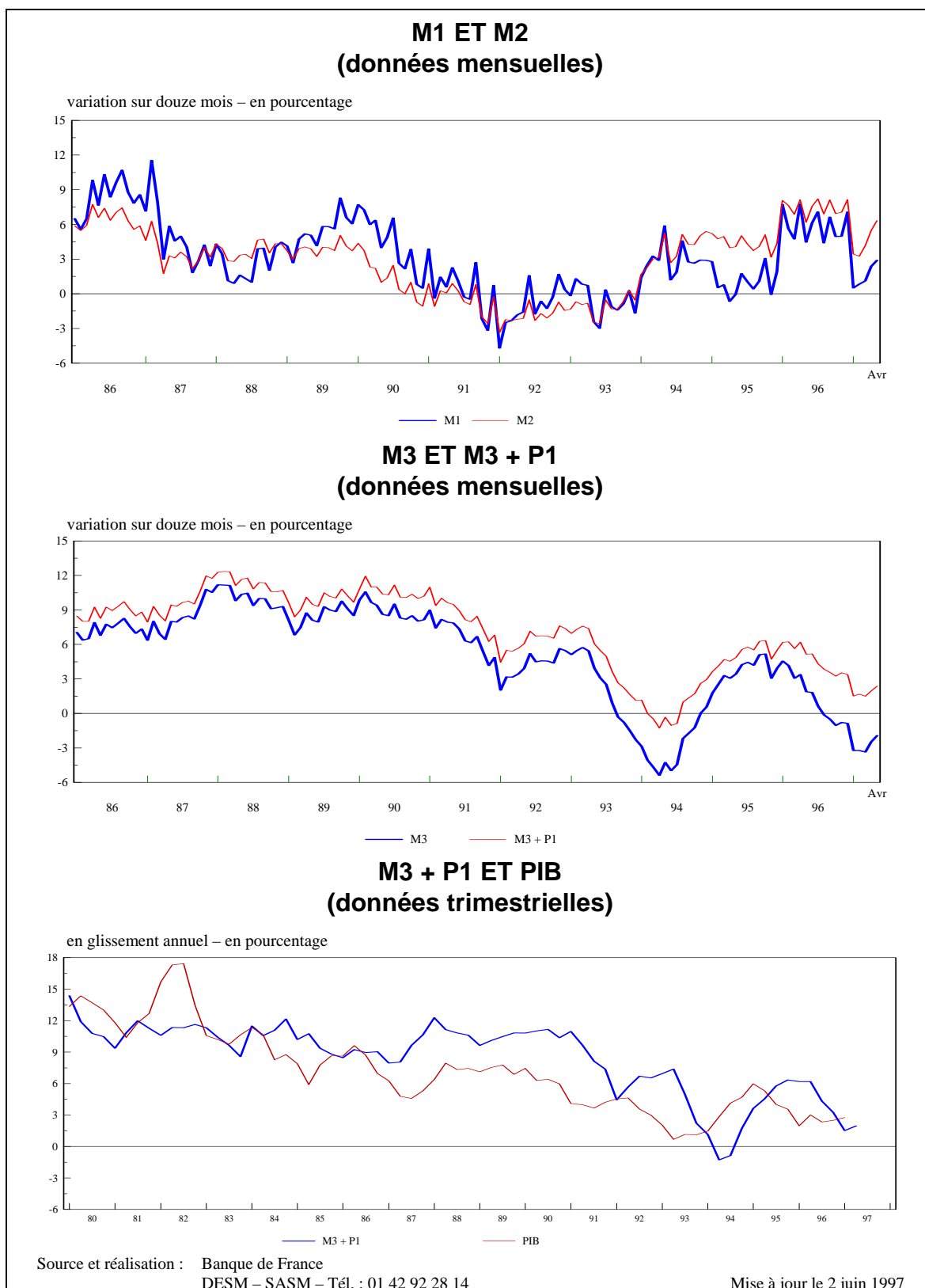
6.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1, composé des produits d'épargne contractuelle, a progressé de 1,3 % en avril, après 0,9 % le mois précédent.

Sur un an, l'agrégat P1 a progressé de 15,5 %. L'ensemble des placements compris dans cet agrégat conserve son pouvoir d'attraction auprès des épargnants. La croissance annuelle des plans d'épargne-logement et des plans d'épargne populaire est restée soutenue (respectivement 19,9 % et 13,1 %). Le rythme de progression des titres d'OPCVM garantis sur un an est demeuré très élevé (supérieur à 30 % depuis le début de l'année, il a atteint 37,2 % en avril).

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



6.2. Le financement de l'économie

(à fin mars 1997)

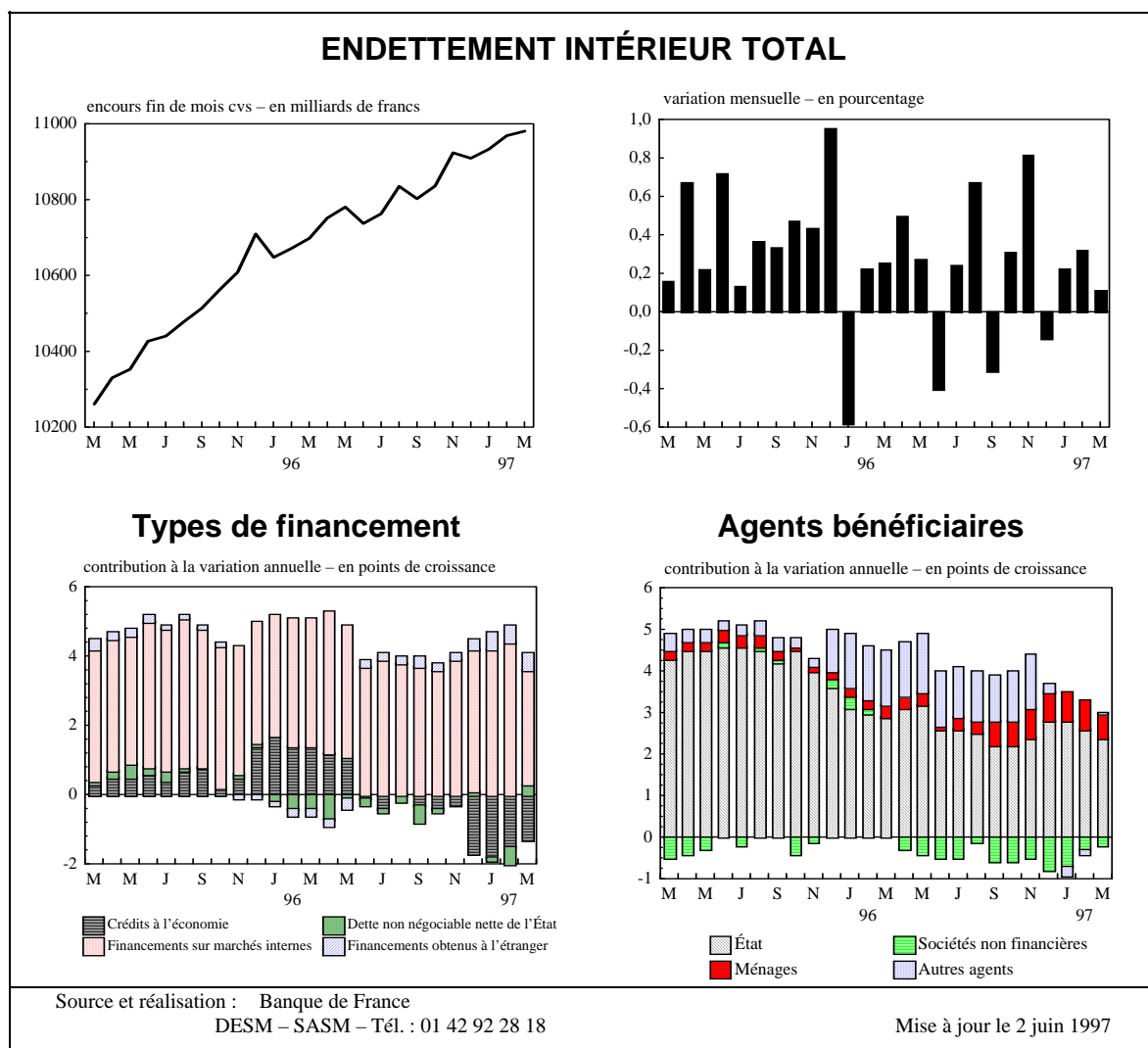
L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts (a)	
	Mars 1997	Février 1997	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL.....	10 965,5	0,3	0,1	3,1	3,0
– État	3 623,0			9,1	7,5
– Sociétés	3 763,5			- 2,3	- 0,7
– Ménages	2 581,0			3,1	2,5
– Autres (b).....	998,0			2,2	- 0,1
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE.....	6 300,5	0,3	0,4	- 2,3	- 1,8
– Sociétés	2 878,0	0,4	0,5	- 4,9	- 3,0
– Ménages	2 581,0	- 0,2	- 0,2	3,1	2,5
– Autres (b).....	841,5	- 0,2	2,2	- 11,1	- 12,1
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c).....	370,1	- 14,9	23,0	5,5	9,6
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 018,0	1,4	- 2,0	12,4	9,5
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 342,2</i>	<i>2,5</i>	<i>- 7,5</i>	<i>8,8</i>	<i>- 0,4</i>
– État.....	1 087,3			2,8	- 6,2
– Sociétés	231,0			27,7	23,1
– Autres (b).....	23,9			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 675,8</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>14,3</i>	<i>15,3</i>
– État	2 122,6			13,8	15,2
– Sociétés	453,9			7,0	3,7
– Autres (b)	99,3			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	130,1	8,6	- 0,9	9,5	14,4
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	146,9	- 2,5	0,5	19,3	31,2

(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 juin 1997

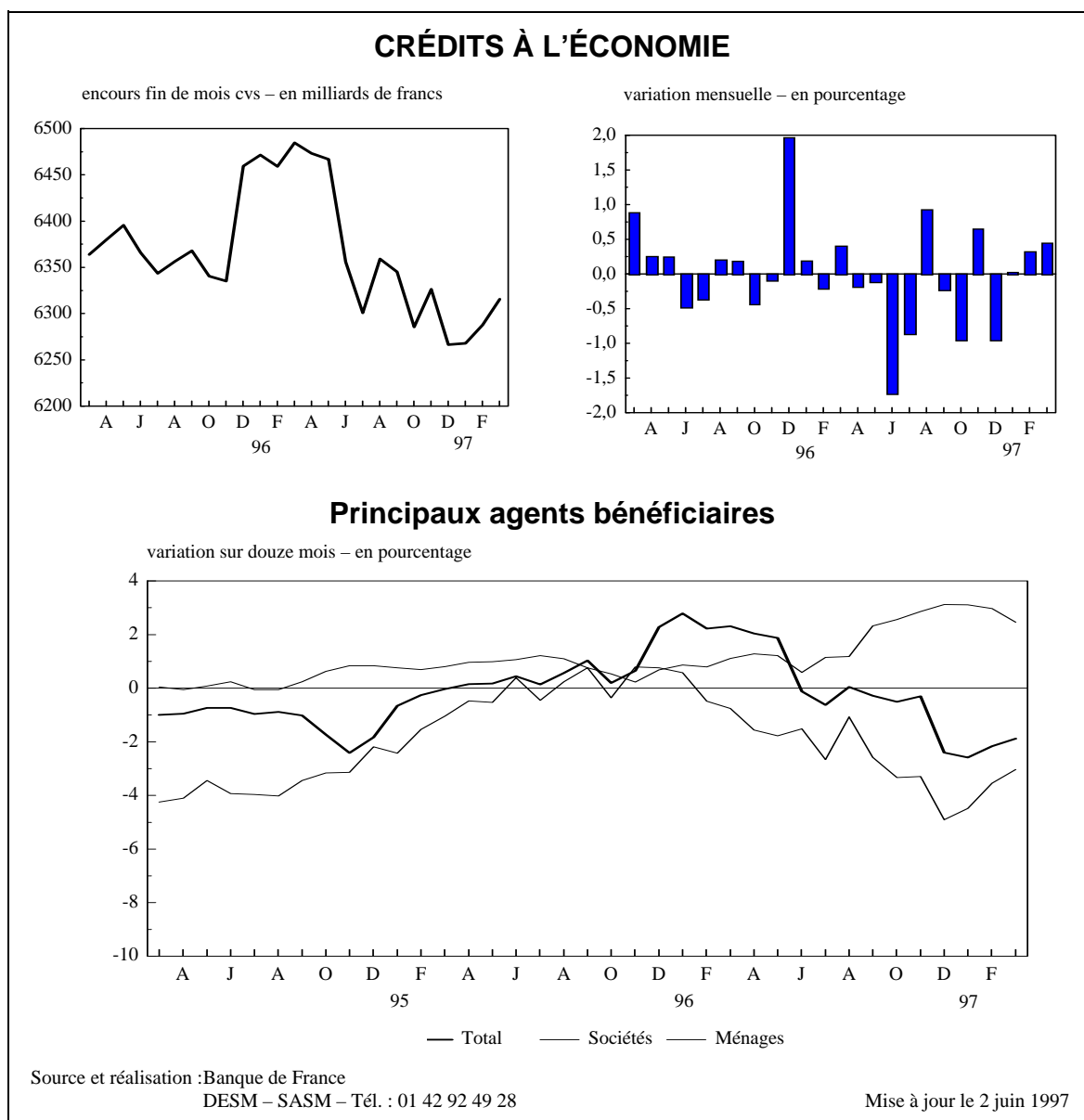
6.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)



L'endettement intérieur total s'est accru de 0,1 % en mars 1997, s'établissant à 10 965,5 milliards de francs. Sur un an, il a augmenté de 3 %, rythme proche de celui observé depuis décembre 1996.

En glissement annuel, la progression de l'endettement de l'État s'est modérée, revenant à 7,5 % du fait de moindres émissions de bons du Trésor. Les crédits aux ménages, en nette reprise depuis l'automne, ont légèrement ralenti à 2,5 %. En revanche, le mouvement de désendettement des sociétés a continué de s'atténuer, se limitant à 0,7 %. Le contraste entre le rapide accroissement des financements levés sur les marchés internes (9,5 %) et la baisse des encours de crédit (-1,8 %) s'est à peine estompé.

6.2.2. Les crédits ¹



Les crédits à l'économie ont atteint 6 300,5 milliards de francs à fin mars 1997, progressant de 0,4 % sur le mois. Sur le premier trimestre de 1997, leur taux de croissance annualisé a atteint 4,6 %.

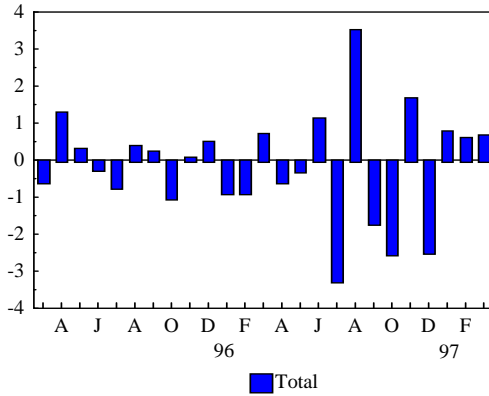
Leur glissement annuel est revenu à -1,8 % (et à -0,7 % hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale — AcoSS), après le creux de -2,5 % en janvier 1997 (et -2,3 % en décembre 1996). Le contraste demeure entre les crédits aux ménages, qui ont augmenté de 2,6 % sur un an, et ceux distribués aux sociétés qui ont baissé de 3,0 % sur un an.

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.

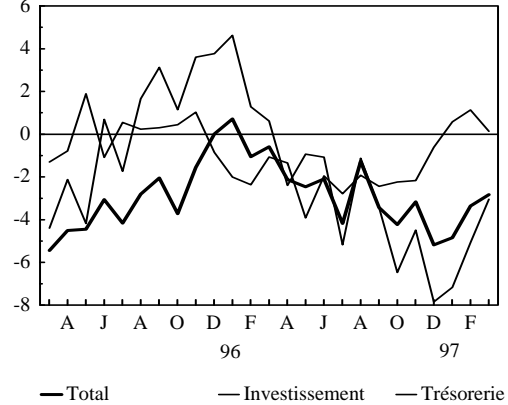
CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENT ET PAR OBJET

Sociétés

variation mensuelle – en pourcentage



variation sur douze mois – en pourcentage

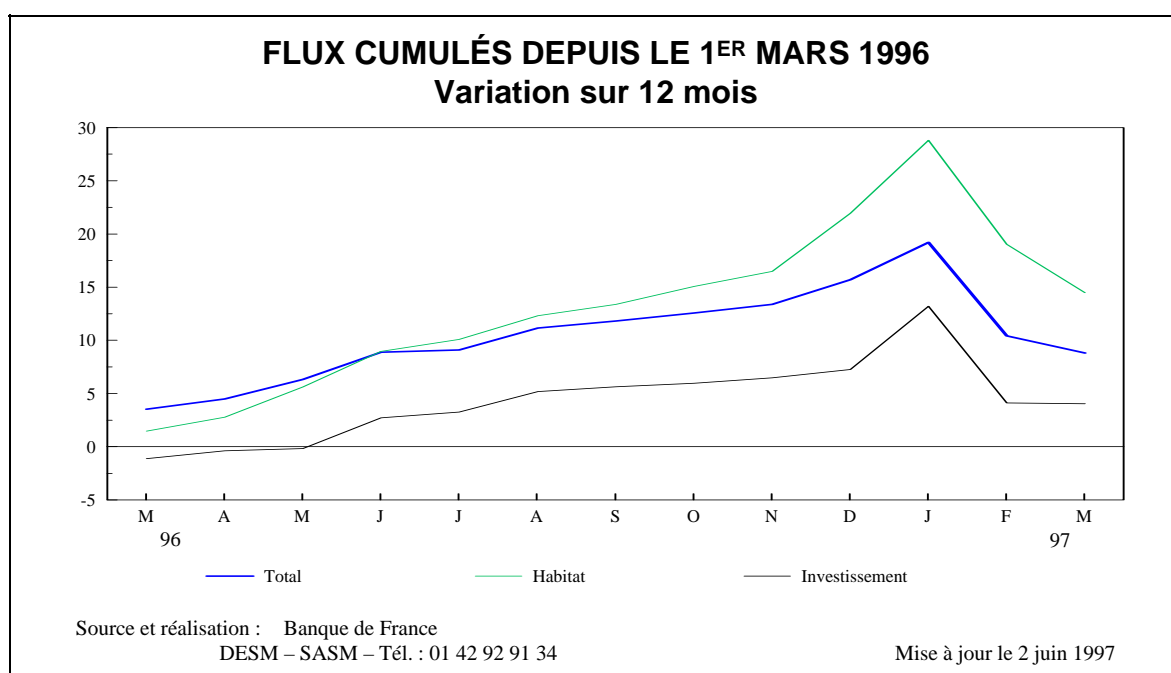


6.2.3. Estimation des prêts nouveaux ¹

FLUX CUMULÉS DEPUIS LE 1^{ER} MARS 1996			
Variation sur 12 mois			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Total	Habitat	Investissement
1996			
Mars	3,5	1,5	-1,1
Avril	4,5	2,8	-0,4
Mai	6,3	5,6	-0,2
Juin	8,9	9,0	2,7
Juillet	9,1	10,0	3,2
Août	11,2	12,3	5,2
Septembre	11,8	13,4	5,7
Octobre	12,6	15,0	6,0
Novembre	13,4	16,5	6,5
Décembre	15,7	22,0	7,3
1997			
Janvier	19,2	28,8	13,2
Février	10,4	19,0	4,1
Mars	8,8	14,5	4,0

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

Mise à jour le 2 juin 1997



En données cumulées, les décaissements observés au cours du premier trimestre de 1997 ont progressé de 8,8 % sur un an. Les prêts à l'habitat demeurent la composante la plus dynamique (+ 14,5 %), malgré l'effet de l'interruption en décembre 1996 du dispositif fiscal d'incitation aux achats immobiliers (baisse des droits de mutation).

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

LE PASSAGE À L'EURO ET LES BANQUES FRANÇAISES

Conférence prononcée par Hervé Hannoun,
sous-gouverneur de la Banque de France
devant l'Association française des sociétés financières,
à Paris, le 21 avril 1997

À peine plus de 600 jours nous séparent du 1^{er} janvier 1999, date de création de l'Union monétaire. La proximité de cette échéance mobilise déjà fortement les établissements de crédit et institutions financières. Les sociétés financières seront un acteur majeur dans la fourniture de services et produits en euro. Aussi, je me félicite de l'initiative prise par l'Association française des sociétés financières d'organiser aujourd'hui une réunion d'information, qui devrait être l'occasion d'un débat riche et stimulant.

En introduisant cette réunion, je souhaiterais développer deux idées :

- l'euro sera une réalité dès le 1^{er} janvier 1999 ;
- la communauté bancaire et financière française se prépare activement à cette échéance.

1. L'euro sera une réalité dès le 1^{er} janvier 1999

Ma conviction repose sur deux éléments : d'une part, des avancées décisives ont été enregistrées dans les préparatifs au niveau européen ; d'autre part, la grande majorité des États membres, dont la France, affichent une ferme détermination pour participer, dès le début, à l'Union monétaire.

1.1. Des avancées décisives ont été enregistrées au niveau européen

S'agissant des préparatifs effectués au niveau européen, ils s'inscrivent dans le plein respect des échéances fixées par le Traité sur l'Union européenne (traité de Maastricht). La lettre du Traité est claire à cet égard, qui fixe le démarrage de l'Union monétaire au 1^{er} janvier 1999 au plus tard et prévoit une introduction rapide de l'euro comme monnaie à part entière des pays participant à cette union.

L'engagement des autorités européennes en faveur de l'Union économique et monétaire s'exprime au plus haut niveau. Ainsi, les chefs d'État et de gouvernement, réunis à Madrid en décembre 1995, ont donné un nom à la monnaie unique — l'euro — et ont arrêté les principes généraux du scénario pratique de transition vers l'euro. Le Conseil de Madrid a incontestablement convaincu les agents économiques et financiers du prochain avènement de la monnaie unique ; ceci s'est traduit par un regain de confiance sur les marchés financiers et par une intensification des préparatifs techniques, notamment au sein de la sphère bancaire et financière.

De même, le Conseil européen de Dublin de décembre 1996 a validé les deux projets de règlement du Conseil sur le cadre d'utilisation de l'euro, a arrêté les grandes lignes du futur mécanisme de change entre l'euro et les monnaies des pays qui n'auraient pas rejoint l'Union monétaire, et a défini les modalités de renforcement de la discipline budgétaire en Union monétaire. Ces deux derniers sujets ont fait l'objet de discussions complémentaires au Conseil informel des ministres des Finances et des gouverneurs de l'Union européenne à Noordwijk, afin de finaliser les derniers détails en vue du Conseil européen d'Amsterdam en juin 1997.

Ces trois piliers doivent assurer la sécurité et la stabilité de l'Union monétaire. Premièrement, l'euro sera un instrument juridique fiable pour les agents économiques. Ceux-ci pourront utiliser indifféremment, entre 1999 et 2002 pour leurs opérations scripturales, l'euro ou les unités monétaires nationales. Ils bénéficieront d'une totale continuité des contrats. Deuxièmement, la stabilité des taux de change pour les entreprises commerçant avec les pays européens non encore membres de l'Union monétaire sera facilitée par un mécanisme de change communautaire. Troisièmement, grâce au Pacte de stabilité et de croissance, les Quinze ont arrêté le mode d'emploi des dispositions du Traité visant à assurer le caractère soutenable de la situation des finances publiques en Union monétaire, donc les bases d'une croissance saine et durable.

Dans le cadre des grandes orientations et décisions prises par les chefs d'État et de gouvernement, et conformément au traité de Maastricht, les banques centrales contribuent activement à la préparation de l'Union monétaire. Dès 1994 a été mis en place l'Institut monétaire européen (IME), institution collégiale chargée notamment de définir les principes et les modalités de mise en œuvre de la politique monétaire unique. L'IME a ainsi publié, début janvier, un rapport sur le cadre général de la politique monétaire en phase III ; ce rapport, qui a reçu un accueil très attentif de la part des acteurs de marché, arrête les grandes lignes de la stratégie de politique monétaire qui sera poursuivie, définit une gamme d'instruments d'intervention (reposant évidemment sur les principes de marché) et traite des questions de systèmes de paiement et de procédures de mobilisation. Je rappellerai également la présentation par l'IME, lors du Conseil européen de Dublin de décembre dernier, des maquettes des futurs billets en euro, que les chefs d'État et de gouvernement ont approuvées.

1.2. Les États membres, dont la France, affichent une ferme détermination pour adhérer dès 1999 à l'Union monétaire

C'est fin avril ou début mai 1998 que sera établie la liste des pays amenés à participer à l'Union monétaire dès le 1^{er} janvier 1999. C'est, en effet, l'une des conclusions à laquelle sont parvenus les ministres des Finances et les gouverneurs des Quinze, réunis à Noordwijk au début du mois.

Le choix des pays s'opèrera en fonction du respect des critères de convergence fixés par le Traité : critères économiques, au nombre de cinq, mais aussi critère juridique ayant trait à l'indépendance des banques centrales.

Les critères économiques seront appréciés sur la base de chiffres officiels pour l'année 1997. Les politiques économiques actuelles de l'ensemble des États membres sont orientées vers le respect de ces critères. Je tiens ici à souligner que ce respect doit s'inscrire dans la durée. De plus, le respect des critères de convergence ne répond pas simplement à une exigence du Traité, mais correspond à des principes élémentaires de bonne gestion économique, valides pour tous les pays, indépendamment de l'objectif d'entrée en Union monétaire.

Il est d'ailleurs de l'intérêt de tous les États de respecter les critères pour l'entrée en Union monétaire : pour les États les respectant, la stabilité de l'Union monétaire serait remise en cause par la participation prématurée de pays n'ayant pas encore atteint un degré de convergence suffisant ; pour ces derniers, adhérer trop tôt à l'UEM leur ferait subir une rapide dégradation de compétitivité et d'importants problèmes au sein d'une zone monétaire caractérisée par une faible inflation.

On peut donc espérer qu'un nombre significatif de pays seront aptes à entrer en Union monétaire dès le 1^{er} janvier 1999, sur des bases économiques saines et durables. Je ne doute pas de la capacité de notre pays à respecter cette échéance. La France remplit d'ores et déjà quatre des cinq critères économiques. Elle remplit notamment les trois critères sur lesquels la Banque de France exerce une influence directe : notre taux d'inflation s'établit actuellement à 1,6 %, nos taux d'intérêt à long terme, à 5,9 % pour l'échéance à 10 ans, sont les troisièmes plus bas au monde — *ex æquo* avec les Pays-Bas et l'Allemagne — derrière le Japon et la Suisse, et le franc français figure dans le noyau des monnaies les plus stables du mécanisme de change européen. La France respecte en outre le critère de dette publique : sa dette est inférieure à la valeur de référence de 60 % du PIB. En revanche, notre déficit budgétaire dépasse la valeur de référence de 3 % du PIB, mais le gouvernement s'est engagé dans un programme crédible permettant de ramener le déficit de 5 % en 1995 à 3 % en 1997.

Devant l'engagement sans faille des autorités européennes et des États membres en faveur de la monnaie unique, il appartient aux agents économiques, et notamment aux institutions bancaires et financières, de procéder activement à leurs propres préparatifs.

2. La communauté bancaire et financière française se prépare activement à l'Union monétaire

En raison même de leur activité, les institutions bancaires et financières se trouvent au cœur du processus de passage à l'euro. Dès lors, une préparation minutieuse leur incombe. Je tiens à souligner que la communauté bancaire et financière française a très tôt pris conscience de ses responsabilités à l'égard du « projet monnaie unique ». La concertation fructueuse qu'elle a engagée dès le début de 1995, notamment avec la Banque de France, a abouti à la présentation récente du schéma de place bancaire et financier et des cahiers des charges techniques plaçant la place de Paris en position favorable pour le développement, dès 1999, de marchés financiers en euro. Dans le même temps, la profession bancaire se prépare pour l'échéance de 2002 qui verra le basculement global de la sphère de détail.

2.1. La profession bancaire française a engagé une concertation fructueuse depuis plus de deux ans

Dès 1995, un Groupe de concertation de place sur le passage à l'euro a été instauré. Il est composé de représentants de la Banque de France, des institutions financières françaises et de leurs associations professionnelles, de la direction du Trésor, de la Mission interministérielle de préparation des administrations publiques, du Comité des usagers et des entreprises.

Après avoir proposé un scénario global de transition, dont les grandes lignes se retrouvent dans le scénario adopté par les chefs d'État et de gouvernement à Madrid, le Groupe s'est attaché, en 1996, à définir les modalités pratiques de la transition sur la base de ce scénario.

Les travaux du Groupe, en liaison étroite avec le Comité de pilotage « Monnaie unique » de l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (AFCEI), ont abouti à la publication, récente, du schéma de place bancaire et financier et des cahiers des charges techniques. Le schéma de place présente les grandes lignes du basculement des activités bancaires et financières en France ; les cahiers des charges définissent les modalités pratiques de ce basculement à l'usage des professionnels des métiers bancaires et financiers.

Le schéma de place s'appuie sur les grandes décisions et orientations fixées au niveau européen. Il se fonde notamment sur les deux projets de règlement du Conseil sur le cadre juridique d'utilisation de l'euro. Dès le 1^{er} janvier 1999, l'euro se substituera aux unités monétaires nationales ; ces dernières deviendront, jusqu'à leur disparition en 2002, des subdivisions de l'euro ; grâce à la règle de fongibilité, il sera possible d'imputer indifféremment, sur un seul et même compte, des opérations libellées en euro ou en unité monétaire nationale.

Le schéma de place reprend bien sûr les grandes lignes du scénario global de transition adopté à Madrid. Il prévoit donc un basculement en deux temps forts : le 1^{er} janvier 1999, avec l'instauration de la monnaie unique, la conduite en euro de la politique monétaire unique, la conversion en euro des dettes publiques nationales et le basculement des marchés de capitaux ; début 2002, au plus tard, avec l'apparition des pièces et billets en euro et le basculement global de la sphère de détail.

La profession bancaire française a donc travaillé sur des bases solides et dans un esprit de concertation permanente. Les solutions qu'elle préconise favorisent une transition réaliste, car à la fois souple et ordonnée.

2.2. La profession bancaire française a prévu une transition souple et ordonnée vers l'euro

Le schéma de place bancaire et financier prévoit donc, d'abord, le basculement des marchés de capitaux. L'accent mis sur ce domaine est justifié par la proximité de l'échéance de 1999, qui conduit à lancer sans tarder les investissements nécessaires.

La décision prise de basculer à l'euro, dès le 1^{er} janvier 1999, l'ensemble des marchés de capitaux et des systèmes de règlement de gros montant qui leur correspondent, témoigne de la volonté de la place de Paris d'être à la pointe du développement de marchés financiers en euro dès le début de l'Union monétaire.

Cette approche ambitieuse est rendue possible par la qualité des infrastructures (notamment la dématérialisation quasi générale des titres sur la place de Paris) et par le professionnalisme des intervenants. Elle est en outre dictée par la conduite, dès 1999, de la politique monétaire en euro et par l'engagement des États, dont la France, de convertir très rapidement le stock et les nouvelles émissions de dette publique en euro.

La manifestation la plus caractéristique de ce dynamisme de place réside dans la décision de faire basculer, dès le début de 1999, le marché des actions. Ce marché se situe, en effet, clairement à la frontière entre professionnels et agents non financiers (ménages, entreprises). La mise en place de convertisseurs chez les intermédiaires financiers permettra aux clients, notamment les millions d'actionnaires individuels, de détenir des titres gérés par les professionnels en euro, alors même que leur environnement quotidien — et leur compte bancaire — resterait en francs jusqu'en 2002.

Il est, en effet, probable que jusqu'à cette date les agents non financiers, notamment les ménages, utiliseront peu l'euro pour leurs opérations courantes. En effet, les pièces et billets en euro ne seront pas disponibles (leur délai de fabrication est de l'ordre de 2 à 3 ans à partir de la mise en place de l'Union monétaire), le délai de basculement des opérations bancaires de détail est également de cet ordre, et les salaires et les prix resteront exprimés en francs.

Pour autant, on ne peut exclure le développement, durant cette période de transition, d'une demande de produits en euro émanant des agents non financiers, notamment d'entreprises. Le scénario de transition adopté à Madrid et les projets de règlement sur le statut juridique consacrent le principe « non-obligation, non-interdiction », selon lequel l'usage de l'euro par les agents non financiers pendant la période de transition ne peut être ni interdit ni imposé.

En ce sens, le schéma de place a adopté une démarche réaliste, permettant une transition ordonnée au service de la clientèle bancaire. Aussi les établissements de crédit et institutions financières ont-ils décidé de se doter de tous les moyens techniques pour satisfaire la demande de produits en euro qui pourrait se manifester.

Ainsi, le principal système de règlement des opérations de détail — le SIT — sera en mesure, dès 1999, de traiter des opérations libellées en euro ; dans la généralité des cas, un indicateur mentionnera la monnaie d'origine de l'opération. De même, la profession bancaire a décidé la création d'une formule spécifique de chèque en euro, dont les modalités techniques et financières d'échange en chambre de compensation seront définies entre la profession bancaire et la Banque de France d'ici le 30 juin 1997.

Plus généralement, une mission de pédagogie incombera aux établissements de crédit et institutions financières afin de familiariser le public à l'euro avant l'échéance finale de 2002.

Je souhaiterais, en conclusion, vous faire part de deux réflexions.

– Ma première réflexion a trait à l'environnement monétaire et financier européen qui sera le nôtre à partir de 1999. Un grand marché unifié des capitaux verra rapidement le jour, sous l'influence conjuguée de la conduite en euro de la politique monétaire unique, du basculement en euro des dettes publiques nationales et de la mise en place de systèmes de règlement de gros montant en euro. Un tel marché, dont la taille sera comparable à celle des marchés financiers américains ou japonais, favorisera une meilleure allocation des capitaux ; les émetteurs trouveront des sources élargies de financement dans un environnement de stabilité monétaire et financière ; les investisseurs se verront offrir une large gamme de placements et ne supporteront plus de risque de change ou de coûts de transaction. Je ne doute pas que la place financière de Paris et les établissements bancaires et financiers français seront à la pointe de la fourniture de services financiers en euro dès le début de 1999. Il est important également que les banques soient à même d'offrir, entre 1999 et 2002, des produits financiers en euro pour la clientèle de détail, si la demande s'en manifestait ; une telle démarche contribuera d'ailleurs à asseoir la crédibilité et l'acceptabilité de l'euro.

– Ma seconde réflexion concerne l'environnement économique et monétaire international. Il ne fait aucun doute que l'euro constituera une monnaie internationale de premier plan. S'il est difficile d'évaluer avec précision la place qu'occupera la monnaie européenne dans les échanges commerciaux et les portefeuilles internationaux (notamment vis-à-vis du dollar), il est néanmoins probable que cette place ne sera pas négligeable. L'euro bénéficiera d'une zone de stabilité monétaire, budgétaire et financière, et s'appuiera sur un vaste espace économique et financier. Il contribuera à un meilleur équilibre entre les grandes devises internationales. Il conduira l'Europe à s'exprimer d'une voix dans le concert international, favorisant une meilleure coopération économique entre les grands partenaires. Les pays européens, au premier rang desquels la France, ont tout à gagner d'une monnaie qui sera aussi stable que le franc ou le deutschemark et qui bénéficiera d'une forte crédibilité internationale.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 157 – mai 1997

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

Cahier des titres de créances négociables – avril 1997

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

Cahier régionaux Aquitaine – mars 1997 ***La négoce des vins de Bordeaux – année 1995***

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

Cahier régionaux Aquitaine – mars 1997 ***Les comptes financiers du logement – année 1996***

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

Cahier régionaux Aquitaine – mars 1997 ***Enquête rapide de fin d'année régionale*** ***Résultats 1996 – Prévisions 1997***

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

Cahier régionaux Auvergne – mai 1997 ***Le logement en 1996***

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

Cahier régionaux Champagne-Ardenne – mars 1997
Enquête annuelle sur le logement – année 1996

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

Cahier régionaux Nord – Pas-de-Calais – mars 1997
Les participations étrangères dans le Nord – Pas-de-Calais

Banque de France Lille
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais
(Tél. : 03 20 40 47 47 – Télécopie : 03 20 40 47 99)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Soirées d'information – Grenoble
Le passage à la monnaie unique
Comment s'y prend-on ?

par Hervé Le Guen, directeur-adjoint à la direction des Services juridiques
Banque de France Grenoble
(Tél. : 04 76 86 96 98 – Télécopie : 04 76 86 96 80)

Cycle de conférences 1996-1997 – Reims
Situation actuelle de l'économie française et politique de régulation

par Jean-Pierre Chomette, directeur de la Conjoncture
Banque de France Reims
(Tél. : 03 26 89 52 52 – Télécopie : 03 26 89 52 48)

2. Contribution à des publications extérieures

Banque de France : « Le passage à l'euro ne va pas favoriser le chèque »

entretien avec Marc Morau,
adjoint de direction à la direction des Moyens de paiements scripturaux
et des Systèmes d'échange
(*Technologies bancaires magazine* – n° 62 – mai-juin 1997)

Confiance dans le système bancaire et croissance économique

par Jean-Bernard Chatelain, chercheur à la direction générale des Études,
Olivier de Bandt, adjoint de direction à la direction générale des Études,
et Bruno Amable
(*Revue économique* – Volume 48 – n° 3 – mai 1997)

Sécurité informatique : le contrôle sur place

par Jean-Claude Hillion, inspecteur à la Commission bancaire
(*Banque* – n° 582 – juin 1997)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Le passage à l'euro et les banques françaises¹

intervention de Hervé Hannoun, sous-gouverneur,
devant l'Association française des sociétés financières,
à Paris, le 21 avril 1997

¹ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

É T U D E S

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES FRANÇAISES ET LA MARCHÉ VERS L'UEM¹

L'Union européenne et, en particulier, l'économie française bénéficient d'un environnement plus favorable en 1997.

La France est pleinement engagée dans la réalisation de l'Union économique et monétaire (UEM).

Les perspectives de la politique monétaire unique en phase III sont largement dessinées.

ALAIN VIENNEY
Direction générale des Études

¹ Ce texte reprend de larges extraits de l'intervention de M. Vienney, directeur général des Études, au « Conference Board » (institut d'études économiques américain), à Paris, le 30 mai 1997

Certaines incertitudes ont pu apparaître dans la période récente quant à l'environnement macro-économique et à l'introduction de la monnaie unique. Aussi paraît-il important de souligner les raisons pour lesquelles il convient de rester confiant.

Les indicateurs économiques fondamentaux de l'économie française sont sains, l'environnement est plus porteur. Les engagements de la France concernant la réalisation de l'Union économique et monétaire ont été confirmés. Les controverses sur la politique monétaire française se sont très largement dissipées et le débat économique s'est déplacé sur la gestion de l'euro. Pour la France, qui a toujours été un pilier de la construction européenne, l'euro est considéré comme une chance. Historiquement, les différentes étapes de l'approfondissement de la construction européenne nous ont souvent aidés dans nos choix de politique économique (1958, 1983, 1992).

La Banque de France est actuellement engagée dans la préparation du processus de passage à la monnaie unique. Elle est impliquée à plusieurs titres.

D'abord, la politique monétaire française s'inscrit de manière naturelle dans la perspective de l'UEM, l'inflation, la stabilité du taux de change et les taux d'intérêt de long terme constituant trois des cinq critères du traité de Maastricht.

Ensuite, du fait de sa position centrale dans le système financier français et au sein des systèmes de paiement, la Banque de France joue un rôle majeur dans les préparatifs de place en vue d'organiser le passage à la monnaie unique.

Enfin, en qualité de membre du futur Système européen de banques centrales, elle doit adapter son dispositif opérationnel pour participer à la politique monétaire de la zone euro.

Le présent exposé comportera trois points.

- *L'Union européenne et, en particulier, l'économie française bénéficient d'un environnement plus favorable en 1997*
- *La France est pleinement engagée dans la réalisation de l'UEM*
- *Les perspectives de la politique monétaire unique en phase III sont largement dessinées*

1. L'Union européenne et, en particulier, l'économie française bénéficient d'un environnement plus favorable en 1997

1.1. L'Union européenne bénéficie en 1997 d'un environnement économique plus porteur

– Les prévisions de croissance de l'économie mondiale pour 1997 ont été révisées à la hausse par le Fonds monétaire international (FMI) ; le rythme de l'expansion atteindrait 3,0 % pour les États-Unis, 2,3 % pour l'Allemagne et 4,4 % pour l'économie mondiale.

– La croissance du commerce mondial serait de 7,3 % en 1997.

– Pour l'ensemble des pays de l'Union européenne, la croissance du PIB en volume devrait s'établir à 2,4 % en 1997.

– La hausse du dollar constitue un stimulant pour la croissance de nature non artificielle puisque les facteurs économiques fondamentaux de l'économie américaine justifiaient depuis plusieurs années une appréciation du dollar.

– Dans un contexte de maîtrise des évolutions nominales, le rééquilibrage des politiques économiques observé favorise le retour d'une croissance saine et durable. En outre, l'amélioration des résultats des sociétés et le dynamisme des bourses dans les pays industrialisés sont à l'origine d'effets de richesse importants, susceptibles de stimuler la confiance et les dépenses des consommateurs.

– Les conditions monétaires définies au sens large, c'est-à-dire incluant les taux d'intérêt à court et à long terme et les taux de change, sont particulièrement propices à la reprise en France et en Europe.

1.2. La politique monétaire française contribue à assurer le respect de trois des critères du traité de Maastricht

Les lois d'août et de décembre 1993 ont confié au Conseil de la politique monétaire l'entière responsabilité de la définition de la politique monétaire. La crédibilité de la politique monétaire française a bénéficié de cette indépendance statutaire.

L'objectif final du Conseil de la politique monétaire est la stabilité des prix. Cet objectif final est quantifié : la hausse des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation, ne doit pas dépasser 2 %, en 1997 comme à moyen terme.

La Banque de France présente la particularité de mener une politique monétaire fondée sur deux objectifs intermédiaires. Le premier, interne, vise à surveiller l'évolution de la masse monétaire, c'est-à-dire, schématiquement, l'ensemble des moyens de paiement à la disposition des acteurs économiques. Le second, externe, est axé sur la stabilité du cours du franc au sein du groupe des devises les plus stables et les plus crédibles de l'Union européenne.

La Banque de France se réfère en outre à un certain nombre d'indicateurs : l'endettement intérieur total, les taux d'intérêt à long terme et la balance des paiements.

Les résultats sont en ligne avec les objectifs et avec les engagements européens de la France. L'objectif final a été respecté : la hausse annuelle des prix à la consommation s'est limitée à 0,9 % en avril 1997. L'objectif de stabilité de la valeur externe du franc vis-à-vis des monnaies les plus stables et les plus crédibles participant au mécanisme de change européen a été atteint. Cette évolution s'est accompagnée du maintien d'une bonne situation compétitive d'ensemble de l'économie française. En 1996, l'excédent des transactions courantes s'est ainsi établi à près de 105 milliards de francs, soit 1,3 % du PIB, montant largement supérieur à celui enregistré en 1995 (54 milliards). L'économie française a bénéficié en 1996 du troisième plus important excédent mondial de la balance des paiements courants.

Les taux de marché ont diminué sur toutes les échéances en 1996.

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

Le taux des appels d'offres de la Banque de France a été réduit, de 5,0 % en octobre 1995 à 3,10 % aujourd'hui. Il est l'un des plus bas des pays du G 7 en termes nominaux et réels. De son côté, le taux des prises en pension de 5 à 10 jours est passé de 7,25 % à 4,60 %.

Les taux d'intérêt à court terme de marché se sont fortement repliés, de plus de 400 points de base depuis octobre 1995 pour les taux à trois mois, revenus actuellement à 3,40 %.

Cette détente s'est accompagnée d'une décrue sensible des taux d'intérêt à moyen et long terme, référence d'une part importante des crédits à l'économie, de 7,50 % à environ 5,70 % aujourd'hui.

Grâce à la crédibilité des principaux éléments de sa politique économique, la France bénéficie aujourd'hui, avec les Pays-Bas et l'Allemagne, des taux de marché à long terme les plus bas de l'Union européenne et du troisième plus bas niveau du monde, seuls le Japon et la Suisse faisant, de ce point de vue, mieux que nous.

Ces importantes baisses des taux d'intérêt de toutes échéances sont de nature à conforter la reprise de l'activité et permettent à la France de respecter aisément les critères monétaires du traité de Maastricht : la stabilité des prix, la stabilité du change, le niveau des taux d'intérêt à long terme.

Ces trois éléments, même s'ils ne sont pas suffisants, contribuent à favoriser la croissance économique.

1.3. Les conditions d'une accélération de la croissance en France sont réunies

D'après l'INSEE, le rythme de croissance, en glissement annuel, qui s'établissait à 2,1 % à la fin de 1996, serait de 1,0 % à la fin du premier trimestre 1997 et de 2,3 % à la fin du premier semestre. La croissance sur l'année devrait être proche de 2,5 %. En effet, les dernières données dont nous disposons permettent de porter un jugement favorable sur les perspectives de croissance.

Selon l'enquête de conjoncture d'avril 1997 de la Banque de France, l'activité industrielle a marqué de notables progrès. La production a augmenté dans l'ensemble des secteurs et, en particulier, dans les biens intermédiaires et le taux d'utilisation des capacités de production s'est redressé.

La demande globale a été soutenue. Les commandes étrangères, stimulées par la hausse du dollar et la livre sterling, sont restées vigoureuses, tandis que le marché intérieur témoignait d'une meilleure animation.

Les carnets de commandes se sont étoffés dans tous les secteurs ; ils apparaissent normaux dans l'ensemble et même supérieurs à la normale dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation. Les stocks se sont allégés et sont jugés très proches du niveau désiré.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer à se développer.

Plusieurs autres éléments positifs méritent d'être relevés, notamment s'agissant de la distribution récente des crédits. L'endettement des ménages a augmenté de 2,2 % sur un an, reflétant à la fois le dynamisme des crédits à l'habitat et celui des crédits de trésorerie. La croissance estimée des prêts nouveaux s'établit à 8,8 % de mars 1996 à mars 1997, largement grâce à la composante « habitat ».

En outre, le niveau exceptionnellement élevé du taux d'autofinancement du secteur productif, qui se situe autour de 109 %, autorise une reprise saine de la croissance.

La hausse modérée des taux de salaire horaire, de l'ordre de 2,9 % sur un an, alors que les prix évoluent sur la même période de l'ordre de 0,9 % en avril, autorise une hausse du pouvoir d'achat de 2,0 % et un potentiel de reprise de la consommation.

2. La France est pleinement engagée dans la réalisation de l'UEM

Nous nous sommes donné les moyens d'assurer le succès de l'introduction de la monnaie unique au fil des réunions internationales et notamment celles de Madrid, Dublin et Noordwijk.

2.1. Un scénario de passage progressif et pragmatique

Nous avons pu faire prévaloir un scénario de passage à l'euro progressif et pragmatique reposant sur la notion de masse critique, aujourd'hui communément admise. Dès le 1^{er} janvier 1999, les opérations de gros et de marché s'effectueront en euro. Dans le même esprit, les autorités nationales ont pris l'engagement d'émettre de nouveaux emprunts publics exclusivement en euro à compter de janvier 1999. En outre, l'État français a annoncé que l'encours actuel de dette publique sera converti en euro au début de 1999.

De même, dans un souci de continuité, d'efficacité et de subsidiarité, nous nous attachons à ce que la mise en œuvre des futures décisions de la Banque centrale européenne (BCE), qui est chargée de la conception de la politique monétaire, soit la plus décentralisée possible au niveau de chaque banque centrale nationale, qui maintiendra donc ses relations avec ses contreparties sur les marchés de capitaux. Cette approche nous paraît devoir être la mieux à même d'assurer l'égalité des chances des diverses places financières. La Banque de France et l'Association française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement ont publié récemment le schéma de place bancaire et financier qui détaille notamment le dispositif de mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire unique, conformément au cadre général qui a été défini dans le rapport diffusé en début d'année par l'Institut monétaire européen (IME).

À cet égard, il nous semble que les autorités monétaires doivent faire en sorte que les indices de référence interbancaires reflètent fidèlement la situation du marché monétaire de l'euro dès 1999 et qu'elles formulent en conséquence les recommandations permettant de guider les professionnels de marché dans leur démarche. Pour sa part, la Banque de France, appuyée en cela par la place de Paris, est favorable au remplacement des références interbancaires domestiques par des indicateurs nouveaux de type « Euribor » communs à l'ensemble de la zone euro.

2.2. Les fondements de la construction monétaire européenne sont posés

Le statut de l'euro et le principe de continuité des contrats ont été clarifiés. En particulier, est reconnue la notion de fongibilité de l'euro et des monnaies nationales de la zone entre 1999 et 2002.

Des mécanismes appropriés doivent permettre d'endiguer les dérives budgétaires. Faut-il rappeler, au demeurant, que la règle des 3 % correspondait à une proposition française ? Nous considérons, en effet, qu'il importe de se garder de déficits budgétaires excessifs qui pourraient retentir sur la crédibilité de la zone et qu'il faut, par ailleurs, se ménager des marges de manœuvre conjoncturelles en tendant en moyenne à ramener les déficits budgétaires vers zéro.

Enfin, les contours d'un Système monétaire européen (SME) « bis » pour les « pré *ins* », assorti de programmes de convergence appropriés, ont été tracés et sont de nature à stabiliser les relations de change dans une zone plus large que celle de l'euro.

2.3. La préparation des agents non financiers est en très bonne voie

– S'agissant de l'entrée en phase III de l'UEM, le gouvernement français a adopté un programme d'assainissement visant à ramener le déficit budgétaire à 3 % du PIB en 1997, ce qui permettra à la France de respecter l'ensemble des critères de convergence et d'adhérer à l'UEM en 1999.

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

– De leur côté, les agents économiques en France se préparent de manière appropriée au passage à la monnaie unique.

Le schéma de place bancaire et financier qui a été diffusé est le fruit d'une concertation menée avec l'ensemble des acteurs concernés.

Pour leur part, les institutions financières, qui sont au centre du processus de passage à la monnaie unique, s'emploient aujourd'hui à définir les procédures pratiques pour opérer la transition, en collaboration avec la Banque de France.

Il s'agit dorénavant de passer au stade industriel du projet afin de mettre en place le plus tôt possible tous les programmes d'investissement nécessaires à la réussite du basculement à l'euro de la place de Paris. C'est l'objet du rapport et des cahiers des charges que l'AFECEI — l'organisme représentatif des établissements de crédit et des entreprises d'investissement — a publié récemment.

Le message des institutions financières et des marchés de capitaux français est donc très clair : la place financière française sera en mesure d'effectuer l'ensemble des opérations en euro dès le début de 1999. C'est là une bonne nouvelle, non seulement pour les agents économiques nationaux, mais également pour les investisseurs et les émetteurs étrangers.

En ce qui concerne le secteur privé non bancaire, on a assisté au cours des derniers mois à d'intenses travaux préparatoires. Diverses études menées en 1995 et 1996 ont montré que les entreprises françaises attendaient que les autorités fournissent des orientations et assurent une coordination avant d'engager des investissements dans la perspective du passage à la monnaie unique. La plupart de ces études ont révélé les mêmes sujets de préoccupation, notamment les questions relatives à la comptabilité et à la fiscalité. Elles ont aussi fait apparaître des différences quant à la rapidité souhaitée pour la transition. Les grandes entreprises à vocation internationale souhaiteront sans doute utiliser l'euro dès 1999, tandis que les entreprises réalisant des activités principalement sur le marché intérieur, notamment les petites et moyennes entreprises, ne passeront à l'euro que lorsque les clients opéreront la transition.

3. Les perspectives de la politique monétaire unique en phase III sont largement dessinées

3.1. Le cadre de la politique monétaire

L'IME a publié, le 10 janvier dernier, le rapport sur le cadre opérationnel de la politique monétaire en phase III prévu par le Traité. Ce document présente les options possibles en matière de stratégie monétaire et les différents instruments qui devraient être à la disposition du Système européen de banques centrales (SEBC), composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales.

L'IME a examiné plusieurs stratégies, pour en retenir deux : la première est axée sur les objectifs monétaires intermédiaires et la seconde directement sur l'inflation. L'IME note également que des stratégies « mixtes » seraient envisageables. En effet, dans certains pays, la stratégie retenue emprunte des éléments aux deux options. En outre, les variables économiques et financières, qui servent d'indicateurs aux banques centrales, sont généralement similaires dans les deux cas. Pour l'IME, il n'est pas nécessaire de formuler à ce stade des recommandations sur la stratégie à privilégier.

Il convient de souligner, à cet égard, que les choix présentés dans ce rapport se caractérisent par un grand pragmatisme, un réel souci d'efficacité, et ne privilégient en aucune manière tel ou tel parti pris théorique ou telle ou telle pratique nationale.

On peut penser qu'un rôle central sera assigné aux agrégats de monnaie conformément à la tradition du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France et de plusieurs partenaires européens, notamment la Banque fédérale d'Allemagne. Cependant, si une politique d'objectif intermédiaire apparaît comme davantage compatible avec le statut d'indépendance du SEBC que la fixation d'une cible directe d'inflation, il faudra aborder les choses avec pragmatisme, compte tenu de la relative hétérogénéité des canaux de transmission de la politique monétaire dans la future zone euro.

Quel que soit le choix, plusieurs éléments clés devront être intégrés, à savoir une définition quantifiée de l'objectif final de stabilité des prix, une politique de communication vers le public, la possibilité de recourir à une large gamme d'indicateurs, des données détaillées sur les agrégats monétaires de la zone euro et des outils de prévision.

Dans le cadre du SEBC, une palette élargie d'instruments de politique monétaire sera disponible.

Il en va ainsi des facilités permanentes à 24 heures, facilité de dépôt d'une part, facilité de refinancement marginal de type Lombard d'autre part, qui détermineront le corridor d'évolution du taux d'intérêt au jour le jour. Le jalon bas de ce corridor (la facilité de dépôt) est un élément nouveau dans notre politique monétaire, tandis que le jalon haut (la facilité de refinancement marginal) diffèrera de notre guichet actuel de pensions de 5 à 10 jours principalement par une échéance plus brève. Les règles de fonctionnement opérationnel de ces facilités (conditions d'accès, conditions de tirages sur avances ou constitution de dépôts) seront mises en œuvre conjointement avec les différents systèmes de règlement brut en temps réel (RTGS), tels que le système TBF en France.

Constituent aussi une nouveauté pour la Banque de France certaines opérations de réglage fin (*fine tuning*) du SEBC, en particulier l'émission de certificats de dette et les *swaps* de devises. La fréquence des opérations de réglage fin dépendra du degré de volatilité que la BCE acceptera pour les taux d'intérêt à très court terme. Elle dépendra aussi du niveau des réserves obligatoires. Du point de vue de la Banque de France, des mesures appropriées devront être prises, permettant au SEBC de ne procéder que rarement à des opérations de réglage fin.

En ce qui concerne enfin les refinancements réguliers, la Banque de France aura à adapter son système d'adjudications. Ces opérations pourront se traiter à taux fixe ou à taux variable, cette dernière modalité étant une nouveauté dans notre panoplie d'instruments de politique monétaire. Enfin, une facilité de refinancement à trois mois sera introduite, qui viendra compléter ce dispositif opérationnel.

3.2. L'euro sera une monnaie internationale de premier plan, crédible et stable

L'euro représentera dans un avenir proche un poids économique majeur, celui de la première puissance économique et commerciale. Le PIB cumulé des 15 pays de l'Union européenne atteint 8 418 milliards de dollars en 1995, soit 21 % de plus que celui des États-Unis. L'Allemagne, la France et le Benelux représentent à eux seuls les trois quarts du PIB des États-Unis. Le taux d'ouverture (exportations/PIB) des économies des 15 pays de l'Union s'établit à 8,9 % (après déduction des échanges intra-zone), chiffre comparable à ceux des États-Unis (8,4 %) et du Japon (8,6 %).

L'euro sera également utilisé comme monnaie de facturation dans certains contrats internationaux même si le dollar a toutes chances de demeurer la monnaie dominante pour certains marchés (aéronautique, matières premières...).

Les marchés de capitaux européens sont certes encore hétérogènes et moins larges que celui des États-Unis. Mais l'usage de l'euro pour le libellé et le règlement d'émissions de titres devrait entraîner un développement des activités financières.

En outre, dans une approche de gestion optimale d'un portefeuille de valeurs internationales, l'émergence d'un large marché de titres publics en euro créera les conditions d'une liquidité qui pourrait approcher celle du marché des titres publics américains. Il en résultera, dans le contexte de globalisation financière mondiale, des possibilités accrues d'arbitrages entre grandes places financières.

L'euro sera une monnaie crédible et stable. La conjonction d'un objectif prioritaire clair de stabilité des prix et d'une indépendance institutionnellement établie est de nature à garantir la continuité des choix des autorités monétaires dans la détermination de la politique monétaire.

L'euro sera une monnaie stable parce qu'il sera géré par une Banque centrale dont l'indépendance sera assurée par un traité international et aussi en raison de la tradition de stabilité monétaire des pays qui constitueront la zone euro, étayée par le respect des critères du traité de Maastricht. En effet, l'euro devrait bénéficier du passé vertueux des monnaies les plus crédibles du SME et du capital de réputation associé aux anciennes monnaies des pays participant à l'Union.

La crédibilité de l'euro en tant que monnaie de réserve reposera également sur des règles de saine gestion budgétaire et sur un « *policy mix* » équilibré. Les règles budgétaires inscrites dans le traité de Maastricht, qui s'appliqueront non seulement pour la sélection des pays participant à l'Union monétaire mais aussi de manière permanente, créent un socle de stabilité financière durable.

En conclusion, deux points méritent d'être soulignés.

– La stabilité monétaire n'est pas seulement un projet pour l'avenir, mais elle s'appuie déjà sur une longue expérience. C'est ainsi que sept des pays faisant partie du mécanisme de change européen n'ont pas enregistré de modification de leurs cours pivots depuis 1987, c'est-à-dire depuis près de dix ans, et, aux yeux des gouvernements et des banques centrales de l'ensemble de ces pays, les cours pivots actuels, si l'on prend en compte toutes les données appropriées, reflètent bien les données économiques fondamentales. Ces sept pays comptent au total 170 millions d'habitants, soit un chiffre situé à mi-chemin entre les populations du Japon et des États-Unis.

– La Banque de France est bien évidemment attachée de façon inébranlable à la solidité de sa monnaie au sein du groupe des monnaies les plus crédibles en Europe. C'est là une partie intégrante de notre politique monétaire.

À cet égard, il est extrêmement important que l'euro conserve l'héritage des devises les plus solides et les plus crédibles de l'Union européenne. Nos taux d'intérêt à dix ans, qui sont actuellement au troisième niveau le plus bas dans le monde, intègrent deux ans de franc français et huit ans d'euro. Cette persistance de la crédibilité permettra non seulement de répondre aux attentes des populations mais aussi de préserver les plus bas taux possibles de financement de nos économies.

LES RAPPORTS RÉCENTS DU COMITÉ SUR LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT DU G 10

Les banques centrales procèdent désormais à de nombreuses études dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement. Cet effort de réflexion s'explique par la prise de conscience du rôle croissant joué par ces systèmes dans la stabilité et l'efficacité des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble.

JÉRÔME LACHAND

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

Depuis plusieurs années maintenant, les banques centrales du Groupe des Dix (G 10) ont publié un certain nombre d'études dans le domaine des systèmes de paiement¹. Ces réflexions, qui ont été menées à bien dans le cadre du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (*Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS*) et de la Banque des règlements internationaux, se justifient par le rôle croissant joué par ces systèmes dans la stabilité et l'efficacité des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble.

¹ Les rapports sont disponibles auprès de la Banque de France, DMPE – 09-1155 – CLIP – 75049 Paris Cedex 01.
Cf. aussi l'article publié dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 3 (mars 1994).

1. Rapport sur les systèmes à règlement brut en temps réel ¹

Le rapport sur les systèmes de paiement à règlement brut en temps réel (en anglais : *Real Time Gross Settlement* ou RTGS) est la première étude de ce type effectuée par les banques centrales. Elle est justifiée par le fait que ces systèmes sont désormais au cœur des dispositifs de règlement de tous les pays du G 10 et de l'Union européenne. En France, il s'agit du système TBF réalisé par la Banque de France en liaison avec les banques, et qui commencera à fonctionner fin 1997.

Préparé par un groupe d'études présidé par Yvon Lucas (Banque de France), ce document étudie les principales caractéristiques des RTGS, en particulier en ce qui concerne la gestion de la liquidité en monnaie centrale, les modalités d'acheminement des ordres de paiement, la gestion des files d'attente. Dans sa dernière partie, le rapport examine l'interconnexion avec d'autres systèmes de paiement, les conséquences possibles de leur généralisation sur la conduite de la politique monétaire, et il est procédé à une comparaison des RTGS avec les systèmes de compensation.

Par nature analytique, ce rapport vise avant tout à clarifier un certain nombre de questions complexes, et non à préconiser des solutions sur lesquelles il n'existe à ce jour pas nécessairement de consensus au sein des banques centrales du G 10.

1.1. Les concepts fondamentaux

Le rapport met en évidence les concepts fondamentaux dans le domaine des systèmes de gros montant, au premier rang desquels l'importance des conditions de transfert de l'information sur le règlement d'une transaction. À cet égard, à la différence des systèmes de compensation, dans lesquels un délai généralement long s'écoule entre la réception de l'information sur le paiement et son règlement irrévocable en monnaie centrale, les systèmes RTGS offrent la possibilité d'effectuer de façon immédiate des règlements irrévocables en monnaie centrale. Ces systèmes contribuent ainsi à limiter considérablement les risques de règlement et le risque systémique.

1.2. Caractéristiques principales

L'efficacité de la gestion de la liquidité intrajournalière en monnaie centrale conditionne le bon fonctionnement des systèmes RTGS. Les modalités de fonctionnement peuvent différer selon les systèmes. Dans certains cas, les paiements émis à partir d'un compte insuffisamment provisionné sont rejetés par le système. Dans la plupart des cas, toutefois, ils sont mis en file d'attente. Le rapport analyse les différents mécanismes de gestion des files d'attente, ces mécanismes contribuant à améliorer l'efficacité des systèmes en diminuant les besoins intrajournaliers de monnaie centrale.

Des différences sont également constatées en ce qui concerne les conditions de mise à disposition par les banques centrales de prêts intrajournaliers. Dans certains cas, la banque centrale n'accorde pas de prêts intrajournaliers. Dans d'autres pays — et c'est en particulier le cas au sein de l'Union européenne —, elle octroie des liquidités intrajournalières moyennant un apport de garanties. Dans d'autres cas, enfin, elle octroie des liquidités intrajournalières non garanties mais plafonnées et assorties du paiement d'un taux d'intérêt.

¹ *Real-Time Gross Settlement Systems*, BRI, mars 1997

1.3. Conséquences de la mise en œuvre des systèmes RTGS

Le rapport analyse les possibilités d'interconnexion soit entre les systèmes RTGS eux-mêmes, soit entre ces derniers et d'autres types de systèmes de paiement ou de règlement de titres. L'interconnexion entre les systèmes RTGS est rendue possible par le fait que les règlements traités dans ces systèmes sont irrévocables. Au niveau de l'Union européenne, les systèmes RTGS seront interconnectés et ils formeront le système *Target*¹ qui offrira, dès le début de la phase III, la possibilité d'effectuer des règlements transfrontière de gros montant en euro dans les meilleures conditions de sécurité et de rapidité. En France, le lien étroit qui existera entre le système TBF et le système de règlement-livraison de titres RGV est un exemple d'interconnexion entre un système RTGS et un système de règlement de titres.

Sont également analysées les conséquences possibles sur la conduite de la politique monétaire de la généralisation des systèmes RTGS, et en particulier l'éventualité de création à terme de marchés monétaires fonctionnant sur une base intrajournalière.

Enfin, en conclusion, le rapport comporte une description rapide des mécanismes de protection qui peuvent être mis en place dans les systèmes de compensation de façon à respecter les normes sur les systèmes de compensation établies par les banques centrales du G 10 (dites « normes Lamfalussy »).

2. Rapport sur les règlements de chambres de compensation d'instruments dérivés²

À la suite des différents travaux menés en 1994 et 1995 dans le cadre de la BRI (Rapports Hannoun, Fisher, Brockmeijer, au Comité des euromonnaies), il est apparu nécessaire de procéder à l'étude des risques de crédit et de liquidité encourus par les chambres de compensation d'instruments dérivés, notamment dans des situations de forte volatilité des marchés, ainsi que de leurs liens avec les systèmes de paiement. À cette fin, le CPSS a créé un groupe de travail *ad hoc*, présidé par Patrick Parkinson, directeur associé à la division Recherches et Statistiques du Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale des États-Unis.

De façon générale, le rapport n'a pas pour objet d'évaluer les pratiques des différentes chambres de compensation. Les mesures préconisées pour renforcer les dispositifs de maîtrise des risques par les chambres de compensation constituent des recommandations à caractère général.

2.1. Les moyens de maîtriser les risques supportés par les chambres de compensation

Après avoir exposé les sources de risques des chambres de compensation (défaut d'un adhérent, défaut d'une banque commerciale agent de règlement, risque de crédit et de liquidité sur les ressources de la chambre de compensation, risques juridiques et opérationnels), le rapport décrit les solutions mises en place pour les maîtriser (conditions d'accès au marché, appels de marges quotidiens et dépôts de garantie, ressources à disposition de/ou mobilisables par la chambre de compensation, règles prudentielles, existence de procédures destinées à faire face à une défaillance).

Le rapport identifie les faiblesses potentielles des dispositifs de maîtrise des risques telles que des conditions d'accès au marché insuffisamment rigoureuses, un calcul du niveau des marges et dépôts de garantie dépendant de la capacité à effectuer un contrôle des positions en temps réel, des ressources de la chambre insuffisantes ou pas assez liquides. Le rapport consacre des développements spécifiques aux risques exogènes induits par la volatilité des marchés ou par l'absence d'irrévocabilité intra-journalière des règlements, ou par la défaillance potentielle des banques commerciales agissant en tant que qualité d'agent de règlement.

¹ Cf. « Le système Target », *Bulletin de la Banque de France* n° 35 (novembre 1996)

² *Clearing Arrangements for Exchange-Traded Derivatives*, BRI, mars 1997

En ce qui concerne les modalités de règlement des sommes dues¹ aux/par les chambres de compensation, le groupe a identifié deux modèles, le modèle 1, règlement par l'intermédiaire d'un compte à la banque centrale² ou le modèle 2, règlement par l'intermédiaire de banques commerciales³. De façon générale, le modèle 1 apparaît comme plus simple et présente des garanties de sécurité supérieures au modèle 2, puisqu'il évite l'interposition de banques commerciales dans le processus de règlement des opérations entre la chambre de compensation et les adhérents compensateurs. Néanmoins, l'utilisation de l'un ou l'autre des modèles dépend en partie de situations historiques et institutionnelles (statut de la chambre de compensation et des adhérents).

2.2. Mesures proposées pour renforcer les dispositifs de maîtrise des risques

En premier lieu, les calculs d'appel de marge, aujourd'hui effectués une fois par jour de négociation, pourraient être réalisés plusieurs fois par jour, évitant ainsi que d'amples fluctuations de marché n'accroissent le risque de crédit et de liquidité encouru par les chambres de compensation. De plus, cette mesure, combinée avec les systèmes de suivi en temps réel des positions des adhérents des chambres de compensation, permettrait à ces dernières de renforcer leurs dispositifs de surveillance des risques.

En deuxième lieu, en matière de procédures de règlement, la mise en place de système RTGS et de systèmes de règlement-livraison de titres offrant la possibilité de règlements de titres irrévocables en cours de journée permet aux chambres de compensation et aux adhérents compensateurs de maîtriser leur risque de crédit et de liquidité. Le rapport préconise également que les relations contractuelles entre les chambres de compensation et les banques commerciales de règlement du modèle 2 soient clarifiées afin d'éliminer toute ambiguïté sur les obligations de chacune des parties.

En troisième lieu, le rapport préconise l'analyse de scénarios de crise afin d'évaluer le risque de crédit et de liquidité dans des situations de forte volatilité des marchés. En utilisant des scénarios reflétant les différentes hypothèses d'évolution des variables du marché, il est possible d'effectuer des simulations sur la perte la plus importante qu'un intervenant serait susceptible d'enregistrer d'un jour à l'autre et d'évaluer l'insuffisance potentielle des dépôts de garantie et/ou des ressources des chambres de compensation.

2.3. Les autres points étudiés

En ce qui concerne le développement des transactions internationales sur les marchés dérivés, le rapport s'attache à passer en revue les risques spécifiques relatifs aux opérations transfrontière, tels les contrats financiers en devises (le règlement des appels de marges en devises implique un délai plus long), les collatéraux en devises (dont la liquidation en cas de défaut devra faire l'objet de conversion dans la monnaie de règlement), les intervenants étrangers (surveillance de la solidité financière rendue plus difficile, conflit de législation en cas de défaillance). Le rapport identifie également les types de liens existant entre chambres de compensation (*clearing links* ou *mutual offset*).

Dans le domaine des compensations d'opérations de gré à gré sur produits dérivés, trois chambres de compensation (États-Unis, Pays-Bas, Suède) offrent leurs services pour un certain nombre de produits de gré à gré *Over the Counter* (OTC). Jusqu'à présent cependant, l'intérêt des intervenants pour ce type d'initiative est resté limité, essentiellement en raison de mécanismes alternatifs existants, tels que des systèmes d'appels de marges bilatéraux, ou en projet, comme celui du *Chicago Mercantile Exchange Swaps Collateral Depository* visant à proposer un système centralisé de valorisation et de gestion des garanties.

¹ Dépôts de garantie, appels de marges, règlements à l'échéance, primes d'options

² Allemagne, France, Italie, Suisse

³ Belgique, Canada, États-Unis, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède

Pour ce qui concerne les aspects pruden­tiels, le rapport recommande que les établissements de crédit procèdent à une analyse des risques de crédit qui découlent de leur participation au processus de compensation, que ce soit en tant qu'adhérent compensateur ou par le biais d'intermédiaires (risque de perte des dépôts de garantie initiaux, d'être appelé en cas de défaillance à un processus de partage des pertes, risque de défaillance de l'intermédiaire). Les autorités de surveillance bancaire pourraient revoir les pratiques des banques en la matière pour évaluer la nécessité de les améliorer. L'importance des risques dépend de la solidité des dispositifs de compensation et de protection offerts à la clientèle. À cet égard, le rapport ne préconise pas de nouvelle charge en capital mais une approche au cas par cas.

3. Rapport sur le risque de règlement relatif aux opérations de change ¹

Le volume considérable des opérations de change effectuées quotidiennement dans le monde, dans un contexte d'interdépendance croissante des acteurs et des marchés, suscite un certain nombre de préoccupations. L'enquête menée par la BRI en avril 1995 estime à 1 230 milliards de dollars le montant quotidien moyen des opérations de change, en progression de 40 % depuis 1992. Comme chaque opération de change nécessite au minimum deux paiements, on peut penser que les règlements portent sur des sommes beaucoup plus importantes. Bien que la probabilité d'une perturbation majeure des règlements des opérations de change soit faible, ses répercussions pourraient être considérables. Ce risque de règlement s'est, au demeurant, déjà manifesté en 1974, lors de la faillite de la Banque Herstatt, et, plus récemment, à la suite des défaillances de la Banque Drexel (1990), de la BCCI (1991) et de la Banque Barings (1995).

Fruit du travail d'un groupe présidé par Peter Allsopp (Banque d'Angleterre), le rapport publié sur ce sujet par les banques centrales du G 10 analyse la question du risque de règlement dans les opérations de change, et propose une stratégie visant à le réduire.

3.1. L'importance du risque de règlement

Le risque de règlement des opérations en devises (souvent qualifié de « risque Herstatt ») naît du décalage entre le règlement des deux devises échangées lors d'une même opération de change. Ainsi, dans une opération de change yen contre dollar, compte tenu du décalage horaire entre Tokyo et New York, la livraison des yens peut avoir été effectuée par la banque qui achète les dollars avant que ces derniers ne soient livrés à New York ². La banque japonaise supporte donc, dans l'intervalle, un risque vis-à-vis de sa contrepartie.

Aux problèmes de décalage horaire s'ajoutent les caractéristiques propres des systèmes de paiement nationaux utilisés, ainsi que le traitement opéré par les banques contreparties elles-mêmes, le tout conduisant celles-ci à supporter une exposition au risque pendant plusieurs jours. Compte tenu des pratiques actuelles, l'exposition maximale d'une banque peut être égale, voire supérieure, au total des sommes à recevoir sur trois jours d'opérations, ce qui peut représenter un montant d'engagement, sur une seule contrepartie, excédant le total de ses fonds propres.

L'étude à laquelle le groupe de travail des banques centrales du G 10 a procédé auprès d'environ quatre-vingts grandes banques commerciales a mis en évidence le fait que ce risque était souvent mal appréhendé par les banques, qui, de ce fait, ont tendance à le sous-estimer dangereusement.

¹ Cf. également l'article paru dans le *Bulletin de la Banque de France* n° 33 (septembre 1996)

² Le délai minimum nécessaire pour le règlement d'une opération yen contre dollar peut atteindre 18 heures si les systèmes de compensation Feys et Chips sont utilisés, respectivement à Tokyo et à New York.

3.2. La stratégie proposée par les banques centrales

Après avoir mis en évidence l'importance du risque de règlement dans les opérations en devises, le rapport propose une stratégie visant à le réduire. Cette stratégie s'articule autour de trois axes : d'abord, inciter les établissements de crédit à améliorer leurs pratiques internes ; ensuite, faire en sorte de réduire le niveau global d'exposition au risque en utilisant les techniques de compensation ; enfin, réfléchir à la mise en place d'un système assurant le « paiement contre paiement (en anglais *Payment-Versus-Payment* – PVP) à l'image du concept de livraison contre paiement (en anglais *Delivery-Versus-Payment* – DVP) développé à propos des transactions sur titres.

3.2.1. Le rôle des banques commerciales

Cette stratégie repose en premier lieu sur les établissements de crédit eux-mêmes, qui devront, tant individuellement que collectivement, améliorer leurs pratiques pour réduire les risques.

Les établissements de crédit peuvent réduire notablement les risques qu'ils supportent à titre individuel et le risque systémique en général, en particulier en améliorant leurs procédures de post-marché dans le domaine des paiements transfrontière. Des dispositifs de mesure et de limitation du risque de règlement devraient être mis en place à cette fin. Le rapport propose une méthodologie de mesure de l'exposition individuelle au risque de règlement, et suggère des techniques de contrôle de cette exposition.

Des mécanismes multidevises bien conçus pourraient également diminuer les risques supportés par les établissements de crédit, et accroître l'efficacité des mesures individuelles adoptées. Un certain nombre d'initiatives ont déjà été prises dans ce domaine dans le monde, avec notamment les mécanismes de compensation bilatérale tels que FXNET, ainsi que le système *Echo* de compensation multilatérale¹. Plus récemment, dix-sept grandes banques internationales ont créé, en octobre 1994, le « Groupe des Vingt » afin d'étudier différents schémas d'organisation susceptibles d'assurer le PVP, en accord avec les propositions du rapport.

3.2.2. Le rôle des banques centrales

L'efficacité de la stratégie proposée dépend aussi dans une large mesure des banques centrales elles-mêmes. Celles-ci ont donc décidé d'inciter les banques commerciales à améliorer leurs pratiques, de transmettre le rapport aux contrôleurs bancaires, et de coopérer avec les établissements de crédit dans leurs initiatives. Un délai de deux ans a été fixé pour la mise en place par les banques des mesures envisagées dans le rapport.

En particulier, les banques centrales se sont engagées, afin de réduire leur exposition au risque, à mettre à la disposition des établissements des systèmes de paiement de montant élevé offrant une irrévocabilité des règlements en cours de journée (tel le système TBF en France).

L'élargissement des heures d'ouverture des systèmes de règlement peut également permettre de faciliter le règlement simultané de deux devises. Ainsi, aux États-Unis, le système à règlement brut en temps réel *Fedwire* ouvrira à 0 heure, contre 8 heures du matin actuellement, à partir de 1997. La France dispose actuellement de la plage d'ouverture la plus large — de 8 h à 18 h 30 —, ce qui permet un recouvrement de deux heures avec le système de paiement japonais et de quatre heures avec le système américain. Dans le cadre du système *Target*, les heures d'ouverture des systèmes à règlement brut en temps réel des pays de l'Union européenne seront harmonisées et elle comporteront une large plage d'ouverture.

¹ Le système *Echo* de compensation multilatérale d'opérations de change, qui a démarré en août 1995, est installé à Londres.

4. Rapport sur la diffusion d'informations relatives aux systèmes de règlement de titres ¹

Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et l'IOSCO ont procédé à l'élaboration d'un questionnaire concernant les systèmes de règlement de titres et les dépositaires centraux. L'objectif recherché est d'améliorer et d'homogénéiser l'information sur ces systèmes et sur les moyens dont ils disposent pour contrôler les risques.

Dans ce but, le rapport propose une grille d'analyse des risques qui se présente sous la forme d'un questionnaire très complet de plus de 200 points. Les domaines étudiés ont trait à l'organisation des systèmes (structure juridique, règlements et procédures en vigueur), aux risques liés aux transferts de titres (irrévocabilité des opérations, traitement des défauts de livraison), aux procédures internes de contrôle des risques des dépositaires, ainsi qu'aux risques opérationnels.

Ce questionnaire sera rempli par les dépositaires et par les gestionnaires de systèmes de règlement de titres sur une base volontaire.

¹ *Disclosure Framework for Securities Settlement Systems*, BRI, mars 1997

A N A L Y S E S

MARCHÉ OBLIGATAIRE DE L'EUROFRANC AU PREMIER TRIMESTRE 1997 ¹

Au premier trimestre 1997, les volumes d'émissions d'euro-obligations se sont inscrits dans la lignée de ceux recensés en 1996. Les émissions nettes en eurofrancs se sont élevées à 38,6 milliards de francs au premier trimestre 1997, contre 134,9 milliards pour l'ensemble de 1996. La part de ces émissions nettes par rapport aux opérations domestiques est restée stable à un tiers environ de l'ensemble des émissions.

Les principales explications de ces flux élevés demeurent :

- la stabilité du franc ;
- le niveau historiquement bas des taux d'intérêt et la forte pente de la courbe des taux qui a incité les investisseurs à se porter sur le long terme ;
- un souci de diversification et la recherche par les investisseurs de « papier à *spread* » dans un contexte où l'État et les administrations publiques constituent les principaux émetteurs domestiques ;

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

– la perspective de l'Union économique et monétaire (UEM), qui incite les émetteurs non résidents à mieux se faire connaître des investisseurs français.

Le marché conserve les mêmes caractéristiques qu'en 1996 et reste dominé par les émetteurs non résidents (79 % au premier trimestre 1997) et les investisseurs résidents (90 % pour les deux premiers mois de l'année).

Par ailleurs, les innovations techniques se sont accélérées : développement d'émissions présentant un taux fixe les premières années et un taux indexé sur divers indices les années suivantes (TEC 10, TIOP...), coupons destinés à des investisseurs anticipant la convergence des taux courts allemands et français... Plusieurs émissions subordonnées ont également été initiées ce trimestre. Enfin, la préparation à l'Union monétaire a conduit au lancement d'opérations calibrées pour favoriser le passage à l'euro avec l'émission de titres multi-devises, convertibles en euro, qui seront fusionnés après la réalisation de l'Union monétaire.

PIERRE SOLA

SYLVIE RENOTON-MARILLIA

Direction de la Balance des paiements

Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

1. Forts volumes d'émissions

Les émissions ont conservé le rythme soutenu de l'année 1996, sur le compartiment de l'eurofranc comme sur le segment domestique.

ÉMISSIONS OBLIGATAIRES EN FRANCS DE 1989 À 1996									
<i>(montant en milliards de francs)</i>									
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 (1 ^{er} trim.)
Émissions nettes en eurofrancs.....	25,3	40,4	89,3	112,2	187,7	116,4	10,4	134,9	38,6
<i>Émissions brutes</i> <i>en eurofrancs.....</i>	25,3	40,7	91,6	126,9	207,9	135,3	48,7	190,4	45,8
<i>Remboursements</i>	0,0	0,3	2,3	14,7	20,2	18,9	38,3	55,5	7,2
Émissions nettes sur le marché intérieur.....	207,0	179,5	179,6	185,7	315,2	197,2	186,4	249,5	79,7
Émissions totales nettes	232,3	219,9	268,9	297,9	502,9	313,6	196,8	384,4	118,3
NB : Chiffres révisés									
Source : Banque de France DESM – SEVAM									
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX									
Mise à jour le 7 mai 1997									

Cette évolution s'explique par un contexte semblable à celui de 1996 :

– stabilité du franc au cours de ce trimestre. La volatilité implicite à un mois du franc contre deutschemark, qui avait légèrement remonté en décembre 1996, à 2,50 %, après avoir atteint 1,65 % fin juin, a de nouveau fortement diminué, jusqu'à 1,0 % fin mars ;

COURS ET VOLATILITÉ DU FRANC de décembre 1995 à mars 1997								
	31 décembre 1995	29 mars 1996	28 juin 1996	30 septembre 1996	31 décembre 1996	31 janvier 1997	28 février 1997	31 mars 1997
Devises (cours)								
DEM/FRF.....	3,4182	3,4098	3,3827	3,3845	3,3711	3,3765	3,3754	3,3680
USD/FRF.....	4,9000	5,0315	5,1525	5,1715	5,2370	5,5155	5,7115	5,6335
Volatilité implicite à un mois (en pourcentage)								
DEM/FRF.....	3,25	2,00	1,65	2,00	2,50	2,20	1,85	1,00
NB : Dans le présent tableau, les devises sont désignées par leur code ISO, à savoir : DEM (deutschemark) ; FRF (franc français) ; USD (dollar américain).								
Source : Banque de France Direction des Changes								
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX								
Mise à jour le 7 mai 1997								

Marché obligataire de l'eurofranc au premier trimestre 1997

– maintien d'une courbe de taux assez pentue, puisque l'écart entre les taux nominaux à 10 ans et le TIOP 3 mois était encore de l'ordre de 230 points de base en mars 1997, contre 236 points de base en mars 1996 ;

– perspective de l'UEM, qui devrait se traduire par une concurrence accrue entre les émetteurs, de sorte que de nombreux non-résidents se sont présentés sur le marché français en vue d'améliorer leur notoriété auprès des investisseurs nationaux ;

– souci de diversification et recherche de « papier à *spread* » des investisseurs, dans un contexte où le marché intérieur est totalement accaparé par les émissions de l'État et de quelques grands établissements publics ;

ÉMISSIONS NETTES SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR au premier trimestre 1997

(montant en milliards de francs)

État	Autres administrations publiques hors PTT	Établissements de crédit et assimilés	Sociétés non financières	Non-résidents	Total
90,0	7,5	- 12,4	- 4,4	- 1,0	79,7

Source : Banque de France
DESM – SEVAM

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Mise à jour le 7 mai 1997

– poursuite de la baisse des taux à long terme, qui sont revenus (en taux moyen mensuel) de 5,75 % à 5,66 % de décembre 1996 à mars 1997 (après avoir atteint 5,46 % en février).

En outre, l'accentuation de l'écart de taux avec l'Allemagne a constitué une incitation supplémentaire pour les émetteurs à se présenter sur le marché international du franc.

ÉCART OAT-BUND (entre moyennes mensuelles)

(en pourcentage)

31 décembre 1995	30 juin 1996	31 décembre 1996	31 janvier 1997	28 février 1997	31 mars 1997
0,67	- 0,03	- 0,06	- 0,10	- 0,11	- 0,11

Source : Banque de France
DEER – ECOET

Réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Mise à jour le 7 mai 1997

2. Émetteurs

2.1. Répartition entre émetteurs résidents et non résidents

La prédominance des émetteurs non résidents a persisté au cours de ce trimestre, quoique légèrement atténuée par rapport à 1996. Parmi les résidents, le Crédit local de France (3 milliards de francs), la Caisse centrale du crédit immobilier de France (3 milliards), la Société générale (1,5 milliard) et Alcatel (1,5 milliard) ont été les principaux emprunteurs autorisés à se présenter sur le compartiment international.

RÉPARTITION ENTRE ÉMETTEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS							
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>							
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 (1 ^{er} trim.)
Émetteurs résidents	63	65	62	42	23	16	21
Émetteurs non résidents	37	35	38	58	77	84	79
Total	100	100	100	100	100	100	100
Source : Banque de France DESM – Direction de la Balance des paiements							
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX							
Mise à jour le 7 mai 1997							

2.2. Répartition sectorielle

Un des traits marquants du trimestre a été la proportion élevée d'émissions d'États ou de « supranationaux ». Ces émissions sont conditionnées par des facteurs financiers rappelés au paragraphe 1, mais aussi, pour certains États, par la volonté politique d'afficher leur détermination à participer à l'Union monétaire.

RÉPARTITION SECTORIELLE DES ÉMETTEURS				
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>				
	1994	1995	1996	1997 (1 ^{er} trim.)
Agents financiers	57	53	64	54
États et organismes internationaux	22	25	21	32
Autres (sociétés non financières ...)	21	22	15	14
Total	100	100	100	100
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements				
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX				
Mise à jour le 7 mai 1997				

3. Investisseurs

La répartition des investisseurs sur le marché primaire (y compris le marché gris ¹) de l'eurofranc s'est établi comme suit au cours des deux premiers mois de l'année. Les investisseurs résidents ont à nouveau acquis une forte proportion des titres émis.

RÉPARTITION ENTRE INVESTISSEURS RÉSIDENTS ET NON RÉSIDENTS SUR LE MARCHÉ PRIMAIRE DE L'EUROFRANC en janvier et février 1997	
<i>(en milliards de francs)</i>	
	Montant
Investisseurs résidents	18,4
Investisseurs non résidents	1,9
Total	20,3
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SIPEX	
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX	
Mise à jour le 7 mai 1997	

4. Modalités d'émission

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

La proportion des euro-effets à moyen terme (EMTN) sur le marché de l'eurofranc s'est quelque peu réduite en 1997. Ces émissions font l'objet de programmes de lancement préalables, ce qui permet de déclencher les opérations proprement dites au moment choisi par l'émetteur avec une grande rapidité et donc de profiter au mieux des opportunités de marché. Une des explications de la part plus faible des EMTN réside dans la proportion plus élevée des émissions d'États, qui, en général, passent plutôt par des obligations classiques.

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'EURO-EFFETS À MOYEN TERME de 1994 à 1996				
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>				
	1994	1995	1996	1997 (1 ^{er} trim.)
Obligations <i>stricto sensu</i>	83	68	65	73
EMTN	17	32	35	27
Total	100	100	100	100
Source : Banque de France Direction de la Balance des paiements				
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX				
Mise à jour le 7 mai 1997				

¹ Qui correspond aux ventes réalisées par les souscripteurs initiaux et aux transactions engagées avant même le règlement effectif des obligations à l'émetteur

Les principales émissions d'obligations ou d'EMTN effectuées par des États ou supranationaux ont été les suivantes ¹ :

- République d'Autriche : 5 milliards de francs (*parallel bond*, emprunt convertible en euro) ;
- Banque européenne d'investissement (BEI) : 3 opérations pour 5,9 milliards de francs ;
- Conseil de l'Europe : 2 opérations pour 2,3 milliards de francs.

En outre, l'Espagne et le Portugal ont lancé deux émissions pour respectivement 4 milliards de francs et 3 milliards en mars, qui seront réglées en avril.

4.2. Diversification de la nature des coupons

Comme les années précédentes, la plupart des émissions sur le compartiment de l'eurofranc ont été assorties d'un taux fixe.

RÉPARTITION DES ÉMISSIONS EN FONCTION DE LEUR COUPON				
<i>(en pourcentage des émissions brutes)</i>				
	1994	1995	1996	1997 (1 ^{er} trim.)
Taux fixe	88,7	82,0	86,5	70,6
Taux variable indexé sur				
<i>TIOP</i>	1,4	7,9	4,7	9,5
<i>Indice long terme</i>	0,4	0,0	3,8	3,3
Divers (a)	5,4	6,4	4,2	15,6
Zéro coupon	4,1	3,7	0,8	1,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Dont certaines émissions alternant coupons fixes et coupons indexés

Source : *International Financing Review*
Réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Mise à jour le 7 mai 1997

Ces chiffres ne doivent pas cacher qu'une proportion élevée d'opérations font l'objet de contrats d'échange par les émetteurs, qui souvent transforment leur endettement à taux fixe contre un taux variable (le TIOP constituant la référence la plus fréquente).

Peu d'émissions purement à taux variable ont été réalisées. En revanche, un nombre accru d'opérations était basé sur un taux fixe pour les premières années et un taux variable indexé sur le TEC 10 par la suite (pour 5,2 milliards de francs au premier trimestre). En Allemagne ou en Italie, ce type de montage a également été observé, mais avec un taux d'indexation des flux variables sur le Libor — par exemple : un EMTN de la BEI en deutschemark à 10 ans prévoyait un coupon de 8 % les quatre premières années et 16 % – (2 × Libor 6 mois) pour les six années suivantes.

En outre, il convient de mentionner une émission réalisée en janvier par Eurofima (organisme collectant des fonds pour les chemins de fer de l'Union européenne) dont le coupon était destiné aux investisseurs anticipant une poursuite de la convergence des taux à court terme allemands et français, soit 5,561 % + [4 x (Libor franc 3 mois – Libor deutschemark 3 mois)].

Cette émission, de 1 milliard de francs, a été couronnée de succès. En dépit de celui-ci, cette formule a, jusqu'à présent, fait peu d'émules (seule la Nordic Investment Bank a eu recours à une émission comparable pour environ 300 millions de francs).

¹ Les chiffres sont évalués en date de règlement. Le règlement d'une émission intervient avec un délai plus ou moins important après le lancement de l'opération.

4.3. Techniques visant à augmenter les rendements

Dans ce contexte de baisse des taux d'intérêt, les émetteurs ont utilisé plusieurs techniques permettant d'offrir des rendements plus élevés aux investisseurs :

– émissions à échéance longue : 11,3 milliards de francs ont été lancés au premier trimestre pour une durée de 12 ans, tandis que le Royaume d'Espagne lançait une émission à 15 ans pour 4 milliards de francs en mars dernier ;

– émissions de titres de dette subordonnée : ce type d'émission s'était développé sur d'autres euromarchés, et particulièrement en dollar, en 1996, alors que très peu avaient vu le jour sur le marché du franc : trois émissions de cette nature ont été lancées au premier trimestre :

- 1,5 milliard par la Société générale,
- 750 millions par la Rheinhyp (Rheinische Hypothekenbank),
- 1,5 milliard par la BGB Finance.

– émissions de *Pfandbriefe* : parmi les émissions notées AAA, les rendements les plus attrayants sur le marché sont actuellement servis par les émetteurs de titres garantis par des actifs. Au sein de cette catégorie, certains émetteurs allemands de *Pfandbriefe*, c'est-à-dire d'obligations garanties par des prêts hypothécaires ou garanties par des prêts aux administrations publiques, cherchaient justement à placer leurs titres auprès d'investisseurs internationaux. Une des mesures prises pour y parvenir a consisté pour la Frankfurter Hypothekenbank Centralboden à proposer pour la première fois une *Pfandbrief* libellée dans une devise étrangère, en l'occurrence le franc. Cette première opération de l'émetteur, couronnée de succès, pourrait être suivie d'une seconde en 1997.

4.4. Préparation à l'UEM

L'aspect le plus visible de cette préparation est lié au lancement d'émissions libellées en plusieurs devises, convertibles en euro et qui seront fongibles après la réalisation de l'Union monétaire (cf. *Bulletin de la Banque de France* – n° 40 – avril 1997).

Les principales opérations de ce type ont été les suivantes.

Émetteurs	Caractéristiques des titres
République d'Autriche.....	5 milliards de francs assimilés au <i>Bund</i> autrichien à 7 ans (a)
BEI.....	3 milliards de francs et 300 millions de couronnes norvégiennes
Caisse centrale de crédit immobilier de France.....	3 milliards de francs et 300 millions d'écus
Société générale.....	1,5 milliard de francs et 300 millions de deutschemarks
Baden Wurtemberg – L. Finance NV (filiale de l'agence publique allemande de développement L. Bank).....	2 milliards de francs et 750 millions de deutschemarks
Siemens.....	2,5 milliards de francs, 500 millions de couronnes norvégiennes et 750 millions de deutschemarks
(a) Il s'agit d'un « <i>parallel bond</i> », c'est-à-dire une euro-obligation qui présente exactement les mêmes caractéristiques qu'un emprunt domestique autrichien déjà existant <i>Bund</i> 5,5 %, maturité 18 janvier 2004, pour environ 7,5 milliards de francs).	
Source : <i>International Financing Review</i> Banque de France DESM – SEVAM	
Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX	
Mise à jour le 7 mai 1997	

Plutôt qu'une véritable avancée technique, ces émissions peuvent parfois être considérées comme une création « mercatique ». En particulier, l'amélioration de la liquidité n'aura lieu qu'à partir de 1999, ce qui est tout de même tardif. Les coûts d'émission ne sont pas inférieurs, et les avantages principaux pour l'émetteur sont surtout la publicité accordée à ces opérations et l'affichage d'une détermination politique à participer à l'UEM, dans le cas d'émetteurs souverains.

LES CRÉDITS AU LOGEMENT CONSENTIS AUX MÉNAGES EN 1996 ÉVALUATION DU MOUVEMENT DE RENÉGOCIATION ET CORRECTION DES STATISTIQUES

L'ampleur de la reprise dont ont bénéficié les mises en force de crédits nouveaux à l'habitat durant l'année 1996 (cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 40 – avril 1997) a sans aucun doute été accentuée par un mouvement de renégociation qui conduit à corriger leur volume d'un pourcentage de l'ordre de 5,3 %.

BRUNO RIZZARDO
Direction de la Conjoncture
Pôle logement

1. Analyse des résultats de l'enquête par marché

Une comparaison de l'évolution des marchés immobiliers avec les résultats des centralisations de crédits nouveaux à l'habitat (CNH) montre que la progression de la production de l'ensemble des concours (non aidés + aidés) destinés à financer les logements neufs (+ 24,13 %) est compatible avec celle de l'activité (+ 4,4 % de mises en chantier de maisons individuelles et + 18,0 % de ventes d'appartements). L'accroissement des seuls concours non aidés (+ 44,46 %) est à mettre pour partie en liaison avec le biais introduit dans les statistiques CNH par la création du prêt à taux zéro (PTZ) qui, au contraire du prêt d'accèsion à la propriété (PAP), ne permet pas de financer l'intégralité d'une opération et entraîne un report de crédits aidés vers les crédits non aidés. Par ailleurs, la resolvabilisation d'un nombre important de ménages, qu'ont permis à la fois la réforme de l'accèsion à la propriété (PTZ) et la baisse du coût des crédits immobiliers, a mécaniquement relevé le taux d'endettement puisque ceux-ci disposent d'un apport personnel peu élevé.

De même, la hausse des crédits mis en force pour le financement d'opérations d'amélioration-entretien du logement (+ 7,79 % pour l'ensemble des crédits et + 8,05 % pour les crédits non aidés) est compatible avec la relative stabilité de l'activité de ce secteur en 1996.

Par contre, la progression observée sur le marché de l'ancien (+ 41,42 % pour l'ensemble des crédits et + 39,67 % pour les crédits non aidés) paraît trop éloignée des indices d'activité (– 3,4 % au premier semestre et + 6,6 % au second, selon la Fédération nationale des agents immobiliers – FNAIM) et ne peut être justifiée uniquement par le soutien apporté par l'accessibilité du PTZ au logement ancien et par l'accroissement du taux d'endettement des acquéreurs. L'écart peut s'expliquer par le mouvement de renégociation enregistré durant l'année, qui a sans doute eu un impact sur les statistiques de crédits nouveaux à l'habitat, malgré l'exclusion de ce type d'opération de son champ de recensement. En effet, les renégociations internes¹ n'ont pas toujours pu être isolées des crédits nouveaux, tandis que les renégociations externes² sont systématiquement traitées comme une production nouvelle par les établissements de crédit repreneurs.

2. Calcul et mise en perspective de la correction

En posant :

– comme première hypothèse que la part de marché du logement neuf dans les mises en force de crédits non aidés est réévaluée à 25,88 % (au lieu de 24,44 %), ce qui correspond à la moyenne des cinq dernières années et est très proche de la part relative du logement neuf au premier trimestre 1996 (25,7 %), période de montée en puissance des renégociations,

– et comme seconde hypothèse que les montants déclarés au titre des logements neufs (65,075 milliards de francs) et des travaux d'amélioration-entretien (32,385 milliards) n'ont pas été affectés,

il ressort que la part du logement ancien dans les crédits nouveaux non aidés est ramenée à 61,24 % (au lieu de 63,39 %), soit une baisse de 14,796 milliards par rapport au montant brut, qui traduisent l'impact du mouvement de renégociation de prêts sur les statistiques CNH.

¹ Dans les renégociations internes, sont comptabilisés les prêts dont les versements ont été rééchelonnés ou ceux qui ont donné lieu à réaménagement, notamment à une baisse de taux, sans ouverture de lignes de crédit nouvelles, tandis que les renégociations externes correspondent d'une part, à la destruction d'une créance ancienne dans l'établissement de crédit ayant initialement accordé le prêt et d'autre part, à la comptabilisation d'une production nouvelle pour un montant équivalent dans un autre établissement de crédit.

² Dans la présente note, on ne visera essentiellement, lorsqu'on parlera de renégociations, que ce dernier cas comme étant à l'origine de l'altération des statistiques de crédits nouveaux à l'habitat.

Par conséquent, après correction des renégociations, le montant des crédits non aidés mis en force en 1996 s'élèverait à 251,448 milliards de francs, et celui de l'ensemble des crédits (non aidés + aidés) à 265,481 milliards.

Toutefois, cette correction ne remet pas en cause la réalité de la reprise de la distribution des crédits non aidés consentis aux ménages pour le logement, qui se sont accrus, hors renégociation, de 28,37 % par rapport à l'année précédente (contre une progression de 35,93 % en données brutes). De même, la reprise des mises en force de crédits non aidés destinées au financement des logements anciens, bien qu'atténuée, est confirmée (+ 27,42 %, au lieu de + 39,67 % en données brutes).

Cette évaluation du biais peut en outre être rapprochée de l'analyse effectuée par le professeur Mouillart¹ à l'aide des modèles économétriques Fanie et Despina, à partir desquels il est possible de reconstituer les encours de crédits à l'habitat en partant de la chronique statistique des versements opérés et des conditions auxquelles ils ont été proposés aux ménages. Selon cette analyse, 30 milliards de francs de crédits en cours auraient été renégociés avec mise en place de prêts de substitution : 12,5 milliards de francs de PAP, 5 milliards de francs de prêts conventionnés et 12,5 milliards de francs de prêts du secteur libre, principalement distribués entre 1990 et 1992 pour des opérations dans le neuf. La production nouvelle issue de ces renégociations se serait presque intégralement portée sur des prêts du secteur libre, non mobilisables sur le marché hypothécaire. Après correction des renégociations, la production de crédits immobiliers aux ménages s'élèverait à 275 milliards de francs, ce qui est cohérent avec les résultats issus des centralisations de crédits nouveaux à l'habitat de la Banque de France après correction des renégociations (265,481 milliards), augmentés du montant des prêts distribués par des organismes non bancaires, non recensés par cette enquête (prêts du 1 % logement pour 8,6 milliards², complétés par 1,6 milliard de francs de prêts alloués par les administrations publiques³).

¹ Centre d'étude et de recherche de l'économie de la ville et de l'espace – Université Paris X Nanterre

² Source : ANPEEC (estimation)

³ Source : Banque de France, Comptes financiers du logement 1995, exprimés en versements

CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES EN 1996 (données 1995 rétropolées)

(montant brut en millions de francs – variation en pourcentage)

	1 ^{er} trim. 1996	2 ^e trim. 1996	3 ^e trim. 1996	4 ^e trim. 1996	Total 1996	Total 1995	Variation 1996/1995
1. CRÉDITS							
PC	6 187	7 221	7 427	8 090	28 925	17 869	61,87
dont : PAS (a).....	5 048	5 720	5 621	4 874	21 263	9 849	115,89
PEL.....	13 215	16 333	17 025	20 621	67 194	58 318	15,22
Marché hypothécaire.....	8 172	10 531	11 942	14 461	45 106	32 642	38,18
Libre	21 859	29 168	33 200	40 792	125 019	87 039	43,64
PAP (b).....	1 277	331	177	76	1 861	16 190	- 88,51
PTZ (a)	2 435	3 218	3 241	3 278	12 172	734	ns
TOTAL	53 145	66 802	73 012	87 318	280 277	212 792	31,71
2. RÉSEAUX							
Établissements spécialisés.....	8 101	8 327	8 891	10 503	35 822	37 387	- 4,19
Établissements non spécialisés.....	37 595	48 824	53 580	62 522	202 521	147 196	37,59
Caisses d'épargne.....	7 449	9 651	10 541	14 293	41 934	28 209	48,65
TOTAL	53 145	66 802	73 012	87 318	280 277	212 792	31,71
3. MARCHÉS							
Neuf.....	15 894	18 176	19 144	22 525	75 739	61 017	24,13
Ancien.....	30 754	40 053	45 408	55 928	172 143	121 722	41,42
Travaux.....	6 497	8 573	8 460	8 865	32 395	30 053	7,79
TOTAL	53 145	66 802	73 012	87 318	280 277	212 792	31,71

(a) Source : Société de gestion du fonds de garantie de l'accès social à la propriété
(données provisoires du 4^e trimestre 1996 du PTZ)

(b) Source : Crédit foncier de France

ns : non significatif

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : 01 42 92 29 21

Mise à jour le 29 avril 1997

CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES EN 1996 (ensemble des crédits)

(montant en millions de francs – variation en pourcentage)

	Chiffres bruts	Part de marché (données brutes)	Chiffres corrigés des renégociations	Part de marché (données corrigées)	Écart
MARCHÉS					
Neuf.....	75 739	27,02	75 739	28,53	0
Ancien.....	172 143	61,42	157 347	59,27	- 14 796
Travaux.....	32 395	11,56	32 395	12,20	0
TOTAL	280 277	100,00	265 481	100,00	- 14 796

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Pôle logement – Tél. : 01 42 92 29 21

Mise à jour le 7 mai 1997

ÉVOLUTION DU MARCHÉ DES OPTIONS DE CHANGE EN 1996

(enquête auprès des principales banques françaises ¹⁾)

L'année 1996 se caractérise par une progression des encours notionnels sur le marché des options de change ², avec un gonflement des encours d'options vendues légèrement supérieur à celui des options achetées par les établissements déclarants. La diminution de la volatilité des principales devises ³ ne s'est donc pas traduite par une réduction des encours au cours de l'année. La position monétaire (différence entre les achats et ventes potentiels d'une monnaie) en USD/FRF, fortement acheteuse de dollars depuis plusieurs mois, a reculé nettement à la fin de 1996. En DEM/FRF, la position monétaire est repassée acheteuse à partir de septembre.

SYLVIE RENOTON-MARILLIA
Direction de la Balance des paiements
Service des Capitaux monétaires extérieurs (SEMEX)

¹ Les établissements déclarants résidents, au nombre de vingt-quatre, représentent environ 90 % des encours recensés sur la place de Paris lors de l'enquête triennale d'avril 1995.

² Hausse partiellement imputable à des opérations intra-groupes

³ Dans la suite du présent article, les devises sont désignées par leur code ISO, à savoir : AUD (dollar australien) ; CHF (franc suisse) ; DEM (deutschemark) ; FRF (franc français) ; GBP (livre sterling) ; ITL (lire italienne) ; JPY (yen) ; USD (dollar des États-Unis).

1. L'évolution générale du marché

1.1. L'évolution des encours

Le rappel du contexte et l'évolution des encours globaux

Rappel du contexte sur les marchés de change

	31 décembre 1995	29 mars 1996	28 juin 1996	30 septembre 1996	31 décembre 1996
Devises (cours)					
USD/DEM	1,4335	1,4810	1,5231	1,5279	1,5535
USD/JPY.....	103,17	107,50	109,86	111,69	116,38
DEM/FRF	3,4182	3,4098	3,3827	3,3845	3,3711
Volatilité implicite à un mois (en pourcentage):					
USD/DEM	11,00	9,60	7,30	6,90	8,55
USD/JPY.....	11,80	9,50	8,00	7,20	7,10
DEM/FRF	3,25	2,00	1,65	2,00	2,50
Source :	Banque de France Direction des Changes				
Réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61				

En 1996, le dollar a régulièrement progressé à la fois contre deutschemark et contre yen.

Par ailleurs, bien que des tensions sur le franc aient été enregistrées à la fin du troisième trimestre, le cours de notre devise contre deutschemark est revenu à un niveau de 3,3711 en décembre 1996, contre 3,4182 une année auparavant.

Dans ce contexte, et malgré une légère remontée à la fin de 1996, la volatilité implicite du DEM/FRF, de même que celles du USD/DEM et USD/JPY, se sont inscrites en repli par rapport à l'année précédente.

Évolution des encours notionnels

ÉVOLUTION DES ENCOURS NOTIONNELS CUMULÉS (ACHATS + VENTES) D'OPTIONS					
<i>(contrevaieur en milliards de francs)</i>					
	Décembre 1995	Mars 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
Banques résidentes.....	1 513	1 776	1 978	2 170	2 304
Réseau étranger.....	225	203	209	273	198
Total des encours	1 738	1 979	2 187	2 443	2 502
Source et réalisation :	Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61				

Évolution du marché des options de change en 1996

Globalement, et en dépit de la réduction des volatilités des principales devises, l'activité sur le marché des options de change a nettement progressé en 1996, enregistrant une hausse régulière tout au long de l'année. Cet accroissement a résulté, pour une large part, d'une augmentation des ventes d'options par les établissements résidents, concomitante à une hausse plus modérée des achats. La poursuite, d'une part, d'opérations effectuées au sein d'un même groupe et, d'autre part, de stratégies basées sur la combinaison de plusieurs instruments (options, *swaps*, *futures*...) a également contribué à renforcer ce mouvement.

1.2. L'évolution des encours par couple de monnaies

1.2.1. Toutes devises contre franc

ENCOURS DES OPTIONS DE CHANGE CONTRE FRANC DES BANQUES RÉSIDENTES PAR COUPLE DE MONNAIES										
<i>(contrevaieur en milliards de francs – part en pourcentage)</i>										
	Décembre 1995		Mars 1996		Juin 1996		Septembre 1996		Décembre 1996	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
Toutes monnaies contre franc	477,0	100,0	527,5	100,0	611,1	100,0	794,1	100,0	802,1	100,0
USD/FRF	323,0	67,7	333,0	63,1	388,0	63,5	383,2	48,3	432,1	53,9
Autres/FRF	154,0	32,3	194,5	36,9	223,1	36,5	410,9	51,7	370,0	46,1
DEM/FRF	107,0	22,4	136,7	25,9	146,8	24,0	322,7	40,6	293,4	36,6
JPY/FRF	13,0	2,7	6,4	1,2	9,15	1,5	7,3	0,9	10,8	1,3
GBP/FRF	7,0	1,5	12,1	2,3	13,9	2,2	19,0	2,4	23,6	2,9
CHF/FRF	15,0	3,1	25,5	4,8	36,5	6,0	41,3	5,2	24,9	3,1
ITL/FRF	nd	nd	9,9	1,9	10,6	1,7	16,1	2,0	10,3	1,3
Divers/FRF	12,0	2,5	4,11	0,08	6,3	1,0	4,5	0,6	7,0	0,9
nd : non disponible										
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61										

Les encours d'options de change sur notre devise ont fortement progressé en 1996 pour atteindre 802,1 milliards de francs en décembre 1996, soit quasiment le double du montant enregistré en 1995 (477 milliards). Cet accroissement provient pour l'essentiel de la hausse des encours d'options sur le DEM/FRF, en liaison avec les tensions enregistrées en août sur notre devise. En revanche, elles ont eu moins d'impact sur les volumes réalisés en USD/FRF, dont l'augmentation des encours est demeurée plus mesurée sur la période.

1.2.2. Toutes devises contre dollar des États-Unis

**ENCOURS NOTIONNELS DES OPTIONS DE CHANGE CONTRE DOLLAR
DES PRINCIPALES BANQUES RÉSIDENTES
ET DU RÉSEAU ÉTRANGER PAR COUPLE DE MONNAIES**

(contrevaleur en milliards de francs – part en pourcentage)

	Décembre 1995		Mars 1996		Juin 1996		Septembre 1996		Décembre 1996	
	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part	Montant	Part
Toutes monnaies contre USD	1 323	100	1 463	100	1 646	100	1 667	100	1 753	100
FRF/USD	372	28	373	25	435	26	489	29	470	27
Autres/USD	951	72	1 090	75	1 210	74	1 177	71	1 283	73
DEM/USD	323	24	439	30	500	31	559	34	595	34
JPY/USD	444	34	440	30	431	27	360	22	406	23
GBP/USD	64	5	87	6	139	8	106	6	128	7
CHF/USD	28	2	36	3	56	3	65	4	89	5
Divers/USD	92	7	88	6	82	5	85	5	65	4

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61

Les encours contre dollar ont poursuivi leur tendance à la hausse entamée depuis le début de l'année. La part du couple USD/FRF est restée stable autour de 20 % en 1996 comme à fin 1995 (soit une augmentation en volume de 100 milliards de francs). En revanche, les encours en USD/DEM ont régulièrement progressé en volume et en part relative, tandis que le couple USD/JPY suivait plutôt la tendance inverse. Les évolutions paraissent peu influencées par celles des volatilités implicites.

2. L'analyse des positions

2.1. La position en options

La position en options est obtenue en calculant la différence des ventes et des achats en encours (options d'achat et options de vente confondus). Indépendante des aspects monétaires, elle traduit des anticipations de volatilité.

2.1.1. La position globale en options

La position globale en options de banques se définit comme la différence entre les montants des ventes et des achats d'options, quels que soient les couples de monnaies traités. Une position courte traduit, en principe, une anticipation de baisse des volatilités, les banques se portant contrepartie d'agents économiques désirant couvrir un risque de change. Une position longue traduit une anticipation de hausse des volatilités.

POSITION GLOBALE EN OPTIONS EN 1996					
<i>(contrevaieur en milliards de francs)</i>					
	Décembre 1995	Mars 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
Banques résidentes.....	77,4	118,0	80,5	118,5	85,0
Réseau étranger.....	1,5	0,0	0,3	64,3	7,2
Total.....	78,9	118,0	80,8	182,8	92,2
Sans signe : les banques sont courtes en options, les ventes sont supérieures aux achats.					
Signe négatif : les banques sont longues en options, les achats sont supérieurs aux ventes.					
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61					

En 1996, la position courte en options des banques résidentes s'est globalement renforcée pour atteindre, en fin d'année, un niveau légèrement supérieur à celui de 1995.

2.1.2. La position en options ventilées par couple de monnaies

POSITION EN OPTIONS VENTILÉES PAR COUPLE DE MONNAIES BANQUES RÉSIDENTES ET RÉSEAU ÉTRANGER					
<i>(contrevaieur en milliards de francs)</i>					
	Décembre 1995	Mars 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
Toutes monnaies contre dollar.....	34,9	34,9	18,1	91,5	31,3
FRF/USD.....	3,8	0,5	- 9,4	50,0	3,2
DEM/USD.....	29,7	33,1	27,2	31,5	18,5
JPY/USD.....	- 3,9	- 6,3	- 9,9	0,6	0,1
GBP/USD.....	6,6	4,7	10,8	9,4	4,7
CHF/USD.....	1,4	0,6	3,3	4,0	5,2
Divers/USD.....	- 2,5	2,4	- 3,8	- 4,0	- 0,4
Cross en dehors du dollar.....	44,0	83,1	62,6	91,3	60,9
Total.....	78,9	118,0	80,8	182,8	92,2
Sans signe : les banques sont courtes en options, les ventes sont supérieures aux achats.					
Signe négatif : les banques sont longues en options, les achats sont supérieurs aux ventes.					
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61					

L'atténuation des tensions sur le franc (de fortes ventes d'options DEM/FRF avaient, en effet, été réalisées en août et septembre) a favorisé un retour à des niveaux plus conformes à ceux de décembre 1995.

2.1.3. La position en options des banques résidentes ventilées par contrepartie

En 1996, les banques résidentes sont restées courtes en options au niveau interbancaire et sont également devenues courtes vis-à-vis de la clientèle à la fin de l'année, alors qu'elles étaient, vis-à-vis de cette dernière catégorie, traditionnellement longues. Les banques françaises participant à l'enquête se trouvent donc en position d'assureur vis-à-vis de leur clientèle et des non-résidents contre les risques de marché liés à la volatilité des devises sous-jacentes.

POSITION EN OPTIONS VENTILÉES PAR CONTREPARTIE DES BANQUES RÉSIDENTES

(contrevaieur en milliards de francs)

	Décembre 1995	Mars 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
Opérations interbancaires.....	84,8	136,4	87,7	126,7	69,2
Opérations avec la clientèle.....	- 6,9	- 17,9	- 8,8	- 8,5	15,4
Opérations sur les marchés boursiers.....	- 0,6	- 0,5	1,4	0,4	0,4
Total	77,3	118,0	80,5	118,5	85,0

Sans signe : les banques sont courtes en options, les ventes sont supérieures aux achats.
Signe négatif : les banques sont longues en options, les achats sont supérieurs aux ventes.

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61

2.2. La position monétaire

La position monétaire (ou position de place) se calcule par la différence entre les opérations conduisant à l'achat (achat de *call* et/ou vente de *put*) potentiel d'une monnaie et les opérations conduisant à sa vente potentielle (vente de *call* et/ou achat de *put*). Elle traduit, en principe, des anticipations de tendance et synthétise les stratégies directionnelles relatives à une monnaie.

2.2.1. La position monétaire en dollar des États-Unis

POSITION MONÉTAIRE PAR MONNAIE CONTRE DOLLAR BANQUES RÉSIDENTES ET RÉSEAU ÉTRANGER

(contrevaieur en milliards de francs)

	Décembre 1995	Mars 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
FRF/USD.....	21,4	27,5	17,7	82,4	8,0
DEM/USD.....	- 14,8	- 31,8	- 25,2	- 4,3	10,5
JPY/USD.....	- 2,6	- 1,9	- 10,2	- 3,2	- 11,5
GBP/USD.....	2,9	0,0	- 4,5	0,0	0,0
CHF/USD.....	1,6	- 1,9	- 0,6	2,2	- 6,6
AUD/USD.....	- 0,6	- 0,7	1,2	0,4	1,6
Divers/USD.....	4,7	- 0,5	2,7	1,2	- 3,2
Total	12,6	- 8,8	- 24,4	78,9	- 1,2

Sans signe : les banques sont acheteuses potentielles de dollars.
Signe négatif : les banques sont vendeuses potentielles de dollars.

Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61

La position monétaire des banques de l'échantillon s'est globalement inversée au cours de l'année et est passée d'acheteuse de dollars en décembre 1995 à faiblement vendeuse l'année suivante. Cette évolution modérée masque de fortes variations courant 1996, en liaison avec les mouvements importants enregistrés sur les marchés de change par le dollar.

2.2.2. La position monétaire contre franc français

POSITION MONÉTAIRE PAR MONNAIE CONTRE FRANC BANQUES RÉSIDENTES ET RÉSEAU ÉTRANGER					
<i>(contrevaieur en milliards de francs)</i>					
	Décembre 1995	Mars 1996	Juin 1996	Septembre 1996	Décembre 1996
USD/FRF.....	- 21,4	- 27,5	- 17,8	- 82,4	- 8,0
DEM/FRF.....	3,8	- 3,9	- 9,4	2,4	2,4
JPY/FRF.....	- 1,7	- 1,4	- 1,7	- 1,5	- 1,2
GBP/FRF.....	- 0,3	0,6	0,5	- 0,8	0,0
CHF/FRF.....	- 2,2	0,5	6,1	1,2	- 1,8
AUD/FRF.....	- 0,3	3,0	- 0,3	- 1,4	0,1
Divers/FRF.....	- 0,4	0,9	- 0,2	- 3,3	- 0,2
Total.....	- 22,1	- 27,8	- 22,8	- 85,9	- 8,7
Sans signe : les banques sont acheteuses potentielles de francs. Signe négatif : les banques sont vendeuses potentielles de francs.					
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61					

La position monétaire vendeuse de francs des banques de l'enquête s'est établie en net retrait en décembre 1996 par rapport à fin 1995 et surtout septembre 1996, en raison, principalement, de l'évolution de la position en USD/FRF.

Par ailleurs, la position monétaire en DEM/FRF est globalement demeurée stable sur l'année, redevenant acheteuse potentielle de francs à compter de fin septembre, la hausse temporaire du DEM/FRF observée en août et septembre s'étant interrompue et commençant à s'inverser.

COURS MOYEN MENSUEL EN 1996				
	Mars	Juin	Septembre	Décembre
USD/FRF.....	5,0591	5,1768	5,1282	5,2926
DEM/FRF.....	3,4239	3,3895	3,4052	3,3781
Source : Banque de France Direction des Changes Réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – SEMEX – Tél. : 01 42 92 36 61				

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN MARS 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 231,7 milliards de francs à fin mars 1997*, en augmentation de 11 % par rapport au trimestre précédent et de 24 % sur un an. *Le nombre de PEA en fonctionnement (2,7 millions) apparaît en augmentation par rapport au trimestre précédent. Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA était de 86 400 francs à fin mars, en augmentation de 9,1 % par rapport à décembre 1996 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 155 000 francs. Les PEA les plus importants restaient concentrés dans les banques d'affaires ¹ et les sociétés de bourse. Ils atteignaient en moyenne 411 000 francs à fin mars chez cette catégorie de dépositaires, contre 107 000 francs chez les trois grandes banques et 70 000 francs chez les « autres établissements ».* La présente étude fait apparaître pour l'ensemble des établissements dépositaires de comptes PEA d'importants transferts d'obligations d'État (emprunt Balladur, venant à échéance en juillet 1997, qui avait été admis dans les PEA) vers les actions et les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ». En volume, les portefeuilles

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

d'actions détenues en direct ou par l'intermédiaire d'un OPCVM ont progressé d'environ 10 % pour les ménages clients des banques d'affaires et des sociétés de bourse, qui possèdent les PEA les plus importants. À l'inverse, pour les trois grandes banques, on a enregistré une diminution de ces valeurs de l'ordre de 3 %.

La progression enregistrée par les encours des PEA au premier trimestre 1997, en dépit d'un alourdissement de la fiscalité sur les gains en Bourse à partir du 1^{er} janvier 1997, semble liée à l'évolution positive des cours boursiers. On observe que près de 53 000 PEA supplémentaires ont été comptabilisés au cours des six derniers mois, rompant ainsi avec le mouvement de contraction du nombre de détenteurs de ce produit qui était observé depuis près de trois années.

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 premier trimestre 1997. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages provenant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions, diversifiés et garantis » et obligations — dont ils sont issus.

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

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

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

1. Résultats globaux

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

COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES					
	Montant (en millions de francs)		Variation (en pourcentage)	Structure (en pourcentage)	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
Actions	84 107	96 708	15,0	40,3	41,7
Obligations émises par l'État	36 245	35 231	- 2,8	17,4	15,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	88 435	99 739	12,8	42,3	43,1
TOTAL	208 787	231 678	11,0	100,0	100,0
Nombre de PEA	2 635 205	2 680 155	1,7		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 30 mai 1997		

En mars 1997, par rapport à décembre 1996, la valeur des titres placés sous dossier PEA a augmenté de 11 % et s'élève dans les établissements couverts par l'enquête à 231,7 milliards de francs (contre 208,8 milliards à fin septembre), auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 12,6 milliards ¹.

Cependant, corrigés de l'évolution des indices de cours ², les encours d'actions et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » sont restés globalement stables et les encours d'obligations ont diminué d'environ 3 %.

Le nombre de PEA (environ 2,7 millions), en augmentation par rapport au trimestre précédent, est proche du niveau qu'il atteignait trois ans auparavant.

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

Pour les établissements participant à l'enquête, une comparaison a pu être effectuée entre les encours des PEA et les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions, diversifiés et garantis ») ³, établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus : décembre 1996). 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 quatrième trimestre de 1996). À l'inverse, au sein des dossiers PEA, la part des OPCVM « actions, diversifiés et garantis » à fin mars 1997 l'emporte encore, comme précédemment, sur celle des autres titres (43,1 %, contre 41,7 % pour les actions détenues en direct et 15,2 % pour les obligations) (cf. 1.1.).

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

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : + 14,2 % au premier trimestre 1997
Indice Crédit lyonnais des emprunts d'État : + 0,3 %

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

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES EN DÉCEMBRE 1996

	Montant (en millions de francs)	Répartition (en pourcentage)
Actions	374 302	33,2
Obligations	519 265	46,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	234 239	20,8
TOTAL	1 127 806	100,0

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

Mise à jour le 30 mai 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>	
	Décembre 1996	Mars 1997
Actions	22,5	25,8
Obligations	7,0	6,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	37,8	42,6
TOTAL	18,5	20,5
Total des portefeuilles (a)	11,2	12,4

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

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

Mise à jour le 30 mai 1997

À la fin du premier trimestre 1997, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 12,4 % des portefeuilles-titres à fin décembre 1996¹.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été dès l'origine plus grande pour les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » que pour les actions gérées en direct (cet écart atteignait près de 17 points à fin mars 1997).

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	
	Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
Actions françaises	30 901	31 917	36 083
Obligations françaises	42 869	13 754	13 145
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis »	19 338	33 559	37 214
Autres titres (a)	61 436	–	–
TOTAL	154 544	79 230	86 442

(a) Valeurs étrangères et autres titres d'OPCVM

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

Mise à jour le 30 mai 1997

¹ Derniers chiffres connus

Au 31 décembre 1996, on dénombrait 12 112 814 comptes-titres¹ et, au 31 mars 1997, on comptait 2 680 155 PEA, soit 22,1 % du total.

Selon l'enquête, près de 45 000 PEA supplémentaires ont été enregistrés au cours du premier trimestre 1997, contre 7 600 au trimestre précédent. Le mouvement de baisse amorcé en juin 1994 semble donc enrayé de manière durable.

Le montant moyen du PEA s'élevait à 86 442 francs à fin mars 1997 (+ 9,1 % par rapport au trimestre précédent). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen, toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 décembre 1996 environ 155 000 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.

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

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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPE D'ÉTABLISSEMENTS				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions	9 616	11 755	65,5	66,7
Obligations émises par l'État	1 579	1 395	10,7	7,9
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	3 491	4 468	23,8	25,4
TOTAL	14 686	17 618	100,0	100,0
Nombre de PEA	40 457	42 826		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions	31 633	35 858	39,6	41,3
Obligations émises par l'État	13 659	13 277	17,1	15,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	34 603	37 736	43,3	43,4
TOTAL	79 895	86 871	100,0	100,0
Nombre de PEA	802 261	811 720		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions	42 858	49 095	37,5	38,6
Obligations émises par l'État	21 007	20 559	18,4	16,2
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	50 341	57 535	44,1	45,2
TOTAL	114 206	127 189	100,0	100,0
Nombre de PEA	1 792 487	1 825 609		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 30 mai 1997	

¹ Derniers chiffres connus

Le tableau ci-dessus montre que la structure des PEA a peu varié d'un trimestre à l'autre chez les trois groupes d'établissements. On notera cependant que, chez la clientèle de tous les informateurs, la part des obligations a diminué (entre 2 points et 3 points), dans la continuité du trimestre précédent.

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée relativement stable (1,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 30,3 % pour les trois grandes banques et 68,1 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent¹, les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert depuis la création de ce produit, plus de PEA que les autres réseaux.

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPE D'ÉTABLISSEMENTS

(en pourcentage)

	Mars 1997/Décembre 1996
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	22,2
Obligations émises par l'État	- 11,7
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	28,0
TOTAL	20,0
Nombre de PEA	5,9
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	13,4
Obligations émises par l'État	- 2,8
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	9,1
TOTAL	8,7
Nombre de PEA	1,2
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	14,6
Obligations émises par l'État	- 2,1
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	14,3
TOTAL	11,4
Nombre de PEA	1,9
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82	
Mise à jour le 30 mai 1997	

L'augmentation globale du nombre de PEA (1,7 %) recouvre une progression chez les trois groupes d'établissements, nettement plus importante, toutefois, chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (5,9 %). Le nombre de PEA supplémentaires enregistrés au cours du premier trimestre 1997 atteint ainsi environ 33 000 pour les « autres établissements », 9 500 pour les trois grandes banques et 2 400 pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

On observe, chez ces dernières, des transferts des obligations d'État vers les actions et les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » qui ont progressé d'environ 10 % en volume. À l'inverse, hors plus-values, les encours de ces valeurs ont perdu 3 % chez les trois grandes banques et sont restés stables chez les « autres établissements ».

La composante « obligations », pour l'ensemble des informateurs, a diminué en volume de 3 %.

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

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1996	Mars 1997
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	16,0	19,5
Obligations	10,5	9,3
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	19,6	25,0
TOTAL	15,8	18,9
Total des portefeuilles (a)	8,3	9,9
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	22,4	25,4
Obligations	10,0	9,7
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	39,3	42,9
TOTAL	21,8	23,7
Total des portefeuilles (a)	12,9	14,1
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	24,8	28,4
Obligations	5,7	5,6
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	39,2	44,8
TOTAL	17,1	19,0
Total des portefeuilles (a)	10,6	11,8
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France		
DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 30 mai 1997		

À fin mars 1997, les PEA représentaient environ 24 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » chez les trois grandes banques et 19 % dans les deux autres groupes, chiffres plus importants que ceux du trimestre précédent.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentent 14,1 % du total pour les trois grandes banques, 11,8 % pour les « autres établissements » et 9,9 % 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

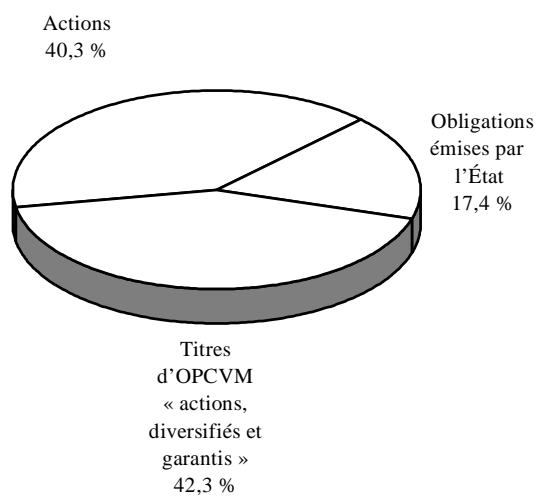
À fin mars 1997, la valeur moyenne des PEA représentait 47,8 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 57,2 % dans les « autres établissements » et 53,0 % dans les trois grandes banques.

Le PEA moyen géré par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisait par une forte proportion d'actions (66,7 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (respectivement 43,4 % et 45,2 %).

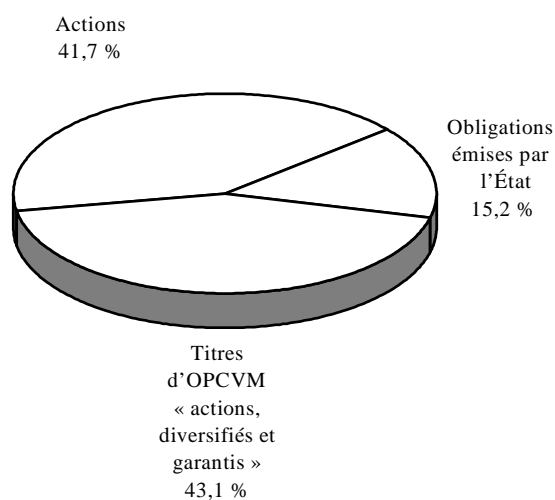
¹ Les informations nécessaires à la construction des tableaux ne figurent pas dans la présente note, mais sont disponibles sur demande (Tél. : 01 42 92 52 87).

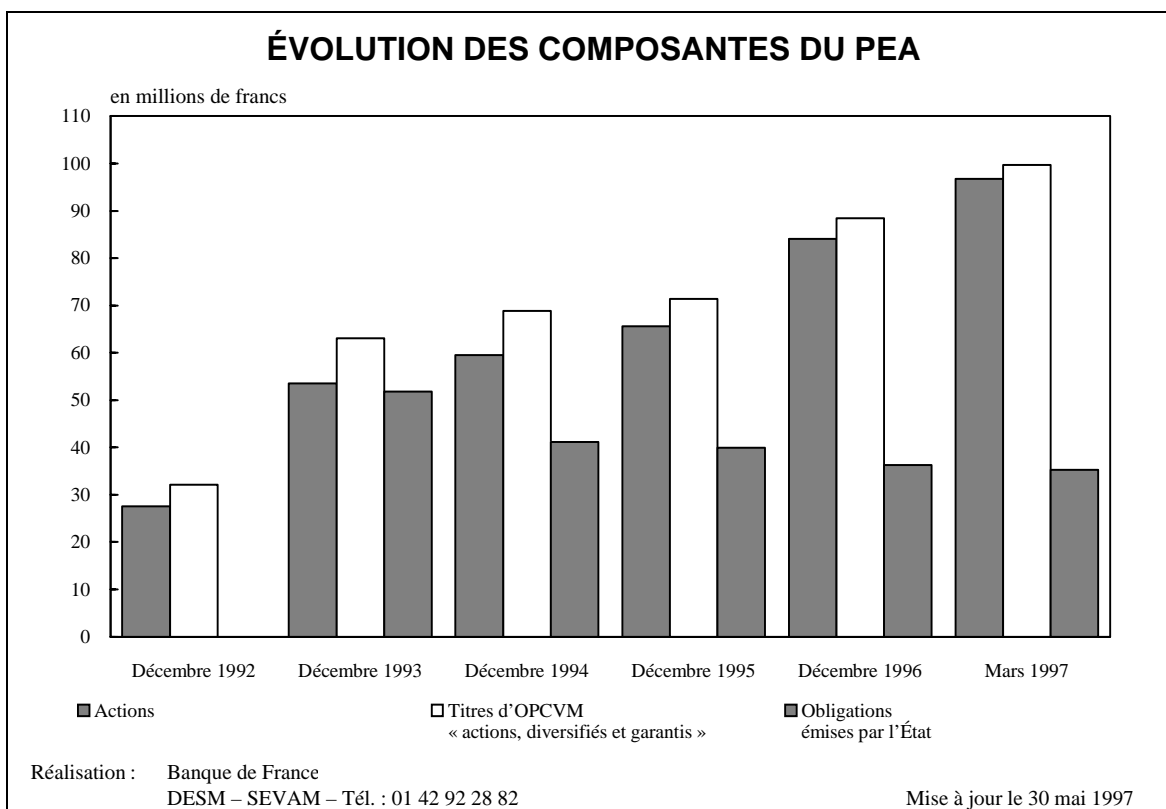
ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

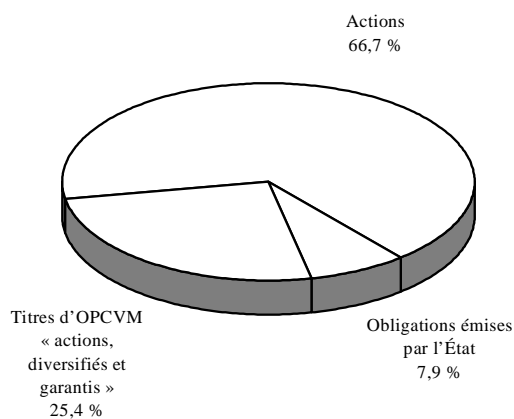
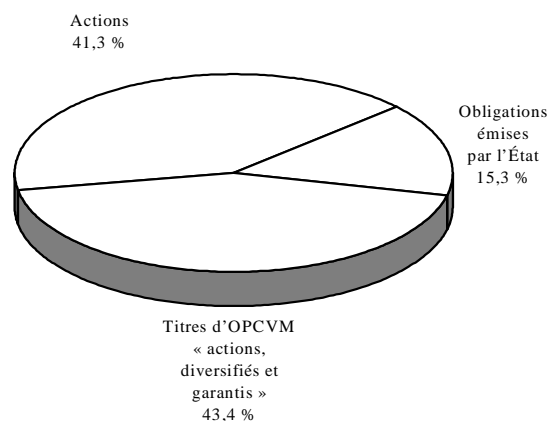
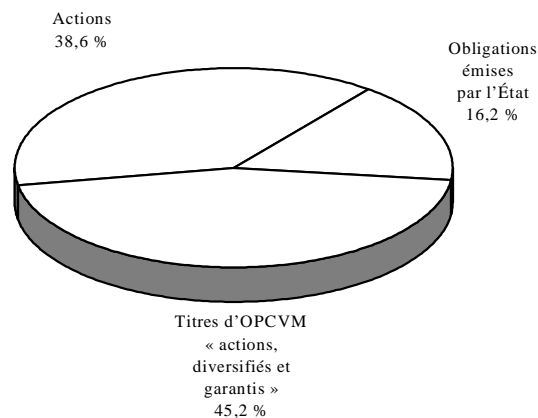
Décembre 1996



Mars 1997





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

BULLETIN OFFICIEL

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Banque de France

Communiqué de la Banque de France relatif au Rapport du groupe de travail sur la monnaie électronique

– en date du 7 mai 1997

C'est au sommet de Lyon en juin 1996 que le Groupe des Dix (G 10) — ministres et gouverneurs — a décidé la création d'un groupe de travail sur la monnaie électronique, dont le mandat couvrait les aspects suivants : la protection du consommateur, l'application des lois, les aspects relatifs à la supervision et aux transferts transfrontière.

Comme la plupart des groupes internationaux, la monnaie électronique a été définie comme désignant des signes monétaires stockés sur un support électronique, qu'il s'agisse de cartes prépayées ou d'enregistrement sur PC.

1. Protection du consommateur

Le rapport souligne l'intérêt pour le consommateur de disposer d'un nouveau moyen de paiement et de pouvoir choisir parmi les différents instruments mis à sa disposition celui qui répond le mieux à ses besoins en termes de coûts, de rapidité, de facilité d'utilisation et de sécurité, après avoir identifié les avantages et les inconvénients de chacun.

À cet égard, sont identifiées trois catégories de risques qui, au demeurant, ne sont pas spécifiques à ce mode de paiement : le risque de perte financière, le risque d'inexécution du règlement pour le montant, à la date et dans le lieu qui avaient été demandés, le risque d'atteinte à la vie privée du fait de l'utilisation par des tiers non autorisés d'informations recueillies sur l'utilisateur de monnaie électronique lors des transactions qu'il effectue.

Dans ces conditions, le consommateur doit être informé, de manière appropriée, sur les risques et avantages inhérents aux divers modes de paiement et bénéficier de mesures de protection adéquates.

La plupart des pays du G 10 ont actuellement un cadre législatif ou réglementaire susceptible de s'appliquer au vol ou à l'utilisation frauduleuse de moyens de paiement électroniques. De même, les règles générales d'information du consommateur ou de l'utilisateur de services bancaires ont vocation à régir les relations qui seraient nouées entre émetteurs ou distributeurs d'une part et utilisateurs de monnaie électronique d'autre part.

En revanche, l'applicabilité du mécanisme d'assurance des dépôts à la monnaie électronique ou l'instauration d'un système de garantie spécifique sont encore à l'étude dans la quasi-totalité des pays concernés.

Enfin, s'agissant du respect de l'intimité de la vie privée, les dispositions générales des codes civils ou spécifiques des lois sur le traitement automatisé des données nominatives sont de nature à assurer, présentement ou très prochainement, dans presque tous les pays du G 10, un niveau de protection satisfaisant.

2. Application des lois existantes

Deux risques principaux d'utilisation de la monnaie électronique ont été identifiés, soit que les instruments de transferts de fonds soient utilisés comme vecteurs du blanchiment, de la fraude, de l'escroquerie, soit que les criminels s'attaquent à ces instruments eux-mêmes pour réaliser des escroqueries, fraudes et contrefaçons au détriment des utilisateurs ou des émetteurs. Le deuxième risque se rattache au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement et a déjà été étudié par les banques centrales du G 10 (Rapport sur la sécurité et la monnaie électronique).

Le premier risque relève de la lutte contre le blanchiment et la criminalité organisée. Le G 10 distingue les risques potentiels selon qu'il s'agit de cartes prépayées ou bien d'instruments utilisables sur réseaux ouverts. Les premières semblent destinées à une utilisation nationale et pour des montants limités de chargement sans exclure le développement ultérieur de cartes utilisables à l'étranger : les risques d'utilisation criminelle sont limités en conséquence. En revanche, l'utilisation d'instruments de paiement utilisables sur réseaux ouverts a appelé tout particulièrement l'attention du G 10 car des transferts de fonds d'origine criminelle pourraient y être effectués, en raison de l'ouverture transfrontière des réseaux (émetteur, utilisateur) et de la difficulté de « localiser » les opérations.

Le Gafi¹ a porté son attention sur ces questions pendant son exercice 1996-1997 (Rapport sur les typologies). Il a introduit en juin 1996 la recommandation 13 dans ses quarante recommandations, qui demande aux pays membres d'adapter, si nécessaire, les mesures de lutte contre le blanchiment aux nouvelles technologies de transfert de fonds, notamment au regard de l'anonymat éventuel des opérations. Les conclusions du G 10 rejoignent celles du Gafi : l'évolution des produits de monnaie électronique doit être surveillée bien que le développement en soit encore très limité, afin d'être en mesure de réagir rapidement s'il convenait de mettre en œuvre des dispositifs particuliers de lutte contre le blanchiment et autres infractions graves.

3. Questions relatives à la supervision

Le rapport traite d'abord des risques puis des différentes approches possibles de la supervision des émetteurs de monnaie électronique.

Sur les risques, le rapport met l'accent principalement sur les risques opérationnels et le risque de liquidité, considérés comme les deux types de risques les plus importants, mais mentionne également d'autres types de risques de crédit, de marché, de règlement.

Sur les différentes approches possibles de la supervision des émetteurs de monnaie électronique, le rapport mentionne les incitations qu'ont les émetteurs eux-mêmes à se prémunir pour maintenir leur réputation contre ces risques, notamment en détenant des actifs liquides pour faire face aux demandes de remboursement et en établissant des procédures de contrôle et de standard de sécurité rigoureuses.

Le rapport se concentre ensuite sur les approches prudentielles possibles. Il recense les arguments en faveur ou à l'encontre d'une supervision des émetteurs de monnaie électronique :

– les arguments en faveur de cette supervision sont : la préservation de la stabilité des systèmes d'émission de monnaie électronique et plus généralement des systèmes de paiement, qui pourraient être menacée par la faillite d'un émetteur de monnaie électronique ; l'assimilation en termes économiques de l'émission de monnaie électronique à la réception de dépôts ;

¹ Le Groupement d'action financière, créé par le sommet de l'Arche en 1989 pour lutter contre le blanchiment de l'argent provenant des stupéfiants et d'autres infractions pénales, a adopté les 40 recommandations élaborées par ses membres, dont la France.

– les arguments opposés sont : le hasard moral, la supervision des émetteurs de monnaie électronique pouvant susciter l'attente d'un soutien officiel, la réduction de la compétition et de l'innovation en raison de la barrière à l'entrée que pourraient créer des exigences d'agrément et la réglementation.

Le risque systémique est abordé de façon distincte : il est jugé inexistant à court terme, compte tenu du faible développement des systèmes existants d'émission de monnaie électronique, mais potentiel dès lors que les montants de monnaie électronique émise auraient crû de façon importante.

Sont ensuite évoquées les actions éventuellement prises par les différents pays en matière de supervision des émetteurs de monnaie électronique avec une référence aux recommandations du rapport de l'Institut monétaire européen (IME) de 1994 sur les cartes prépayées.

Enfin est abordé le type de réglementation qui devrait s'appliquer aux émetteurs de monnaie électronique : s'agissant des établissements de crédit, la réglementation bancaire est globalement appropriée même si des adaptations peuvent, le cas échéant, être envisagées. S'agissant de sociétés dont la seule activité serait l'émission de monnaie électronique, le rapport considère qu'il conviendrait de mettre l'accent sur les aspects de sécurité et sur des règles strictes de liquidité et d'investissement.

4. Aspects transfrontière

Sont ici examinés les problèmes potentiels posés par le caractère international que pourraient avoir certains schémas d'émission de monnaie électronique et par l'usage transfrontière de la monnaie électronique.

Deux types de scénario sont distingués : d'une part, l'utilisation à l'étranger de monnaie électronique émise par un établissement domestique, qui n'est pas de nature à poser plus de problèmes que l'utilisation d'autres moyens de paiement (chèques de voyage, carte ...), et d'autre part, l'émission par un émetteur situé à l'étranger de monnaie électronique destinée à des utilisateurs domestiques ; ce second scénario, qui concernerait *a priori* essentiellement la monnaie émise sur réseau, est en revanche considéré comme susceptible de poser problème.

Le G 10 estime qu'il convient prioritairement d'utiliser et, le cas échéant, de renforcer les instances de coopération internationale qui existent déjà pour traiter des problèmes spécifiques (blanchiment, questions prudentielles, protection du consommateur).

5. Conclusion

En conclusion, le G 10 distingue quatre points clés qui paraissent devoir être l'objet de l'attention prioritaire des différentes autorités concernées :

– la transparence. Il s'agit de fournir aux utilisateurs de monnaie électronique des informations précises tant sur les caractéristiques techniques des systèmes d'émission de monnaie électronique (en termes de sécurité notamment) que sur les émetteurs ;

– l'intégrité financière des émetteurs, qui doit être fondée notamment sur un niveau adéquat de liquidité, de fonds propres et de politique d'investissement de nature à en garantir la solvabilité et des contrôles internes et procédures de gestion des risques rigoureux ;

– la sécurité technique, visant notamment à protéger le système contre le risque de fraude ou de contrefaçon ;

– la vulnérabilité à l'utilisation à des fins criminelles. Une évaluation réaliste de la vulnérabilité des différents types de monnaie électronique à une telle utilisation devrait être réalisée.

En outre, le G 10 encourage la poursuite de la coopération internationale engagée sur la monnaie électronique dans différentes enceintes ; Comité de Bâle, BRI, Gafi, OCDE, UE, IME, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales du G 10...

Communiqué de la Banque de France relatif à la parution du Rapport consacré à la dématérialisation en matière bancaire et financière

– en date du 22 mai 1997

Un important rapport consacré à la dématérialisation en matière bancaire et financière, issu des travaux menés sous la présidence de Noël Chahid-Nourai, conseiller d'État, vient d'être présenté au Conseil national du crédit et du titre en présence de M. Jean Arthuis, ministre de l'Économie et des Finances, président du CNCT, et de M. Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, vice-président du CNCT.

L'objet de ce rapport était de faire le point sur les incidences du progrès de l'électronique et de l'informatique sur le droit dans le domaine des moyens de paiement et des opérations sur titres. Doit-on déplorer des blocages ou des insuffisances dans le système juridique français, à l'heure de l'explosion des nouvelles techniques, de l'informatique bancaire et de l'Internet « financier » ? Notre droit, en d'autres termes, est-il adapté à la révolution technique ou faut-il le changer ?

Le rapport commence par la nécessaire définition de la dématérialisation : il s'agit du processus par lequel la manipulation de papier est supprimée. Ainsi en matière de moyens de paiement, le phénomène a atteint les instruments eux-mêmes et la gestion des comptes avec, par exemple, la carte de paiement, le virement, la banque à domicile, les services accessibles par téléphone ou micro-ordinateur. Mais il a touché aussi le traitement interbancaire des opérations, par exemple avec le Système interbancaire de télécompensation (SIT), le traitement en temps réel des paiements de montant élevé et les transferts internationaux de fonds (Sagittaire).

En matière de titres, la dématérialisation est plus ancienne. Elle se caractérise en France, par l'absence de tout titre sous forme physique, que ce soit lors de son émission ou, ultérieurement, lors de sa circulation. Elle a aussi un caractère obligatoire.

Après avoir décrit ce qu'est la dématérialisation, le rapport en décrit les avantages — rapidité, simplicité, économie, meilleure qualité du service, sécurité — puis les risques auxquels elle expose ainsi que les incertitudes qu'elle fait naître : comment prouver en l'absence d'écrit ? Comment assurer l'irrévocabilité des paiements ? Comment établir les responsabilités en cas de défaillance, quelle qu'elle soit ?

D'où la question plus générale : le droit français est-il adapté ?

La réponse du rapport sur ce point est nuancée mais au total globalement positive : le cadre juridique français apparaît assez souple et assez protecteur pour répondre à la plupart des inquiétudes légitimes exprimées par les différents acteurs.

Ceci ne signifie pas pour autant que l'on puisse faire l'économie d'adaptations essentielles à la mise en œuvre du progrès informatique : dispositions relatives à la preuve du code civil afin de faire entrer résolument la preuve électronique dans le monument napoléonien, amélioration des règles concernant les obligations d'archivage, prise en compte de la « finance virtuelle » sur l'Internet, perfectionnement de la loi « Dailly » sur les cessions de créance, clarification des concepts pour les titres dématérialisés, meilleur encadrement de l'activité de conservation des titres, procédure de sauvegarde en cas de titres manquants.

Quel sera l'avenir de ce rapport important, le premier à faire le point de manière exhaustive sur la question ? Le président du groupe qui l'a rédigé s'est prononcé en faveur de l'insertion des réformes proposées dans une loi spécifique à élaborer dans le cadre de la nouvelle législature.

Cette loi pourrait, d'ailleurs, avoir vocation à rassembler d'autres dispositions liées à la dématérialisation, envisagées dans les domaines juridiques les plus divers (code des marchés publics, simplification administrative, télétransmission des factures...) ; il convient d'éviter, en effet, selon le CNCT, que le phénomène de la dématérialisation soit traité de manière dispersée, sans vision d'ensemble des problèmes juridiques qui sont en jeu et qui sont essentiels aujourd'hui dans notre économie et notre société.

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'avril 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)

- ♦ Finovelec – Financement de l'innovation électricité, SA, Neuilly-sur-Seine, Hauts-de-Seine, 6 rue Ancelle, (*prise d'effet immédiat*)

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

du 1^{er} au 31 mai 1997

Banque de France

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

– en date du 28 avril 1997

Le mercredi 30 avril 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 ces trois tranches sera compris entre 21 milliards de francs et 23 milliards dont 2 milliards à 4 milliards pour l'OAT TEC 10.

1. OAT 5,50 % avril 2007 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 110 francs payable le 26 mai de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1997 au 26 mai 1997, soit 9,34 francs par obligation.

2. OAT TEC 10 janvier 2009 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997.

Remboursement en totalité au pair le 25 janvier 2009.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1997 au 26 mai 1997, soit 7,96 francs par obligation.

3. OAT 6,50 % avril 2011 de 2 000 francs. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel 130 francs payable le 26 mai 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 26 mai 1997, soit 11,04 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 26 mai 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 qui leur ont été indiquées :

– jusqu'au mercredi 30 avril 10 heures 55 pour la première tranche de 10 % ;

– jusqu'au vendredi 2 mai 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 5,50 % AVRIL 2007			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
98,14	500 000 000	500 000 000	98,14
98,12	3 900 000 000	4 400 000 000	98,12
98,10	7 300 000 000	11 700 000 000	98,11
98,08	4 640 000 000	16 340 000 000	98,10
98,08	6 960 000 000	23 300 000 000	98,09
98,06	4 250 000 000	27 550 000 000	98,09
98,04	1 200 000 000	28 750 000 000	98,09
98,02	350 000 000	29 100 000 000	98,09
98,00	3 300 000 000	32 400 000 000	98,08
97,94	500 000 000	32 900 000 000	98,08
97,90	800 000 000	33 700 000 000	98,07
97,76	200 000 000	33 900 000 000	98,07
97,70	2 000 000 000	35 900 000 000	98,05
Prix limite retenu : 98,08 % (taux de rendement : 5,76 %) Demandes servies à ce prix limite : 40,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 98,10 % (taux de rendement : 5,76 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 3 avril 1997	Séance du 30 avril 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	15 425	16 340	915
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,96	5,76	- 0,20
– au prix moyen pondéré.....	5,96	5,76	- 0,20

OAT TEC 10 JANVIER 2009			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
101,60	200 000 000	200 000 000	101,60
101,58	900 000 000	1 100 000 000	101,58
101,56	900 000 000	2 000 000 000	101,57
101,54	800 000 000	2 800 000 000	101,56
101,52	450 000 000	3 250 000 000	101,56
101,50	1 000 000 000	4 250 000 000	101,54
101,48	250 000 000	4 500 000 000	101,54
101,46	450 000 000	4 950 000 000	101,53
101,44	400 000 000	5 350 000 000	101,53
101,42	300 000 000	5 650 000 000	101,52
101,40	1 150 000 000	6 800 000 000	101,50
101,38	600 000 000	7 400 000 000	101,49
101,34	100 000 000	7 500 000 000	101,49
101,30	600 000 000	8 100 000 000	101,47
101,20	200 000 000	8 300 000 000	101,47
100,50	500 000 000	8 800 000 000	101,41
Prix limite retenu : 101,54 % Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 101,56 %			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 3 avril 1997	Séance du 30 avril 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	3 500	2 800	- 700

OAT 6,50 % AVRIL 2011			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
104,24	350 000 000	350 000 000	104,24
104,22	1 400 000 000	1 750 000 000	104,22
104,20	1 100 000 000	2 850 000 000	104,21
104,20	1 100 000 000	3 950 000 000	104,21
104,18	1 250 000 000	5 200 000 000	104,20
104,16	400 000 000	5 600 000 000	104,20
104,14	500 000 000	6 100 000 000	104,20
104,12	400 000 000	6 500 000 000	104,19
104,10	800 000 000	7 300 000 000	104,18
104,06	600 000 000	7 900 000 000	104,17
104,02	400 000 000	8 300 000 000	104,16
104,00	1 300 000 000	9 600 000 000	104,14
103,94	500 000 000	10 100 000 000	104,13
103,70	500 000 000	10 600 000 000	104,11
Prix limite retenu : 104,20 % (taux de rendement : 6,04 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 104,21 % (taux de rendement : 6,04 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION

	Séance du 6 février 1997	Séance du 30 avril 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	5 800	2 850	- 2 950
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,87	6,04	0,17
– au prix moyen pondéré.....	5,87	6,04	0,17

– *Résultat global de l'adjudication du 30 avril 1997*
 (Communiqué de la Banque de France en date du 2 mai 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 30 avril 1997, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 262 millions de francs pour les offres d'avant séance et 3 008 millions 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 21 990 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 25 260 millions de francs se répartissant comme suit.

(en millions de francs)

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % avril 2007	16 340	178	2 437	18 955
OAT TEC 10 janvier 2009.....	2 800	–	131	2 931
OAT 6,50 % avril 2011	2 850	84	440	3 374
Total.....	21 990	3 270		25 260
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67				

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007 en écus
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 5 mai 1997

Le mercredi 7 mai 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007 de 500 écus.

Le montant global émis sera compris entre 300 millions d'écus et 500 millions.

Les caractéristiques de l'OAT sont les suivantes :

OAT 5,50 % avril 2007 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 27,50 écus payable le 21 mai de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2007.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1997 au 21 mai 1997, soit 1,96 écu par obligation.

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

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

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives jusqu'au vendredi 9 mai 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjudgé en séance.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus lors des trois précédentes séances d'adjudication en écus (février, mars et avril 1997).

OAT 5,50 % AVRIL 2007 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
95,32	35 000 000	35 000 000	95,32
95,30	115 000 000	150 000 000	95,30
95,28	145 000 000	295 000 000	95,29
95,26	156 000 000	451 000 000	95,28
95,26	104 000 000	555 000 000	95,28
95,24	230 000 000	785 000 000	95,27
95,22	130 000 000	915 000 000	95,26
95,20	85 000 000	1 000 000 000	95,25
95,18	50 000 000	1 050 000 000	95,25
95,16	20 000 000	1 070 000 000	95,25
95,14	10 000 000	1 080 000 000	95,25
95,12	10 000 000	1 090 000 000	95,25
95,10	200 000 000	1 290 000 000	95,22
95,08	20 000 000	1 310 000 000	95,22
95,00	70 000 000	1 380 000 000	95,21
94,60	20 000 000	1 400 000 000	95,20
Prix limite retenu : 95,26 % (taux de rendement : 6,15 %) Demandes servies à ce prix limite : 60,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 95,28 % (taux de rendement : 6,15 %)			

– *Résultat global de l'adjudication du 7 mai 1997*
(Communiqué de la Banque de France
en date du 9 mai 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007 en écus du 7 mai 1997, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor s'élève à 115 millions d'écus.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des titres souscrits par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 451 millions d'écus.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 566 millions d'écus se répartissant comme suit.

(en millions d'écus)

	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
OAT 5,50 % avril 2007	451	115	566
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : 01 42 92 41 67			

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 1^{er} AU 31 MAI 1997

JO DU 3 MAI 1997

Arrêté du 30 avril 1997 fixant les attributions d'actions de la Compagnie des machines Bull aux personnes physiques.

JO DES 5 ET 6 MAI 1997

Décision n° 97-2 du 27 mars 1997 se substituant à la décision n° 95-1 du 27 octobre 1995 relative aux opérations de la Banque de France sur le marché monétaire (*cf. Bulletin de la Banque de France n° 40 – avril 1997*).

JO DU 8 MAI 1997

Arrêté du 25 avril 1997 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 avril 1997 des obligations assimilables du Trésor 9,50 % avril 2000 en écus (codes Sicovam n° 11 720 et n° 11 721).

JO DU 21 MAI 1997

Circulaire du 20 mai 1997 modifiant la circulaire du 28 septembre 1995 portant application du décret n° 95-660 du 9 mai 1995 relatif à la procédure de traitement des situations de surendettement des particuliers, pris en application du titre III du livre III du code de la consommation.

JO DU 22 MAI 1997

Avis relatif à l'instruction de la Banque de France n° 4-97 concernant le seuil de déclaration des risques au service central des Risques (*cf. Bulletin de la Banque de France – n° 41 – mai 1997*)

JO DU 23 MAI 1997

Décret n° 97-509 du 21 mai 1997 pris pour l'application des articles 29 et 29-1 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, modifiée par l'article 102 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.

Arrêté du 12 mai 1997 fixant la valeur du coupon à échéance du 12 mai 1997 et la valeur de remboursement des obligations assimilables du Trésor 8,50 % mai 1997 en écus (Codes Sicovam n° 11 430 et n° 11 431).

JO DU 29 MAI 1997

Arrêté du 14 mai 1997 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'avril 1997.

JO DU 30 MAI 1997

Décret n° 97-556 du 29 mai 1997 relatif à la réduction du taux d'impôt sur les sociétés pour certaines sociétés qui incorporent une fraction de leur bénéfice au capital.

JO DU 31 MAI 1997

Décret n° 97-575 du 28 mai 1997 modifiant le code de la construction et de l'habitation relatif aux subventions et prêts pour la construction, l'acquisition et l'amélioration des logements locatifs aidés.

Arrêté du 28 mai 1997 modifiant l'arrêté du 5 mai 1995 relatif aux subventions de l'État et aux prêts pour la construction, l'acquisition et l'amélioration des logements locatifs aidés.

Arrêté du 28 mai 1997 portant désignation d'une association représentant les organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

Arrêté du 29 mai 1997 modifiant le taux de rendement des bons du Trésor à intérêt progressif émis à compter du 1^{er} juin 1997.