

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 43

JUILLET 1997

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Le dynamisme de la croissance persiste aux États-Unis, en Espagne, et au Royaume-Uni où des risques de surchauffe sont apparus. La reprise se poursuit, à un rythme plus modéré, en Allemagne et au Japon, alors que l'activité demeure déprimée en Italie. L'inflation reste contenue dans la plupart des pays, avec néanmoins une légère accélération en mai et juin au Royaume-Uni. Les taux à court terme se sont légèrement détendus en juin, sauf au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Italie, tandis que les taux à long terme demeuraient orientés à la baisse.

L'évolution des principales devises en juin

Le dollar a progressé face au deutschemark et au franc. La monnaie allemande a nettement reculé contre la plupart des devises européennes, en particulier à l'égard de la lire et de la couronne suédoise, dans un contexte d'anticipations de mise en place de l'Union monétaire dès 1999 avec un assez grand nombre de pays. Légèrement discuté en début de mois à l'issue des élections législatives, le franc s'est régulièrement apprécié par la suite.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en juin

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a repris sa progression. Les hausses ont été sensibles dans les biens de consommation et les biens intermédiaires, plus modérées dans les biens d'équipement ; la production s'est stabilisée dans les industries agro-alimentaires et a légèrement fléchi dans la construction automobile. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est redressé.

La demande globale s'est raffermie à l'exportation et sur le marché intérieur. Le courant des ventes à l'étranger s'est, en effet, nettement amplifié, particulièrement en direction de l'Europe et des États-Unis, tandis que, sur le marché intérieur, la demande a été stimulée en partie par le mouvement de reconstitution des stocks.

Les carnets de commandes apparaissent satisfaisants dans l'ensemble ; s'ils se sont dégarnis dans les industries agro-alimentaires, ils demeurent étoffés dans les biens d'équipement. Les stocks ne dépassent guère le niveau désiré, même s'ils ont augmenté dans les biens de consommation et surtout dans l'automobile et les industries agro-alimentaires.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait s'accroître dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile où elle se stabiliserait.

Les prix des matières premières et des produits finis ont peu varié dans l'ensemble.

Les chefs d'entreprise continuent de faire preuve de prudence en matière d'investissement.

L'activité commerciale, soutenue en mai, s'est repliée en juin, partiellement sous l'influence des conditions climatiques. Elle s'inscrit au total en progression sur le bimestre.

Dans le BTP (données brutes) une reprise, essentiellement d'origine saisonnière, a été enregistrée au deuxième trimestre.

Les effectifs sont restés stables dans l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils se sont de nouveau contractés, ainsi que dans le bâtiment, le commerce et les services marchands.

La balance des paiements en avril

En données FAB-FAB cvs, les résultats du *commerce extérieur* font apparaître un triple record : excédent de 16 milliards de francs, exportations à 136 milliards (en hausse de 4,6 %) et taux de couverture à 113,3 % ; le courant d'importations demeure à un haut niveau (120 milliards). Sur l'ensemble des quatre premiers mois de l'année, l'excédent cumulé double par rapport à la période correspondante de 1996 (47 milliards de francs au lieu de 23,1 milliards). En cumul glissant sur douze mois, il se renforce sensiblement (114,7 milliards de francs, contre 66 milliards en avril 1996).

L'amélioration du *compte de transactions courantes* s'est poursuivie, l'excédent en données brutes s'inscrivant à un niveau (20,3 milliards de francs) sensiblement plus élevé qu'en mars (14,9 milliards). Sur les quatre premiers mois, le solde positif a plus que doublé par rapport à la période correspondante de 1996 (79,3 milliards de francs, au lieu de 37,6 milliards).

La capacité de financement dégagée par l'excédent des transactions courantes explique les placements nets à l'étranger enregistrés au *compte financier*, dont le solde a atteint, en données brutes, - 39,7 milliards de francs en avril et - 114,3 milliards pour les quatre premiers mois de l'année (contre - 38,8 milliards pour les quatre premiers mois de 1996). Les *investissements directs* ont donné lieu à des sorties nettes de 5 milliards de francs, tandis que les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine d'entrées nettes de 14,6 milliards. Les *autres investissements* ont suscité des sorties nettes de 42 milliards de francs, sous l'effet conjugué d'une hausse des avoirs de 17,2 milliards et d'une baisse des engagements de 24,8 milliards.

Les *avoirs de réserve* bruts ont progressé de 7,3 milliards de francs, après une hausse de 4,7 milliards en mars.

Les marchés de capitaux en juin

Les marchés de taux ont suivi une évolution favorable dans un contexte marqué par le renforcement de la confiance des opérateurs dans le respect du calendrier de mise en place de l'Union monétaire.

Les rendements courts se sont nettement détendus en début de mois, annulant le mouvement de tension qui était apparu à la fin du mois de mai. Ils sont demeurés quasiment stables au cours de la seconde quinzaine. Au total, ils sont revenus dans des étages proches de ceux observés avant les élections, ce qui reflète l'apaisement des incertitudes qui étaient apparues à cette occasion.

Les taux longs ont également été favorablement orientés. Au cours des trois premières semaines du mois, cette évolution a tenu à la détente à l'œuvre outre-Atlantique en raison de la publication de statistiques confirmant l'absence de tensions inflationnistes dans un contexte économique toujours favorable. En dépit d'une détérioration du marché américain en fin de mois, la tendance au repli des taux obligataires français s'est poursuivie, sous l'effet de la disparition des craintes d'une remise en cause du processus d'Union monétaire et de l'importance des capitaux en quête de placement sur ce compartiment du marché.

L'écart OAT-*Bund* s'établissait à - 12 points de base à la fin du mois de juin, niveau identique à celui observé un mois auparavant.

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 329,9 milliards de francs à la fin du mois de juin, contre 1 365,8 milliards à fin mai. Cette décre est commune à la totalité des titres. La baisse la plus marquée provient des certificats de dépôt, dont l'encours recule de 16,6 milliards de francs ; un fléchissement avait déjà été constaté à la même période au cours des années antérieures. L'encours des billets de trésorerie a diminué de 9,9 milliards de francs, celui des bons à moyen terme négociables de 7,4 milliards et celui des bons des institutions et des sociétés financières de 2 milliards.

Les moyennes de taux à l'émission relevées sur l'ensemble des titres émis à moins d'un an traduisent une détente, qui n'excède cependant pas 15 points de base pour les écarts de rémunération les plus accentués. À l'inverse, les taux de rendement relatifs aux bons à moyen terme négociables ont gagné entre 4 points de base et 15 points de base, selon les échéances.

En dépit d'une nouvelle détente des taux d'intérêt, les émissions obligataires réglées en juin ont de nouveau reculé d'un mois à l'autre. Toutefois, cette évolution est contrastée selon les marchés.

La demande de capitaux des émetteurs résidents autres que les sociétés financières augmente sur le marché intérieur ; en revanche, celle des non-résidents, principaux acteurs du marché de l'eurofranc, recule sensiblement par rapport au mois précédent.

La Bourse de Paris s'est nettement reprise après la forte baisse qui avait fait suite aux résultats du premier tour des élections législatives, de sorte que l'indice CAC 40 a gagné 10 % sur l'ensemble du mois.

Les agrégats monétaires

En mai 1997, les moyens de paiement ($M1$) ont progressé de 2,4 % ce qui porte leur glissement annuel à + 3,2 %. Les placements sur livrets à taux administrés ($M2 - M1$) se sont accrus de 1,0 % ; leur croissance sur un an demeure très rapide (10,1 %) en raison, notamment, de la reprise des livrets A et bleus. Ainsi, l'agrégat $M2$ a augmenté de 1,7 % sur le mois et de 6,5 % sur douze mois. Les placements liquides référencés aux taux monétaires ($M3 - M2$) ont légèrement diminué (- 0,5 %).

Au total, l'agrégat $M3$ s'est sensiblement accru sur le mois (+ 0,9 %) et son glissement annuel, qui était de - 3,2 % à la fin de 1996, est revenu à - 1,5 %. Parallèlement, les placements d'épargne contractuelle (agrégat $P1$) sont demeurés dynamiques. Aussi la progression de l'ensemble $M3 + P1$ s'est-elle accélérée légèrement (1,0 % en mai, après 0,3 % en avril) ; son glissement annuel a atteint + 2,7 %.

En avril 1997, l'endettement intérieur total s'est accru de 0,5 %, son glissement annuel atteignant 3,2 %. La progression annuelle de l'endettement de l'État a tendu à se ralentir (7,2 %). Les crédits à l'économie ont été à peu près stables en avril (- 0,1 %), leur glissement sur douze mois s'établissant à - 1,4 %, avec un contraste persistant entre les crédits aux ménages (+ 2,8 %) et aux sociétés (- 2,4 %). Néanmoins, la tendance annuelle des trois derniers mois est de + 3,0 %. La distribution de nouveaux prêts est restée soutenue (+ 8,1 % sur les quatre premiers mois de l'année par rapport à la même période de 1996).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

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.
- 4 juin** Lionel Jospin présente son gouvernement composé de 14 ministres, 2 ministres délégués et 10 secrétaires d'État.
- 19 juin** Le Premier ministre obtient la confiance de l'Assemblée nationale sur un « pacte de développement et de solidarité » dont l'emploi est la priorité. Dans son discours, il annonce notamment une revalorisation du Smic et de l'aide personnalisée au logement au 1^{er} juillet, une augmentation de l'allocation de rentrée scolaire, qui passera de FRF 460 à 1 600, la mise sous conditions de ressources des allocations familiales, le lancement d'un programme de réhabilitation d'1 million de logements (dont 100 000 en 1997), la fermeture de Superphénix, l'abandon du projet de canal Rhin-Rhône et la tenue, à l'automne, d'une conférence nationale sur les salaires, l'emploi et la durée du travail, qui débattrait, en particulier, de l'abaissement de l'horaire hebdomadaire de 39 heures à 35 heures.

Les privatisations

- 13 juin** Rejetant les requêtes en annulation qui lui avaient été soumises, le Conseil d'État confirme la privatisation de la Compagnie générale maritime (CGM).

Les finances publiques

- 19 juin** Le Premier ministre confie à deux magistrats de la Cour des comptes le soin de réaliser un audit des finances publiques.

26 juin Dans la lettre de cadrage adressée aux ministres afin de préparer le budget 1998, le Premier ministre indique la volonté du gouvernement de donner une priorité absolue à la lutte pour l'emploi et la justice sociale, en réalisant l'Union économique et monétaire.

Le salaire minimum

25 juin Le Conseil des ministres décide de revaloriser le Smic de 4 % au 1^{er} juillet.

La Banque de France et la politique monétaire

19 juin Le gouverneur remet le *Rapport* annuel 1996 de la Banque de France au président de la République.

24 juin Le gouverneur commente ce *Rapport* et la lettre qui l'accompagne devant la presse.

30 juin Publication du *Rapport* annuel de la Commission bancaire.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Le produit intérieur brut

5 juin Au premier trimestre, le PIB n'a progressé que de 0,2 % (cvs), comme au dernier trimestre 1996, selon l'INSEE.

24 juin L'INSEE confirme que, en 1996, le PIB a progressé de 1,2 % en prix courants et de 1,5 % en prix de 1980.

La production industrielle

20 juin En avril, la production manufacturière et la production industrielle ont augmenté respectivement de 1,1 % et de 3,0 % sur un mois, et de 3,7 % et de 2,2 % sur un an.

Les défaillances d'entreprises

26 juin En mai, elles se sont élevées à 4 918 unités, en hausse de 1,2 % sur un an, selon l'Observatoire des entreprises du groupe d'information économique SCRL.

Les mises en chantier de logements

24 juin En mai, les mises en chantier ont accusé un repli de 2,6 % en glissement annuel. Sur les cinq premiers mois de l'année, elles ont diminué de 1,8 % par rapport à la période correspondante de 1996.

La consommation des ménages

26 juin En mai, la consommation des ménages en produits manufacturés a diminué de 1,1 % sur un mois, progressant seulement de 0,4 % sur un an. Hors automobile, le repli est limité à 0,4 % par rapport à avril.

Les immatriculations d'automobiles

2 juin En mai, les immatriculations ont chuté de 23 % sur un an.

L'emploi

- 2 juin** En avril, le nombre des demandeurs d'emploi a fléchi de 0,2 %, revenant à 3 081 100 personnes, soit un taux inchangé de 12,8 % de la population active (au sens du BIT), contre 12,3 % un an auparavant.
- 4 juin** En 1996, l'emploi non salarié a diminué de 50 000 unités et l'emploi salarié privé de 12 000, tandis que l'emploi salarié public stagnait, selon le ministère du Travail et des Affaires sociales.
- 6 juin** Au premier trimestre 1997, l'emploi salarié a progressé de 0,1 % à 0,2 %, soit 18 000 à 30 000 créations, selon le ministère du Travail et des Affaires sociales, l'INSEE et l'Unedic.
- 26 juin** Selon l'enquête annuelle de l'INSEE, le nombre d'emplois a diminué de 62 000 unités entre mars 1996 et mars 1997, malgré une forte progression des contrats précaires. Le taux de chômage au sens du BIT a été révisé à la baisse : 12,5 % en mars, au lieu de 12,8 %.
- 30 juin** En mai, le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté de 1,1 % (+ 32 400 personnes), soit la plus forte hausse depuis octobre 1993, s'élevant à 3 113 500 personnes. Le taux de chômage (au sens du BIT) est resté inchangé, à 12,5 %.

Les salaires

- 19 juin** Au premier trimestre, le salaire horaire ouvrier a progressé de 0,7 %, enregistrant ainsi une hausse de 2,7 % sur un an.

Le revenu agricole

- 18 juin** Après deux années de forte hausse (+ 10,4 % en 1995 et + 11,5 % en 1994), le revenu brut agricole moyen par exploitation n'a augmenté que de 0,9 % en termes réels en 1996, selon l'INSEE, et de 2,0 %, selon le ministère de l'Agriculture et de la Pêche.

Les prix

- 25 juin** En mai, les prix à la consommation ont augmenté de 0,2 % sur un mois et de 0,9 % sur un an, selon l'indice définitif de l'INSEE.

Les comptes extérieurs

- 13 juin** En mars, la balance des paiements courants a dégagé un solde positif de FRF 9,37 milliards (cvs). Sur l'ensemble du premier trimestre, l'excédent cumulé atteint FRF 49,6 milliards, contre 24,52 milliards pour les trois premiers mois de 1996.
- 27 juin** En avril, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 15,98 milliards, après 9,71 milliards en mars. Sur les quatre premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 47,01 milliards, contre 23,09 milliards pour la période correspondante de 1996.

2.2. Étranger

- 3 juin** En Suède, le Premier ministre annonce que le pays ne participera pas à la première vague de l'Union monétaire en 1999.
- 4 juin** En Allemagne, la production industrielle recule de 1,3 % en avril.
Aux États-Unis, les commandes industrielles progressent de 1,2 % en avril.
- 6 juin** En Allemagne, le nombre de demandeurs d'emploi progresse de 56 000, alors que le taux de chômage (données non cvs) s'établit à 11,1 %.
Aux États-Unis, les emplois non agricoles progressent de 138 000 en mai, le taux de chômage est à son plus bas niveau depuis 1973, à 4,8 %.
Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre relève ses taux directeurs de 25 points de base, de 6,25 % à 6,50 %.
- 9 juin** Au Royaume-Uni, progression de 1,2 % de la production industrielle et de 0,6 % de la production manufacturière en avril.
- 10 juin** En Italie, l'inflation en mai ressort à + 0,4 %, soit un rythme annuel de 1,6 %.
- 11 juin** Au Japon, l'excédent des paiements courants d'avril progresse de 96 % par rapport à avril 1996 et s'établit à JPY 1 090 milliards.
Au Royaume-Uni, le nombre de chômeurs recule de 18 400 en mai, pour un taux de chômage de 5,8 %.
- 12 juin** Aux États-Unis, les ventes de détail reculent de 0,1 % en mai.
Au Japon, le PIB a progressé de 1,6 % au cours du premier trimestre 1997.
- 13 juin** Aux États-Unis, les prix à la production reculent de 0,3 % en mai.
- 16 juin** À Amsterdam, les Quinze entérinent le Pacte de stabilité et de croissance et adoptent une résolution sur la croissance et l'emploi.
En Italie, les prix à la production sont inchangés en avril.
- 17 juin** Aux États-Unis, les prix à la consommation progressent de 0,1 % en mai, la production industrielle affiche une hausse de 0,4 % pour une utilisation des capacités de production de 83,6 %.
- 18 juin** Au Japon, la balance commerciale enregistre, en mai, un excédent de JPY 738,3 milliards, soit une progression de 222 % par rapport à mai 1996. Vis-à-vis des États-Unis, l'excédent progresse de 93 % et s'établit à JPY 322,87 milliards.
- 19 juin** En Allemagne, l'indice IFO de mai ressort à 95,3, contre 94,7 en avril.
Aux États-Unis, la balance commerciale enregistre en mai un déficit de USD 8,36 milliards.

- 23 juin** En Allemagne, les prix à la production progressent de 0,2 % en mai.
En Italie, les indices de coût de la vie dans les 11 grandes villes progressent de 0,1 % en juin, ce qui laisse escompter un taux d'inflation de 1,5 % en rythme annuel.
- 24 juin** Aux États-Unis, l'indice de confiance des consommateurs ressort à 129,6 en juin, contre 127,1 en mai, il s'agit du plus haut niveau depuis 28 ans.
Au Japon, le rapport *Tankan* donne un indice d'activité meilleur que prévu.
- 25 juin** Aux États-Unis, les commandes de biens durables reculent de 0,6 % en mai.
Au Royaume-Uni, le déficit de la balance commerciale s'accroît en avril, à GBP 961 milliards.
- 26 juin** Au Canada, la Banque centrale relève ses taux directeurs de 25 points de base, à 3,50 %.
- 27 juin** En Allemagne, la balance commerciale affiche en avril un excédent de DEM 10,4 milliards.
Aux États-Unis, la croissance du PIB au premier trimestre est révisée à la hausse, à 5,9 % en rythme annuel.
En Italie, la Banque centrale abaisse ses taux d'escompte et Lombard de 50 points de base, respectivement à 6,25 % et 7,75 %.
Au Royaume-Uni, la croissance du PIB au premier trimestre est révisée à la hausse, à 3,1 % en rythme annuel.
- 30 juin** Aux États-Unis, les revenus et la consommation des ménages augmentent de 0,3 % en mai. L'indice des directeurs d'achat de Chicago progresse nettement, de 57 à 61.
- 10 juillet** Au Royaume-Uni, la Banque centrale porte son taux d'escompte de 6,50 % à 6,75 %. Il s'agit de la troisième hausse du taux directeur depuis l'arrivée au pouvoir du Parti travailliste.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le dynamisme de la croissance persiste aux États-Unis, en Espagne, et au Royaume-Uni où des risques de surchauffe sont apparus. La reprise se poursuit, à un rythme plus modéré, en Allemagne et au Japon, alors que l'activité demeure déprimée en Italie. L'inflation reste contenue dans la plupart des pays, avec néanmoins une légère accélération en mai et juin au Royaume-Uni. Les taux à court terme se sont légèrement détendus en juin, sauf au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, en Italie, tandis que les taux à long terme demeuraient orientés à la baisse.

Aux **États-Unis**, les indicateurs disponibles sur le deuxième trimestre indiquent un ralentissement de la croissance (5,9 % en termes annualisés sur les trois premiers mois de l'année), qui ne remet néanmoins pas en cause le dynamisme global de l'activité. La dernière enquête de conjoncture du Système de réserve fédérale, le Livre beige publié fin juin, soulignait l'accentuation des disparités de croissance entre secteurs de l'économie et entre régions.

En dépit de la progression de l'emploi (710 000 créations nettes de postes au deuxième trimestre), et du très bas niveau du chômage (4,9 % en moyenne au deuxième trimestre), la consommation s'est assez sensiblement ralentie : les ventes au détail se sont repliées en mai pour le troisième mois consécutif, les dépenses réelles de consommation ont progressé mollement sur les quatre derniers mois, avec néanmoins une accélération en mai, reflétant la hausse du revenu disponible ; le taux d'épargne est stable, à 5,1 % depuis mars.

Dans le secteur de l'immobilier, la conjoncture est également moins porteuse depuis mars, le nombre des logements mis en chantier ayant régressé durant trois mois consécutifs ; la progression des ventes de maisons neuves en mai pourrait néanmoins annoncer un renversement de cette tendance.

La croissance de la production industrielle est en revanche toujours restée soutenue, en dépit de l'évolution heurtée des commandes (- 0,7 % en mai, après + 1,4 % en avril).

Le déficit commercial continue de se creuser : il a augmenté de 7,8 % en avril, par rapport à mars, et cette hausse a concerné l'ensemble des zones géographiques, à l'exception des deux autres pays de l'Aléna, le Canada et le Mexique. Sur l'ensemble des quatre premiers mois de l'année, le déficit commercial est supérieur de 9,5 % à son niveau d'il y a un an.

La situation des finances publiques continue de s'améliorer : fin mai, en cumul depuis le début de l'année fiscale (octobre 1996), le déficit est de 65,4 milliards de dollars, en retrait de 40 % par rapport à la même période de l'exercice précédent.

Au **Japon**, l'activité demeure portée essentiellement par la demande extérieure. L'enquête de conjoncture de la Banque du Japon *Tankan*, montre ainsi une amélioration sensible des perspectives des grandes entreprises japonaises, qui contraste avec la morosité persistante des petites entreprises et du secteur non industriel.

La consommation a de nouveau fléchi en avril et mai, après le mouvement d'anticipation des achats en février et mars lié à la hausse de la TVA début avril. La conjoncture demeure peu favorable dans le secteur de la construction, où le nombre de logements mis en chantier baisse continûment depuis mars. En revanche, la production industrielle s'est redressée en mai, après trois mois consécutifs de baisse. Dans ce contexte, le marché de l'emploi s'est dégradé, et le taux de chômage a atteint 3,5 % en mai, après 3,3 % en avril.

L'excédent commercial continue de progresser vivement : les exportations, en mai, enregistrent une croissance sur un an de 13 % en volume, alors que les importations se contractent de 2 %. Sur les cinq premiers mois de l'année, l'excédent courant s'inscrit en hausse de plus de 37 % par rapport à la même période de 1996, l'excédent commercial de 21 %.

En **Allemagne**, la reprise de l'activité se poursuit. En avril, les commandes à l'industrie ont très nettement progressé, 3,7 %, après 0,9 % en mars, et cette hausse provient à part égale des commandes de l'extérieur et de l'intérieur ; l'indice précurseur de l'institut IFO a confirmé en mai la nette progression enregistrée en avril. En revanche, la production industrielle a reculé en mai de 0,2 %, ramenant la progression annuelle à 1,5 %.

L'excédent commercial allemand a continué de se renforcer en avril, grâce à une croissance plus dynamique des exportations. Ainsi, le solde de la balance des opérations courantes est resté positif pour le deuxième mois consécutif, l'excédent commercial dépassant les déficits traditionnels des autres postes de la balance courante, notamment ceux des services touristiques et celui des transferts courants.

En revanche, la situation de l'emploi ne marque pas d'amélioration par rapport aux mois précédents : le nombre de chômeurs s'est de nouveau accru au cours des trois derniers mois et le taux de chômage a atteint 11,4 % en mai et juin, après 11,2 % en avril et mars.

Au **Royaume-Uni**, les derniers chiffres du PIB soulignent la vigueur de l'activité : le PIB a progressé de 0,9 % sur le premier trimestre 1997 (1,1 % au dernier trimestre 1996) et de 3,1 % en glissement annuel (après 2,9 %). Par la suite, la demande intérieure a continué de croître très fortement : les ventes au détail, en volume, ont augmenté de 1,1 % sur un mois et de 5,3 % sur un an en mai. Ce dynamisme, entretenu par la baisse du chômage, la reprise du marché de l'immobilier et les versements de fonds liés à l'introduction en bourse des sociétés de crédit immobilier, ravive d'ailleurs les craintes d'une surchauffe de la consommation. Le renforcement de la hausse des prix de détail, en mai puis en juin, en serait la première manifestation.

Sur le marché du travail, le nombre des demandeurs d'emploi a reculé de 18 400 personnes en mai dernier, ce qui ramène le taux de chômage à 5,8 % de la population active : cette décrue est continue depuis le début de l'année 1996.

Les finances publiques bénéficient d'une hausse des rentrées fiscales liée au rythme élevé de la croissance. Le déficit budgétaire cumulé atteint ainsi 4 031 millions de livres sterling fin mai, contre 6 168 millions sur la même période de l'exercice fiscal précédent, ce qui représente une baisse de près de 35 % sur un an.

En termes douaniers, le déficit commercial a atteint 961 millions de livres sterling en avril, après 671 millions le mois précédent. Plus récemment, en mai, le Royaume-Uni a accusé un déficit commercial de 563 millions de livres sterling hors Union européenne (seules données disponibles), après 425 millions en avril. Bien que le niveau global du déficit courant se réduise encore par rapport à 1996, la hausse de la livre sterling et la force de la demande interne pourraient provoquer une détérioration de ce solde, une fois que les effets initiaux de la courbe en J se seront dissipés. Le recul en mai de la production manufacturière (-1,1 % sur un mois) pourrait, à cet égard, constituer un des premiers signes de cette dégradation.

En **Italie**, le tassement de l'activité au cours du premier trimestre a été confirmé, même si les derniers chiffres atténuent quelque peu l'ampleur du recul de la croissance : selon l'Istat, le PIB a reculé de 0,2 % au premier trimestre 1997 par rapport au trimestre précédent et de 0,4 % sur un an, après une hausse de 0,1 % au dernier trimestre 1996. L'évolution de la production industrielle reflète la morosité de la conjoncture : au premier trimestre 1997, elle a fléchi de 1,3 % sur un an. L'excédent commercial a atteint 4 085 milliards de liras en avril, après 4 388 milliards en mars. L'excédent cumulé sur les quatre premiers mois de l'année recule de 1,5 % sur un an par rapport à la même période de 1996. Par ailleurs, le chômage continue de progresser : le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté de 2,1 % au deuxième trimestre 1997 par rapport au trimestre précédent et de 1,9 % sur un an. Ces chiffres portent le taux de chômage à 12,8 % de la population active (en hausse pour le troisième trimestre consécutif), après 12,4 % au premier trimestre.

Le mois écoulé a été marqué par la présentation du programme de convergence pour la période 1998-2000, qui s'inscrit dans le prolongement de la loi de planification économique et financière triennale (DPEF) actuellement discutée au Parlement. Ce plan affiche des objectifs ambitieux, en particulier en matière de finances publiques : le déficit budgétaire devrait être ramené de 6,7 % du PIB fin 1996 à 3,0 % en 1997 et à 2,8 % en 1998. Pour les six premiers mois de l'année 1997, le déficit budgétaire cumulé est de l'ordre de 25 400 milliards de liras, contre 53 746 milliards pour le premier semestre 1996 : cette baisse de 52 % permet au Trésor d'estimer que la cible de 3 % en 1997 pourrait être atteinte. Le respect de l'objectif fixé pour 1998 nécessite pourtant l'adoption de mesures de restrictions budgétaires supplémentaires, pour un montant de 25 000 milliards de liras (soit 1,2 % du PIB).

La réalisation de ce plan sera facilitée par la poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt : grâce à la modération actuelle de l'inflation, la Banque d'Italie a baissé, pour la quatrième fois en un an, le niveau de son taux d'escompte d'un demi-point, à 6,25 % à compter du 30 juin, soit son plus bas niveau depuis 22 ans.

En **Espagne**, la croissance reste forte : le PIB a, en effet, enregistré une progression de 0,9 % au premier trimestre 1997 par rapport au trimestre précédent et de 2,9 % sur un an, après une hausse de 2,6 % au dernier trimestre 1996. L'activité est tirée par la vigueur de la consommation privée (2,9 % sur un an, après 2,6 % au trimestre précédent) et de l'investissement en biens d'équipement (7,8 % sur un an), et par la hausse des exportations (11,2 % sur un an). Du fait de l'effort de réduction budgétaire, les dépenses publiques diminuent de 1,5 % sur un an (contre 1,1 % au trimestre précédent), ainsi que l'activité dans le secteur du bâtiment (-2,3 %). La demande intérieure progresse au total de 1,6 % sur un an au cours du premier trimestre (après 1,3 %).

Le taux de chômage est revenu à 21,4 % de la population active au deuxième trimestre 1997 (contre 21,9 % au cours du premier trimestre), le nombre des demandeurs d'emploi reculant à 3,43 millions. Cette légère décreue du chômage, le mouvement de baisse des taux d'intérêt et la hausse de la confiance des ménages ont permis de relancer la demande intérieure. Parallèlement, la contribution positive de l'extérieur à la croissance se maintient et la formation brute de capital fixe repart à la hausse (+ 1,4 % sur un an, après une stagnation au trimestre précédent). Ces comptes trimestriels donnent en définitive l'image d'une croissance équilibrée, dissipant quelque peu les craintes d'une résurgence des tensions inflationnistes : selon les autorités, un taux de croissance de 3 % en 1997 est crédible. Ceci d'autant plus que le déficit budgétaire continue de se réduire, le solde cumulé diminuant de plus de 10 % sur un an en mai.

Les **prix à la consommation** ont été orientés à la baisse en Espagne et en Italie, leur glissement annuel revenant de 1,7 % en avril à 1,5 % en mai pour le premier, 1,4 % en juin pour le second. Ils ont, en revanche, légèrement augmenté en Allemagne, où la variation sur un an a été de 1,6 % en mai, après 1,4 % en avril, et surtout au Royaume-Uni, avec 2,9 % sur un an en juin, après 2,6 % en mai et 2,4 % en avril. Aux États-Unis, l'inflation s'est modérée, le glissement annuel des prix de détail revenant de 2,5 % à 2,2 % ; il est resté stable au Japon, à 1,9 %.

Les **taux d'intérêt** à court terme se sont tendus en juin en Italie, et surtout au Royaume-Uni où le taux directeur de la Banque d'Angleterre a été relevé d'un quart de point, à 6,50 %, le 6 juin. En Allemagne, en Espagne et aux États-Unis, ils ont continué de baisser. Les taux à long terme sont restés orientés à la baisse en juin, y compris au Japon où une assez forte hausse était intervenue le mois précédent.

3.2. L'évolution des principales devises

Pendant la période sous revue, le dollar a connu une progression face au deutschemark (+ 2,3 %) et au franc (+ 2,2 %). Légèrement discuté en début de mois à l'issue des élections législatives, le franc s'est régulièrement apprécié par la suite. Le deutschemark a nettement reculé contre la plupart des devises européennes et en particulier face à la lire (– 1,87 %) et à la couronne suédoise (– 2,0 %) dans un contexte d'anticipations de mise en place de l'Union monétaire dès 1999 avec un assez grand nombre de pays.

Le **dollar** a nettement progressé contre deutschemark (+ 2,3 %). Il a tout d'abord bénéficié des réserves émises par les marchés sur la future valeur externe de l'euro dans l'hypothèse d'une union monétaire élargie. Renforcée par la victoire de la gauche française désireuse de voir les pays du Sud européen participer à l'Union économique et monétaire (UEM) et par le compromis obtenu à Amsterdam le 16 juin, cette perspective signifiait, aux yeux de nombre d'opérateurs, un euro faible par rapport au dollar. La fin de période a également été particulièrement favorable au dollar : la publication de chiffres confirmant la vigueur de l'économie américaine (révision à la hausse de la croissance du PIB au premier trimestre, indice de confiance des consommateurs au plus haut niveau depuis 28 ans), ainsi que la faiblesse relative du deutschemark (contre livre sterling notamment) ont porté le dollar jusqu'à son meilleur niveau depuis près de 3 ans, au-delà de 1,74 deutschemark.

Face au **yen**, le dollar a reculé de près de 1,5 %. Après la très forte appréciation de la monnaie japonaise à la mi-mai, le cours du dollar contre yen a consolidé ses gains en début de mois avant de reculer nettement avec la publication d'une forte hausse de l'excédent commercial nippon (+ 222 % en mai 1997 par rapport à mai 1996). Les craintes de résurgence des tensions commerciales entre le Japon et les États-Unis ont ainsi concentré l'attention des opérateurs, l'inquiétude clairement exprimée par le Trésor américain faisant momentanément progresser le yen jusqu'à 110,70 contre dollar. Le mouvement d'appréciation du yen a été également soutenu par la publication du rapport *Tankan* faisant ressortir des bonnes perspectives de croissance meilleures que prévu. En fin de période, le dollar a regagné une partie du terrain perdu face au yen, en raison notamment d'un regain de tensions militaires dans la péninsule coréenne déclenchant des achats de précaution de la devise américaine.

Dans un premier temps, le **franc français** s'est légèrement replié à l'issue du second tour des élections législatives et de la victoire de la gauche. Le franc s'est brièvement négocié à 3,3860 pour 1 deutschemark au lendemain des résultats du second tour. Il a ensuite été passagèrement affecté par les incertitudes sur la politique européenne de la France dans la perspective du sommet d'Amsterdam. Les déclarations de MM. Jospin et Strauss-Kahn rappelant la détermination du gouvernement français à réaliser la monnaie unique ont par la suite largement dissipé les craintes des opérateurs, qui semblent désormais acquis à l'idée que l'UEM se fera à bonne date. Dans ce contexte, le franc s'est apprécié vis-à-vis du deutschemark, revenant progressivement aux environs de 3,3700 à la fin du mois.

L'accord obtenu en début de mois entre la Banque fédérale d'Allemagne et le gouvernement allemand sur la réévaluation des réserves de change a suscité l'inquiétude de certains observateurs, même si la réévaluation ne prend effet qu'en 1998. Les opérateurs s'inquiètent également d'un risque de dérive du déficit budgétaire allemand. En milieu de période, l'hypothèse d'une remise en cause du Pacte

de stabilité et de croissance par le nouveau gouvernement français a temporairement soutenu le deutschemark. La signature du Pacte et l'ajout d'une résolution sur la croissance et l'emploi lors du sommet européen d'Amsterdam ont rapidement coupé court à ces rumeurs. En toute fin de mois, les propos de M. Summers reconnaissant la fermeté du dollar et ceux de M. Tietmeyer précisant que la devise allemande n'était pas faible ont réduit la pression à la baisse du deutschemark, qui s'est stabilisé face aux principales devises européennes.

La **livre sterling** a enregistré une appréciation sensible face au deutschemark (+ 3,7 %) et au dollar (+ 1,4 %). Le relèvement d'un quart de point des taux directeurs britanniques le 6 juin a été bien accueilli. Malgré les propos du gouverneur de la Banque d'Angleterre indiquant que la fermeté de la livre sterling était exagérée, elle a poursuivi son appréciation dans un contexte d'anticipations croissantes de nouvelles hausses de taux nécessaires pour ralentir le rythme de croissance de la consommation.

La **couronne suédoise** s'est nettement appréciée contre deutschemark, soutenue par l'environnement économique très favorable. La croissance est prévue à 2,5 % en 1997 et à 3,0 % en 1998, l'inflation est ressortie à 0,5 % en 1996 et le besoin de financement du secteur public devrait être limité à 1 % du PIB en 1997.

Le **franc suisse** a connu des variations plus limitées. La devise helvétique a bénéficié d'un sentiment favorable en début de période, en dépit des anticipations de baisse des taux. Ce sentiment a été renforcé par les incertitudes sur l'UEM, le franc suisse retrouvant à cette occasion son rôle de valeur refuge. Une fois les incertitudes européennes levées, le franc suisse s'est stabilisé et a évolué dans une fourchette étroite face au deutschemark.

La **lire** s'est très nettement appréciée en juin sous l'effet de plusieurs facteurs :

- les anticipations grandissantes d'une participation de l'Italie à l'Union monétaire dès 1999 ;
 - la baisse de l'inflation : les prix ont progressé de 0,4 % en mai, soit 1,6 % en rythme annuel, ce qui constitue le meilleur chiffre depuis 29 ans ;
 - la réaffirmation par M. Prodi de la détermination de l'Italie à respecter le critère de déficit public.
-

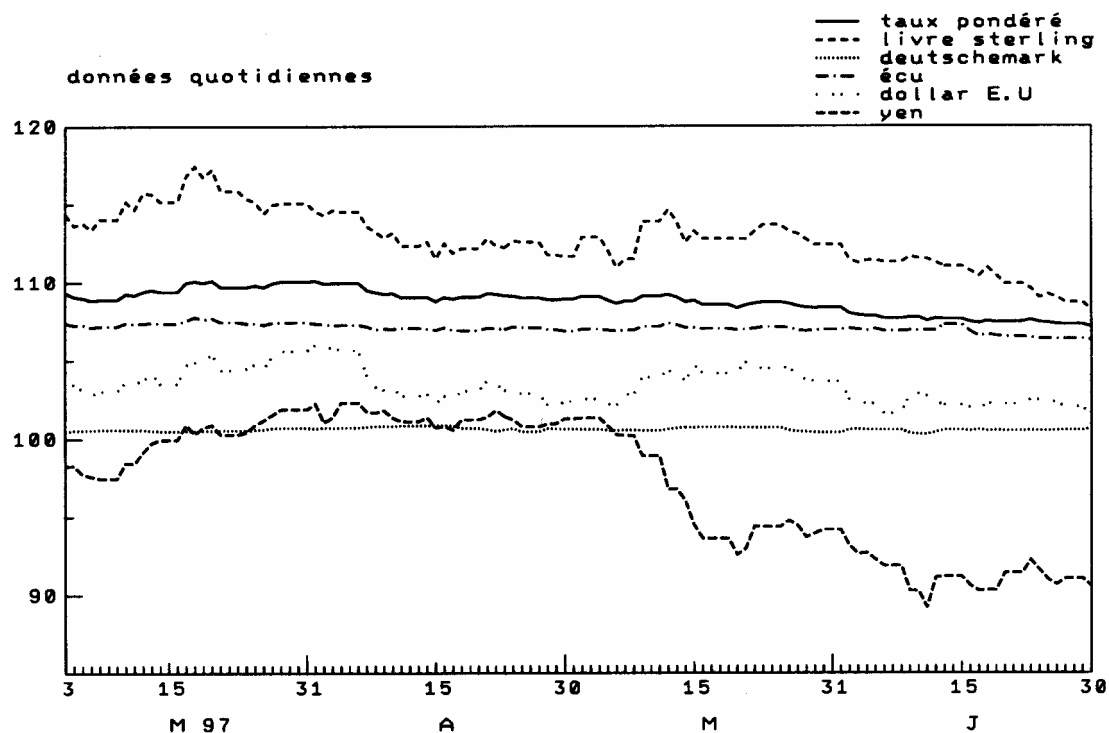
L'annonce du relèvement de 25 points de base du taux directeur canadien, à 3,5 %, a été bien accueillie par le marché. Le **dollar canadien** a alors repris les pertes qu'il avait enregistrées précédemment en raison des importants dégagements opérés par les investisseurs internationaux.

COURS DE CHANGE À PARIS				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		30 mai 1997	30 juin 1997	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,7514	5,8777	2,20
Écu privé.....	1 XEU	6,5775	6,62	0,65
Allemagne.....	100 DEM	337,94	337,12	- 0,24
Belgique.....	100 BEF	16,3695	16,3385	- 0,19
Pays-Bas	100 NLG	300,38	299,47	- 0,30
Danemark	100 DKK	88,74	88,55	- 0,21
Espagne	100 ESP	3,9925	3,9895	- 0,08
Portugal	100 PTE	3,34	3,34	0
Irlande.....	1 IEP	8,692	8,871	2,06
Royaume-Uni	1 GBP	9,42	9,788	3,91
Italie.....	1 000 ITL	3,402	3,4535	1,51
Grèce.....	100 GRD	2,115	2,1385	1,11
Suède	100 SEK	74,61	75,94	1,78
Finlande.....	100 FIM	112,21	113,04	0,74
Autriche.....	100 ATS	48,012	47,911	- 0,21
Norvège	100 NOK	81,05	80,24	- 1,00
Suisse.....	100 CHF	407,21	402,78	- 1,09
Japon.....	100 JPY	4,9381	5,1365	4,02

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	30 mai 1997	30 juin 1997	30 mai 1997	30 juin 1997
Dollar.....	5,56	5,56	5,69	5,69
Livre sterling	6,375	6,562	6,5	6,812
Deutschemark.....	3,09	3,03	3,13	3,09
Franc suisse	0,937	1,25	1,125	1,375
Franc français	3,45	3,27	3,56	3,32

Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31
 Mise à jour le 30 juin 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.

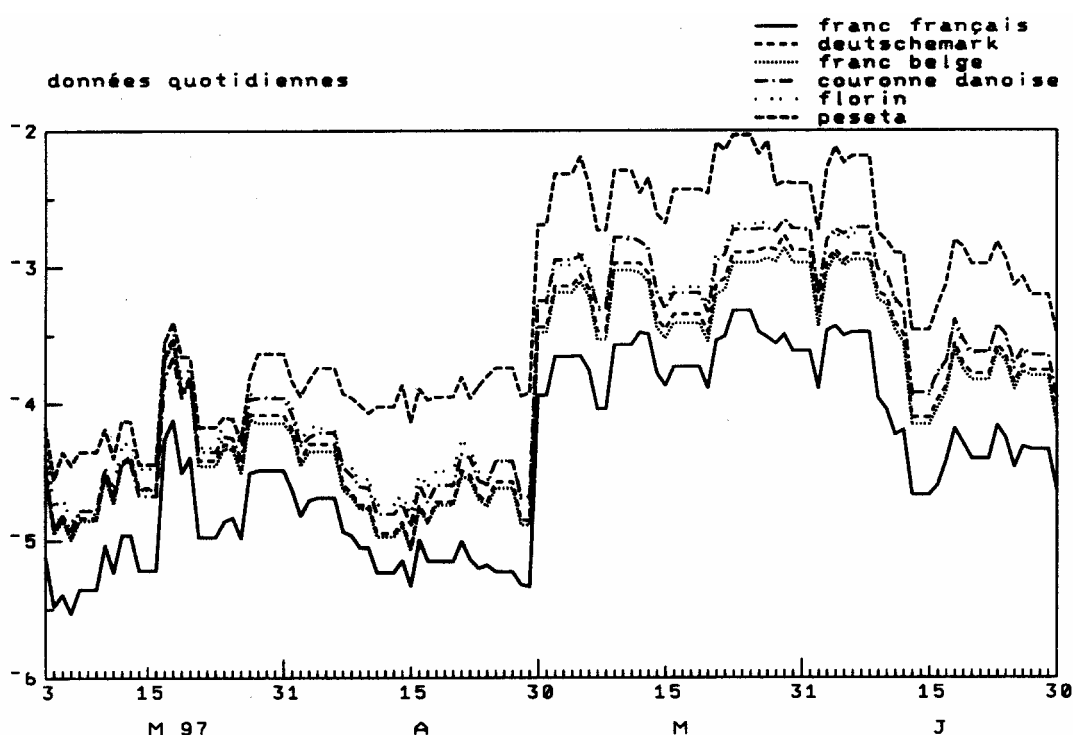
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 30 juin 1997

En juin, le franc français est resté stable vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. Le dollar a relativement peu varié durant la période, tandis que la livre sterling s'est nettement appréciée. Le yen s'est inscrit en hausse au cours de la première quinzaine du mois, 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.

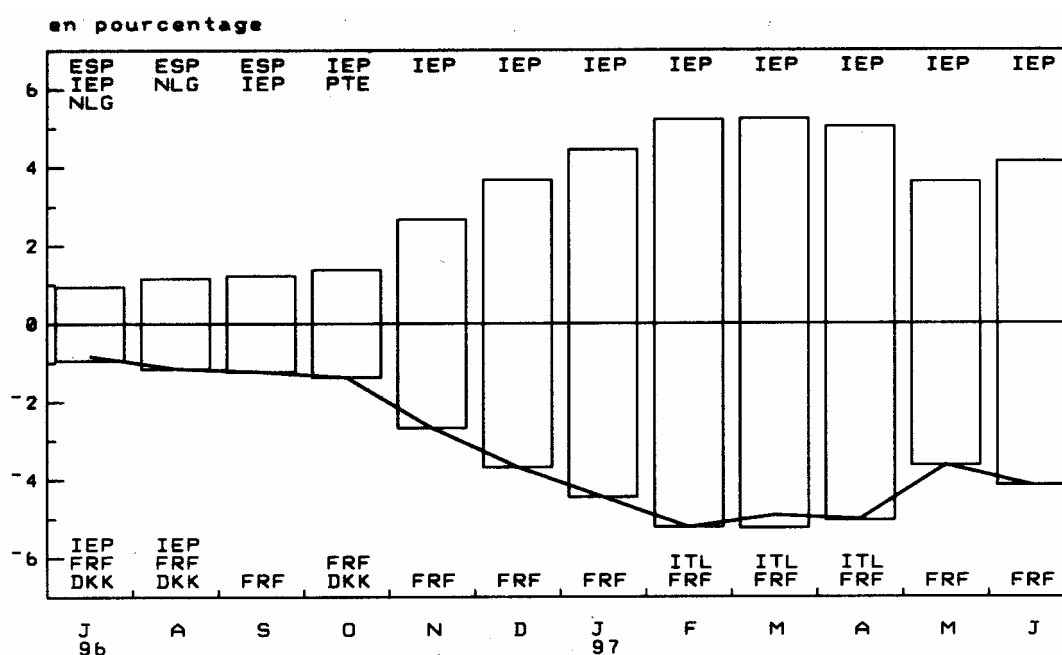
À partir de cette valeur, sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

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

Mise à jour le 30 juin 1997

Durant le mois de juin, la position du franc français au sein du mécanisme de change européen a continué d'évoluer en phase avec celles des monnaies du noyau dur (deutschemark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. La peseta est restée favorablement orientée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

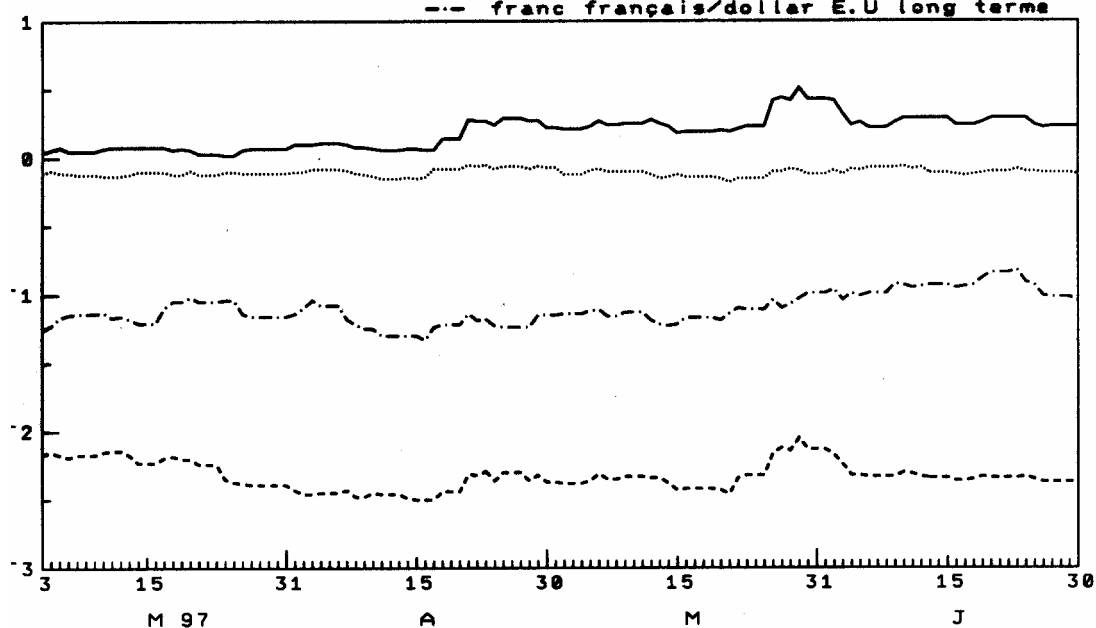
Mise à jour le 30 juin 1997

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

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME

données quotidiennes

- franc français/deutschemark 3 mois
- - - franc français/dollar E.U 3 mois
- franc français/deutschemark long terme
- · - franc français/dollar E.U long terme



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

Mise à jour le 30 juin 1997

L'écart de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne s'est réduit au début du mois de juin, en liaison avec la détente des taux français, puis a eu tendance à se stabiliser. 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 est resté à un niveau voisin des - 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 continué de diminuer durant une grande partie du mois de juin. En fin de période, il s'est quelque peu creusé, sous l'effet à la fois d'une baisse des taux français et d'une remontée des taux américains.

3.3. Le marché de l'or

Commençant le mois à 344 dollars l'once, l'or s'est inscrit en baisse pendant toute la période, de façon particulièrement accentuée à la fin juin : le métal fin était ainsi coté à 334,55 dollars au deuxième fixage de Londres le 30 juin (en baisse de 2,75 % sur le mois), au plus bas depuis mars 1993.

Le marché de l'or a été affecté par trois types de facteurs :

- la progression du dollar et la hausse des marchés obligataire et boursier américains ;
- les interrogations des opérateurs sur un changement d'attitude de certaines banques centrales sur le rôle de l'or comme actif de réserve. En effet, le ministère belge des Finances a proposé une modification du statut de la Banque nationale destinée à autoriser la vente de 0 % des réserves en or sous forme de pièces commémoratives. De surcroît, la publication par le Système de réserve fédérale d'une étude économétrique (ne reflétant pas l'opinion officielle de cette Institution) examinant les coûts et bénéfices d'une vente des stocks d'or officiels a pu introduire des doutes sur la politique américaine à l'égard de l'or : l'impact des conclusions de cette étude sur le marché a toutefois été limité, compte tenu du caractère jugé très irréaliste de certaines hypothèses (baisse limitée du prix de l'or dans un scénario de ventes massives) ;
- la perspective de nouvelles ventes à terme de producteurs, la restructuration du secteur minier sud-africain pouvant conduire à la mise en place de nouveaux programmes de couverture.

COURS DE L'OR			
	Au 30 mai 1997	Au 30 juin 1997	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	63 000,00	63 000,00	–
Lingot (le kg).....	64 000,00	63 450,00	- 0,86
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	369,00	363,00	- 1,63
Vreneli	369,00	363,00	- 1,63
Union latine	369,00	363,00	- 1,63
Souverain.....	479,00	486,00	1,46
20 dollars	120,00	124,75	3,96
Peso mexicain.....	2 385,00	2 365,00	- 0,84
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	345,60	334,55	- 3,20
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : 01 42 92 31 31			
			Mise à jour le 30 juin 1997

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en juin 1997

Les indicateurs

En juin, selon l'indice provisoire de l'INSEE (base 100 en 1990), la variation des prix de détail est comprise entre - 0,1 % et 0,0 %, soit une progression de 0,9 % à 1,0 % sur douze mois. Depuis le début de l'année, la hausse est comprise entre 0,6 % et 0,7 %, contre 1,4 % en juin 1996.

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, 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 %.

Dans le BTP (en données brutes), une reprise, essentiellement d'origine saisonnière, a été enregistrée au deuxième trimestre. Sur les cinq premiers mois de 1997, le nombre de logements commencés s'est inscrit en recul (- 1,8 %, avec 115 900 logements commencés) ; toutefois, par rapport à la tendance enregistrée en début d'année, l'atténuation de la baisse s'est poursuivie, sous l'effet de l'affermissement des mises en chantier de maisons individuelles (+ 3 %) et du redressement relatif de celles de logements collectifs (- 7,7 %).

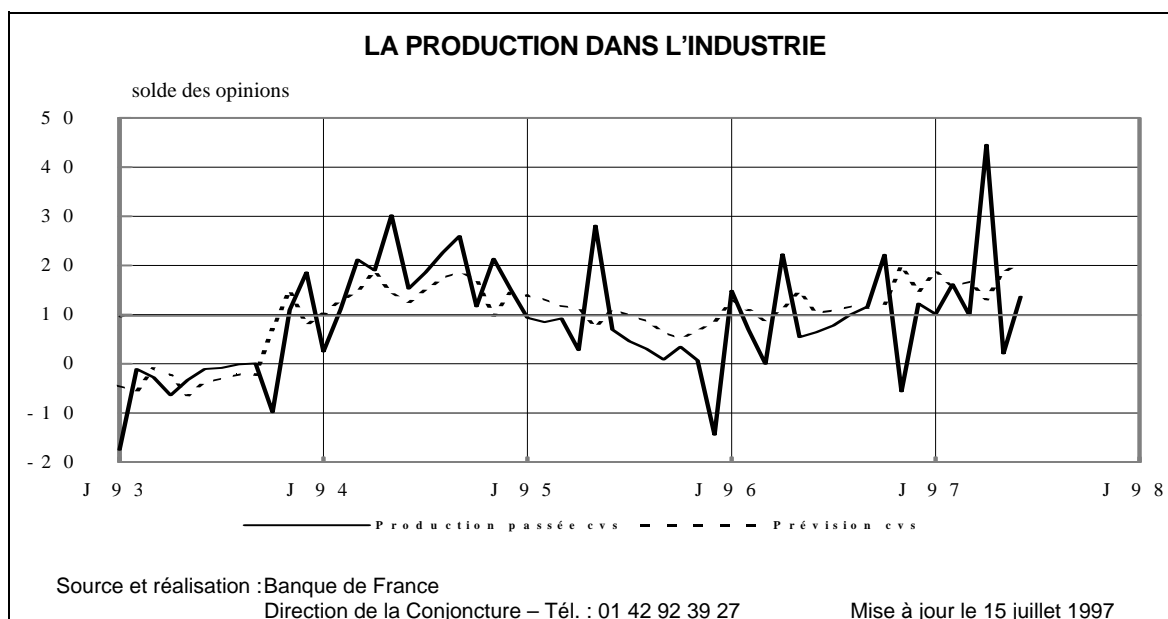
L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,1 % au cours du premier trimestre et s'établit à 13 342 400 emplois, soit 18 000 créations nettes d'emplois sur le trimestre.

En mai, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'Agence nationale pour l'emploi (ANPE) (catégorie 1) a augmenté de 1,1 % par rapport à avril (sur un an, il a progressé de 2,3 %), pour atteindre 3 113,5 milliers. En tenant compte des demandeurs d'emploi ayant travaillé plus de 78 heures dans le mois, le nombre (cvs) des inscrits à l'ANPE est en hausse de 0,6 %, s'établissant à 3 514,8 milliers.

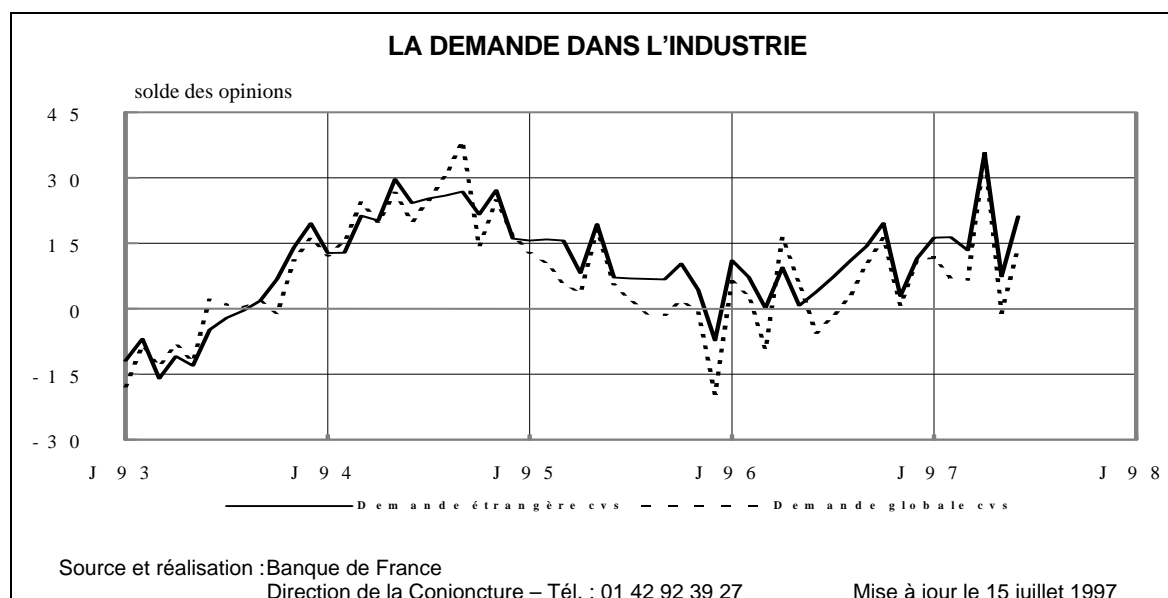
Le taux de chômage (au sens du BIT) est resté stable, à 12,5 % de la population active. Il augmente de 0,2 point sur un an.

En juin, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'activité industrielle a repris sa progression. Les hausses ont été sensibles dans les biens de consommation et les biens intermédiaires, plus modérées dans les biens d'équipement ; la production s'est stabilisée dans les industries agro-alimentaires et a légèrement fléchi dans la construction automobile.

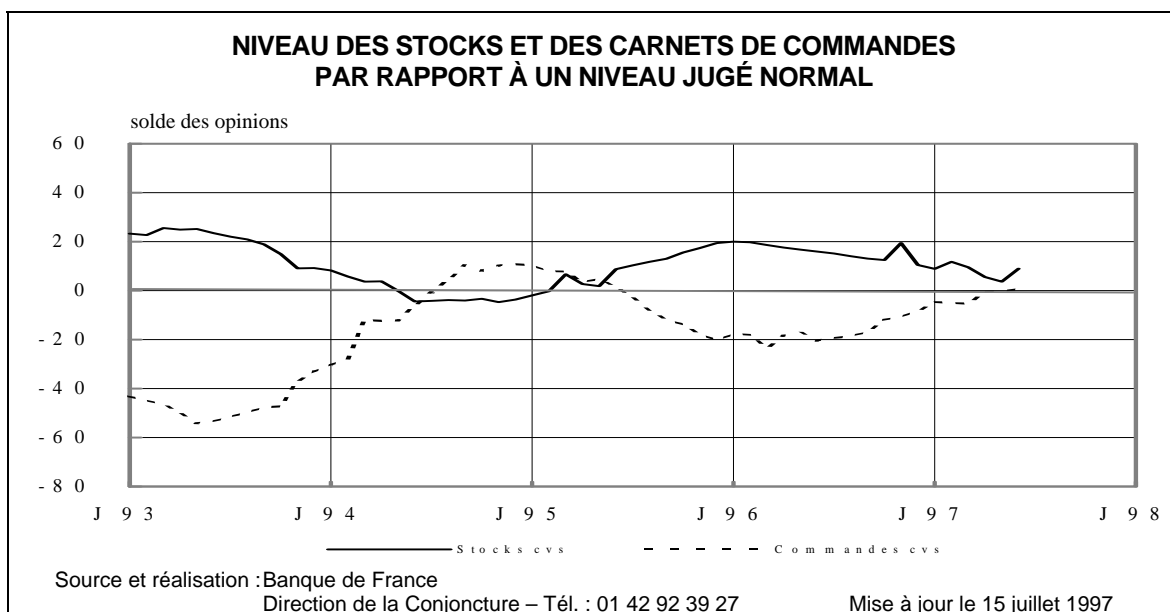
Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France



En juin, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, l'*activité industrielle* a repris sa progression. Les hausses ont été sensibles dans les biens de consommation et les biens intermédiaires, plus modérées dans les biens d'équipement ; la production s'est stabilisée dans les industries agro-alimentaires et a légèrement fléchi dans la construction automobile.

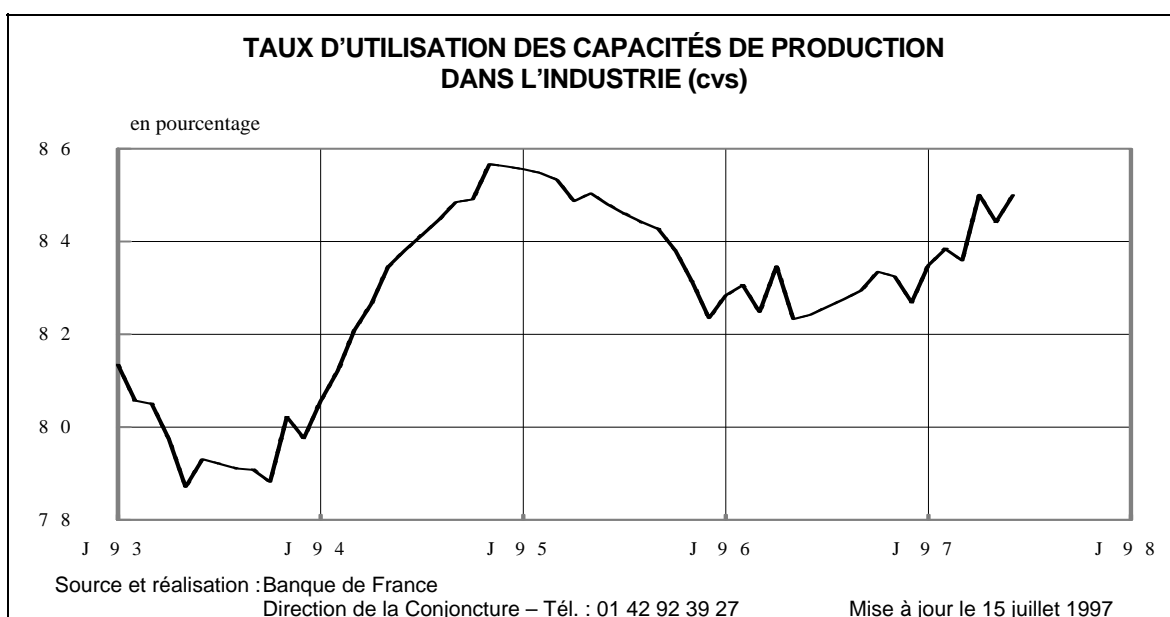


La *demande globale* s'est raffermie à l'exportation et sur le marché intérieur. Le courant des ventes à l'étranger s'est nettement amplifié, particulièrement en direction de l'Europe (Royaume-Uni, Italie) et des États-Unis. Sur le marché intérieur, la demande s'est renforcée, stimulée en partie par le mouvement de reconstitution des stocks.

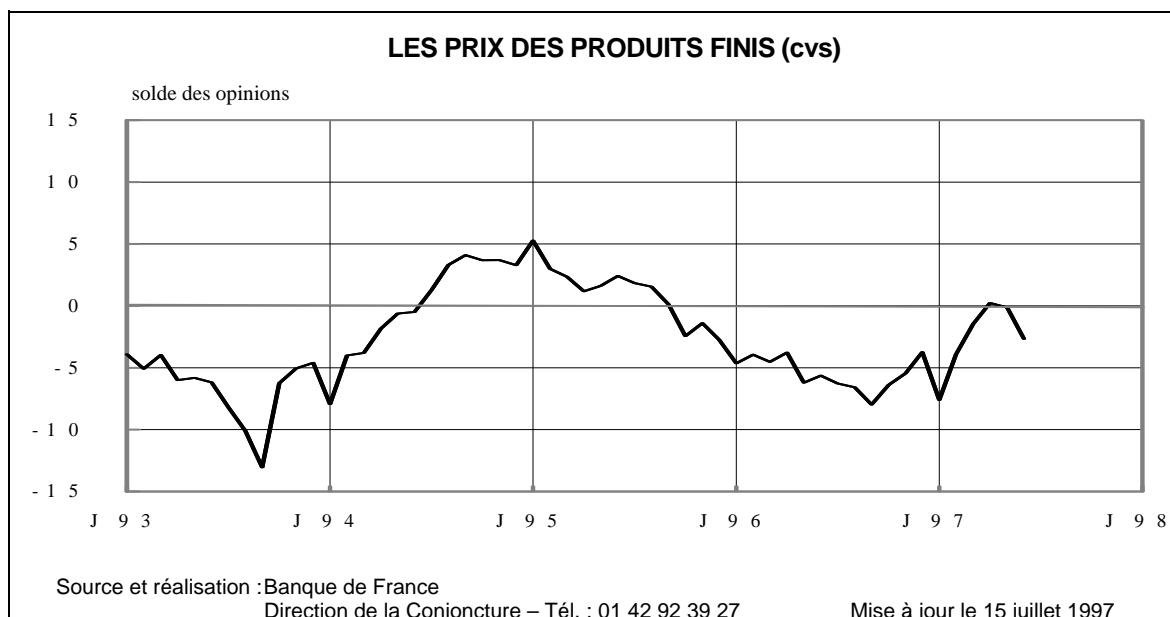


Les *carnets de commandes* apparaissent satisfaisants dans l'ensemble ; s'ils se sont dégarnis dans les industries agro-alimentaires, ils demeurent étoffés dans les biens d'équipement. Les *stocks* ne dépassent guère le niveau désiré même s'ils ont augmenté dans les biens de consommation et surtout dans l'automobile et les industries agro-alimentaires.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait s'accroître dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile où elle se stabiliserait.



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



Les *prix des matières premières et des produits finis* ont peu varié dans l'ensemble ; quelques hausses du coût des approvisionnements ont été observées dans certaines branches des biens intermédiaires, provoquées, essentiellement, par l'appréciation du dollar ; elles n'ont pas été répercutées dans les prix de vente.

Les chefs d'entreprise continuent de faire preuve de prudence en matière d'*investissement*. Peu de dépenses sont engagées ; elles concernent essentiellement la modernisation ou la mise aux normes de l'appareil productif.

L'*activité commerciale*, soutenue en mai, s'est repliée en juin, en partie sous l'influence des conditions climatiques. Elle s'inscrit au total en progression sur le bimestre.

Dans le *BTP*¹, une reprise, essentiellement d'origine saisonnière, a été enregistrée au deuxième trimestre 1997.

Les *effectifs* sont restés stables dans l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils se sont de nouveau contractés, ainsi que dans le bâtiment, le commerce et les services marchands. Les entreprises ont cherché, le plus souvent possible, à développer la flexibilité de la main-d'œuvre (heures supplémentaires, intérim) pour faire face aux à-coups de la demande et s'organiser en vue des congés d'été.

¹ En données brutes

4.2. La balance des paiements en avril 1997

En avril, l'amélioration des résultats du compte de transactions courantes s'est poursuivie ; l'excédent en données brutes s'est inscrit à un niveau de 20,3 milliards de francs, en progression sensible par rapport au mois précédent (14,9 milliards). Sur les quatre premiers mois, l'excédent a plus que doublé par rapport à la période correspondante de 1996 (79,3 milliards de francs, au lieu de 37,6 milliards).

La bonne orientation depuis le début de l'année du commerce de biens (+ 49,4 milliards de francs, contre + 22,6 milliards), grâce à une augmentation des exportations de 8,1 %, supérieure à celle des importations (+ 2,8 %), et le net redressement du solde des revenus, qui devient excédentaire (+ 6,9 milliards de francs, au lieu de - 10,6 milliards), sont à l'origine de cette variation. Les services restent relativement stables d'une année à l'autre, à l'exception des voyages, qui bénéficient d'une hausse des recettes de 10,2 %, contre + 4,5 % pour les dépenses.

La capacité de financement dégagée par l'excédent des transactions courantes explique les placements nets à l'étranger enregistrés au compte financier, dont le solde atteint 39,7 milliards de francs en avril et 114,3 milliards sur les quatre premiers mois, au lieu de 38,8 milliards pour les quatre premiers mois de 1996.

L'essentiel des sorties à ce titre a concerné en avril les « autres investissements » pour compte du secteur bancaire (- 52,3 milliards de francs). En revanche, les investissements nets de portefeuille font apparaître des entrées tant en ce qui concerne les opérations des résidents qui ont désinvesti en obligations étrangères, notamment espagnoles et allemandes, mais ont acheté des actions, que celles des non-résidents qui se sont à nouveau portés acquéreurs de titres français pour 3 milliards de francs, dont 7,4 milliards d'actions et d'obligations.

Des placements à l'étranger au titre des réserves de change ont également été opérés par la Banque de France, à hauteur de 7,3 milliards de francs en avril, ce qui porte leur augmentation à 19,3 milliards depuis le début de l'année.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Méthodologie au 1^{er} janvier 1997 (a)

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1995 (b)	Année 1996 (b)	Janvier 1997 (d)	Février 1997 (d)	Mars (d)	Avril 1997 (d)	4 mois 1996 (b)	4 mois 1997 (d)
COMPTE DE TRANSACTIONS								
COURANTES.....	54 494	104 984	33 709	10 422	14 917	20 267	37 638	79 315
<i>Biens.....</i>	54 922	76 515	6 654	9 975	15 620	17 108	22 615	49 357
<i>Services.....</i>	71 564	77 281	5 310	1 996	7 470	8 303	20 202	23 079
<i>Autres biens et services.....</i>	17 909	5 965	0	0	0	0	2 077	0
<i>Total « Biens et services ».....</i>	144 395	159 761	11 964	11 971	23 090	25 411	44 894	72 436
<i>Revenus.....</i>	- 40 954	- 10 019	8 011	6 091	- 4 122	- 3 115	- 10 551	6 865
<i>Transferts courants.....</i>	- 48 947	- 44 758	13 734	- 7 640	- 4 051	- 2 029	3 295	14
COMPTE DE CAPITAL.....	2 634	6 295	962	1 868	760	435	2 795	4 025
COMPTE FINANCIER.....	- 40 381	- 115 872	- 46 489	- 4 084	- 23 990	- 39 701	- 38 768	- 114 264
<i>Investissements directs.....</i>	39 527	- 43 275	5 687	- 5 795	- 4 759	- 4 970	- 2 542	- 9 837
- Français à l'étranger.....	- 78 645	- 155 615	- 2 200	- 5 360	- 13 829	- 10 148	- 47 334	- 31 537
- Étrangers en France.....	118 172	112 340	7 887	- 435	9 070	5 178	44 792	21 700
<i>Investissements de portefeuille.....</i>	31 192	- 308 995	- 18 897	- 7 895	- 50 999	14 577	- 146 725	- 63 214
- Avoirs.....	- 33 133	- 231 414	- 32 471	- 24 005	- 39 982	11 619	- 74 067	- 84 839
- Engagements.....	64 325	- 77 581	13 574	16 110	- 11 017	2 958	- 72 658	21 625
<i>Autres investissements.....</i>	- 107 452	237 627	- 30 237	13 855	36 460	- 41 988	110 843	- 21 910
- Avoirs.....	- 205 928	136 858	- 86 561	61 851	14 877	- 17 151	28 791	- 26 984
- Engagements.....	98 476	100 769	56 324	- 47 996	21 583	- 24 837	82 052	5 074
<i>Avoirs de réserve.....</i>	- 3 648	- 1 229	- 3 042	- 4 249	- 4 692	- 7 320	- 344	- 19 303
ERREURS ET OMISSIONS NETTES.....	- 16 747	4 593	11 818	- 8 206	8 313	18 999	- 1 665	30 924
(a) Cf. présentation des changements méthodologiques dans le <i>Bulletin de la Banque de France</i> n° 40 (avril 1997)								
(b) Chiffres définitifs								
(d) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France								
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : 01 42 92 51 85								
Mise à jour le 3 juillet 1997								

4.2.1. Les transactions courantes

En avril, l'excédent des transactions courantes enregistre une forte progression, à 23,8 milliards de francs, au lieu de 9,4 milliards en mars en données cvs (20,3 milliards de francs, au lieu de 14,9 milliards en données brutes), tous les postes concourant à cette évolution.

En cumul sur les quatre premiers mois de l'année, en données cvs, la progression est également très sensible par rapport à la période correspondante de 1996 (73,5 milliards de francs, au lieu de 32,4 milliards), essentiellement sous l'effet du renforcement de l'excédent des biens et d'un ample retournement du solde des revenus (+ 18 milliards de francs, au lieu de - 2,1 milliards).

Enfin, le cumul glissant sur douze mois à avril 1997 s'élève à 146,2 milliards de francs, contre 62,9 milliards au cours des douze mois précédents (données cvs).

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

(données brutes – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Mars 1997 (b)	Avril 1997 (b)	4 mois 1996 (a)	4 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	104 984	14 917	20 267	37 638	79 315
Biens	76 515	15 620	17 108	22 615	49 357
<i>Marchandises générales</i>	65 853	15 128	17 084	18 192	47 482
Services	77 281	7 470	8 303	20 202	23 079
<i>Transports</i>	- 2 306	61	30	- 2 097	- 643
– Transports maritimes	- 6 082	- 530	- 576	- 2 149	- 2 207
– Transports aériens	- 1 811	118	- 14	- 1 244	- 171
– Autres	5 587	473	620	1 296	1 735
<i>Voyages</i>	54 287	4 662	4 907	13 528	16 385
<i>Autres services aux entreprises</i>	21 216	1 884	2 619	6 887	6 121
<i>Services personnels, culturels et récréatifs</i>	- 2 139	- 298	42	- 1 165	- 729
Autres biens et services	5 965	0	0	2 077	0
Total « Biens et services »	159 761	23 090	25 411	44 894	72 436
Revenus	- 10 019	- 4 122	- 3 115	- 10 551	6 865
Transferts courants	- 44 758	- 4 051	- 2 029	3 295	14
<i>dont : Secteur des administrations publiques</i>	- 40 301	- 4 278	- 1 784	4 098	869
COMPTE DE CAPITAL	6 295	760	435	2 795	4 025
<i>dont : Acquisitions d'actifs non financiers</i>	- 94	- 17	- 26	- 104	- 10

(données cvs-cjo – en millions de francs)

	Année 1996 (a)	Mars 1997 (b)	Avril 1997 (b)	4 mois 1996 (a)	4 mois 1997 (b)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	105 035	9 372	23 760	32 357	73 361
Biens	78 048	12 335	14 385	21 407	47 319
<i>Marchandises générales</i>	67 513	11 783	15 219	18 044	46 414
<i>Services</i>	77 006	6 075	7 398	24 139	27 086
<i>Transports maritimes</i>	- 6 027	- 526	- 549	- 1 977	- 2 050
<i>Transports aériens</i>	- 1 838	163	93	- 789	384
<i>Voyages</i>	54 187	5 436	4 954	16 712	19 989
<i>Autres services aux entreprises</i>	21 021	1 018	1 168	6 643	5 502
Revenus	- 9 250	631	1 163	- 2 142	18 004
Transferts courants (envois de fonds des travailleurs)	- 45 532	- 3 927	- 2 297	- 4 109	- 5 350

(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 3 juillet 1997

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

Évolution globale (en données FAB-FAB cvs)

Les résultats cvs d'avril font apparaître un triple record : excédent à 16 milliards de francs, exportations à 136 milliards (en hausse de 4,6 %), taux de couverture à 113,3 %. Le courant d'importations, en léger recul (de 0,5 %), demeure à un haut niveau (120 milliards de francs).

Sur l'ensemble des quatre premiers mois, l'excédent cumulé double par rapport à celui de la période correspondante de 1996 : 47 milliards de francs, au lieu de 23,1 milliards.

En cumul glissant sur douze mois, l'excédent se renforce sensiblement : 114,7 milliards de francs, contre 66 milliards à avril 1996.

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs)

– L'excédent avec l'*Union européenne*, qui double d'un mois à l'autre, établit un record à 10,3 milliards de francs, après 4,7 milliards.

Le vif essor des exportations vers le *Royaume-Uni* et l'*Italie* aboutit respectivement à des excédents de 3,5 milliards de francs (contre 2,4 milliards en mars) et de 0,6 milliard (contre l'équilibre). L'excédent mensuel envers l'*Allemagne* est stabilisé autour de 0,5 milliard depuis un an (d'un mois à l'autre, les échanges progressent de plus de 2 %). Un repli d'environ 9 % des importations avec l'*UEBL* et les *Pays-Bas* fait passer les soldes respectifs à 1,2 milliard de francs (contre 0,4 milliard en mars) et à 0,6 milliard (contre un quasi-équilibre).

– Faible déficit avec les *autres pays de l'OCDE* (– 0,4 milliard de francs, au lieu de – 2,7 milliards en mars).

La quasi-résorption du déficit à l'égard de la zone tient à la livraison d'un paquebot pour 1,8 milliard de francs à la *Norvège*, ainsi qu'à la vente de deux Airbus pour 0,9 milliard au *Canada*. Malgré une progression de 7 % des exportations (chimie, équipement électronique professionnel), le déficit envers les *États-Unis* reste supérieur à la moyenne des douze derniers mois (2,8 milliards de francs, contre 2,1 milliards), les importations se maintenant à haut niveau, notamment les achats de matériels aéronautiques. Le déficit envers le *Japon* (1,8 milliard) est proche de la moyenne des douze derniers mois (1,5 milliard).

– *Hors OCDE*, réapparition d'un déficit envers les *pays d'Asie*, après deux mois de fortes exportations aéronautiques.

Le retour à la normale des exportations vers les *pays d'Asie à économie en développement rapide* (– 23 %), associé à une poussée des importations (+ 11 %), entraîne un retournement du solde : – 1,7 milliard de francs, au lieu de + 1,2 milliard. En revanche, avec les *Pays de l'Est*, un repli de 15 % des importations (réduction des approvisionnements énergétiques en provenance de la *Russie*), conjugué à une reprise de 6 % des exportations, aboutit à un excédent de 1 milliard, après 0,1 milliard en mars.

Évolution par produit(en données CAF-FAB cvs)

– L'excédent industriel, y compris le matériel militaire, passe de 8,7 milliards de francs en mars à 12,4 milliards en avril.

L'excédent des *biens d'équipement professionnels* se renforce (+ 5,3 milliards de francs, au lieu de 2,1 milliards en mars), en raison d'une montée de 6,7 % des exportations, imputable notamment à une opération exceptionnelle (livraison d'un paquebot à la *Norvège*), les livraisons d'Airbus étant identiques à celles de mars (neuf appareils pour un montant de 4,2 milliards).

Les exportations *automobiles* (notamment vers le Royaume-Uni et l'Italie) confirment leur spectaculaire ascension depuis un semestre (+ 20 %), tandis que les importations (malgré une légère remontée en avril) diminuent dans les mêmes proportions, l'excédent étant stabilisé à 2,7 milliards de francs, contre 0,8 milliard en moyenne au cours des 12 derniers mois.

Les exportations de *produits chimiques* augmentent de 10 % d'un mois à l'autre, entraînant un retournement du solde (+ 1,5 milliard de francs, au lieu – 0,3 milliard).

Le solde des *biens de consommation* reste proche de l'équilibre (– 0,2 milliard de francs, après – 0,5 milliard), tandis que les flux continuent de croître, d'un mois à l'autre : + 5,3 % pour les exportations (parachimie, pharmacie), + 3,6 % pour les importations (produits d'habillement).

– Confirmation des forts excédents agro-alimentaires des trois derniers mois (+ 6,1 milliards de francs, après + 5,2 milliards en mars), à la suite d'une vive progression des ventes, tant de produits bruts (qui enregistrent en outre une baisse ponctuelle des importations) que de produits transformés.

– Allègement du déficit énergétique (6,8 milliards de francs, au lieu de 8,5 milliards en mars).

4.2.1.2. Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens (en données cvs)

En avril, l'excédent de ce poste, qui regroupe les lignes *Marchandises générales*¹, *Avitaillement*, *Travail à façon et réparations*, atteint 14,4 milliards de francs, après 12,3 milliards en mars. Sur quatre mois, les biens sont à l'origine de la forte progression des transactions courantes (47,2 milliards de francs, contre 21,4 milliards au cours de la période correspondante de 1996). Les exportations recensées à la ligne *Marchandises générales* augmentent de 9,4 %, les importations croissant, pour leur part, à un rythme plus modéré (3,3 %).

Les services (en données cvs)

D'un mois à l'autre, l'excédent des services se renforce (7,4 milliards de francs, au lieu de 6,1 milliards en mars), à la suite d'une poussée plus marquée des recettes (+ 7,6 %) que des dépenses (+ 4,5 %).

Sur quatre mois, l'excédent des services se consolide également (+ 27,1 milliards de francs, au lieu de + 24,1 milliards), sous l'effet d'une progression de 2,7 % des recettes.

L'excédent des *voyages* s'inscrit en nette progression (+ 20 milliards de francs, au lieu de + 16,7 milliards), les recettes augmentant de 10 % et les dépenses de 4 %.

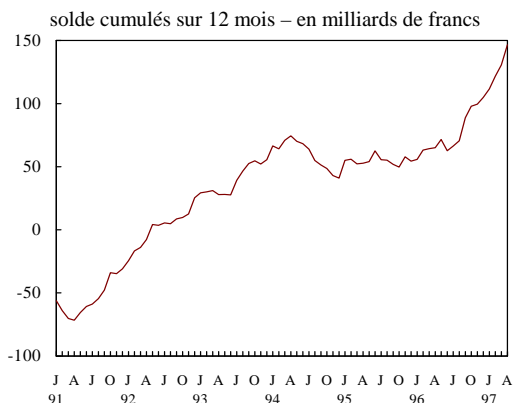
Le déficit des *transports* s'allège (– 0,3 milliard de francs, contre – 1,9 milliard), le solde du *transport aérien* passant d'un déficit de 0,8 milliard de francs à un excédent de 0,4 milliard, en raison d'une progression de 20 % des recettes de *transport aérien de passagers*.

¹ Statistiques douanières du commerce extérieur corrigées, selon les principes d'élaboration de la balance des paiements, des opérations sans transfert de propriété

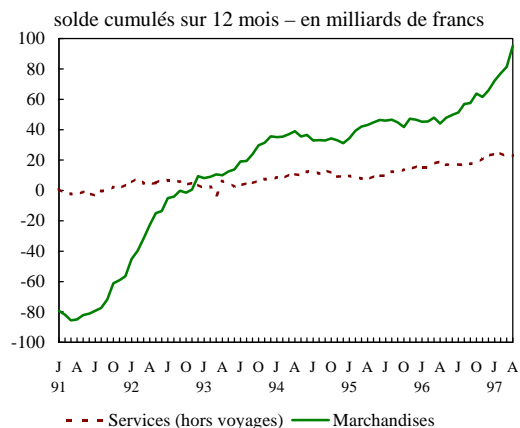
BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

Méthodologie au 1^{er} janvier 1997

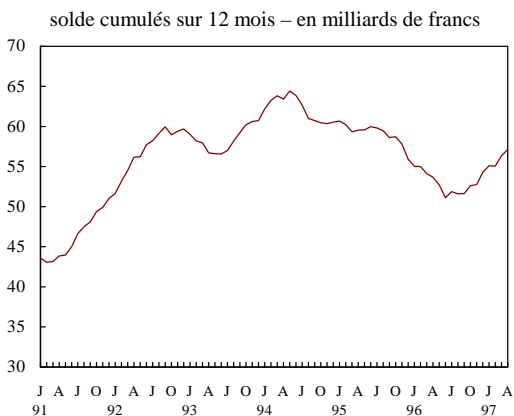
Transactions courantes



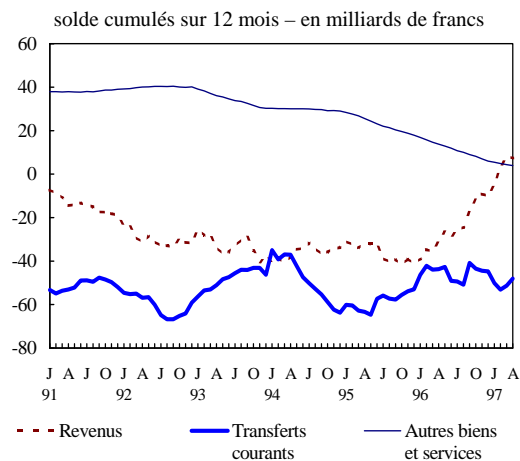
Marchandises et services (hors voyages)



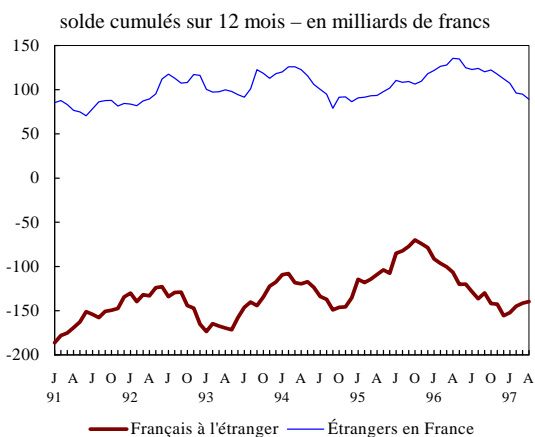
Voyages



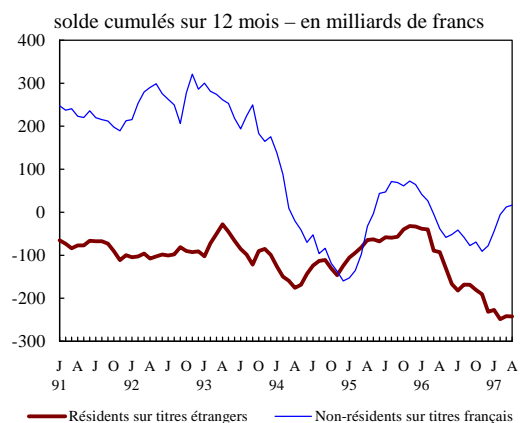
Autres lignes des transactions courantes



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 3 juillet 1997

Les revenus (en données cvs)

D'un mois à l'autre, le solde des *revenus des investissements*, qui reste proche de l'équilibre, recouvre toutefois deux évolutions de sens opposés ; l'excédent des *revenus des investissements directs* se contracte (2,4 milliards de francs, au lieu de 6 milliards en mars), tandis que le déficit des *revenus des investissements de portefeuille* s'allège (– 3 milliards, au lieu de – 6,1 milliards).

Sur quatre mois, le solde des *revenus des investissements* fait apparaître une nette amélioration par rapport à la période correspondante de 1996 (+ 14,6 milliards de francs, au lieu de – 5,8 milliards), du fait principalement de la hausse de l'excédent des *revenus des investissements directs* (+ 28,8 milliards, au lieu de + 11,4 milliards), les dividendes perçus par les banques et, surtout, par les entreprises progressant fortement.

Les transferts courants (en données brutes)

Le déficit des transferts courants revient de 4,1 milliards de francs en mars à 2 milliards en avril (de 3,9 milliards à 2,3 milliards en données cvs). Les transferts avec les institutions européennes dégagent un excédent de 0,2 milliard de francs.

Sur les quatre premiers mois de l'année, les concours européens reçus au titre des transferts courants s'élèvent à 43,8 milliards de francs, montant proche de celui atteint au cours de la période correspondante de 1996 (42,2 milliards). En revanche, les dépenses passant de 31 milliards de francs à 35,3 milliards, les transferts nets avec les institutions de l'Union européenne reviennent de + 11,2 milliards à + 8,5 milliards.

4.2.2. Le compte de capital (en données brutes)

Les transferts en capital dégagent en avril un excédent de 0,4 milliard de francs, en raison principalement des aides à l'investissement reçues du Fonds européen de développement régional (Feder).

4.2.3. Le compte financier

En avril 1997, les flux financiers se sont traduits par des placements nets à l'étranger de 39,7 milliards de francs. Les avoirs de réserve ont progressé de 7,3 milliards de francs.

Investissements directs

Les *investissements directs* (y compris les bénéfiques réinvestis) ont enregistré des sorties nettes de 5 milliards de francs. Les flux nets d'*investissements directs français à l'étranger* ont donné lieu à des sorties pour 10,1 milliards de francs, essentiellement au titre des opérations en capital.

Les flux d'*investissements directs étrangers en France* se sont traduits par des entrées à hauteur de 5,2 milliards de francs, la contribution des opérations de prêts et placements entre affiliés étant légèrement supérieure à celle des apports en capital.

Investissements de portefeuille

Les *investissements de portefeuille* ont été à l'origine d'entrées nettes de 14,6 milliards de francs.

Les résidents ont vendu pour 11,6 milliards de francs de titres étrangers. En particulier, ils ont cédé pour 27,5 milliards de francs d'obligations étrangères et pour 2,7 milliards de francs d'instruments du marché monétaire, essentiellement des titres en devises acquis au cours du premier trimestre. Dans le même temps, ils ont acheté pour 17,4 milliards de francs d'actions étrangères et pour 3,5 milliards de francs de bons du Trésor étrangers.

De leur côté, les non-résidents ont acheté pour 3 milliards de francs de titres français. Hors titres de la dette publique négociable, ils ont acheté pour 14,4 milliards de francs d'obligations françaises (essentiellement en devises) et pour 6,6 milliards de francs d'actions françaises. En revanche, ils ont procédé à des ventes nettes d'OAT (pour 8,1 milliards de francs), de bons du Trésor (pour 4,6 milliards) et de TCN (pour 3,9 milliards).

Autres investissements

Les *autres investissements* ont suscité des sorties nettes de 42 milliards de francs en avril 1997, sous l'effet conjugué d'une hausse des avoirs de 17,2 milliards et une baisse des engagements de 24,8 milliards.

Les opérations du secteur bancaire ont dégagé un solde négatif de 52,2 milliards de francs consécutif à l'augmentation des avoirs (24,7 milliards liés à l'accroissement des emprunts en francs des non-résidents auprès des banques françaises pour 26,7 milliards) et à la diminution des engagements (27,5 milliards). Ce mouvement de baisse résulte, pour l'essentiel, de la forte contraction des dépôts en devises à court terme effectués par les non-résidents sur les livres des établissements résidents (42,4 milliards de francs) compensée partiellement par la hausse des dépôts en francs des non-résidents (13,5 milliards).

À l'inverse, les flux enregistrés par les secteurs autres que les banques ont provoqué des entrées pour 11,3 milliards de francs.

Enfin, le secteur des autorités monétaires et administrations publiques a également été à l'origine d'entrées nettes de capitaux pour 2,5 milliards de francs.

Avoirs de réserve

Les avoirs de réserve bruts ont augmenté de 7,3 milliards de francs en avril 1997, après une hausse de 4,7 milliards en mars.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

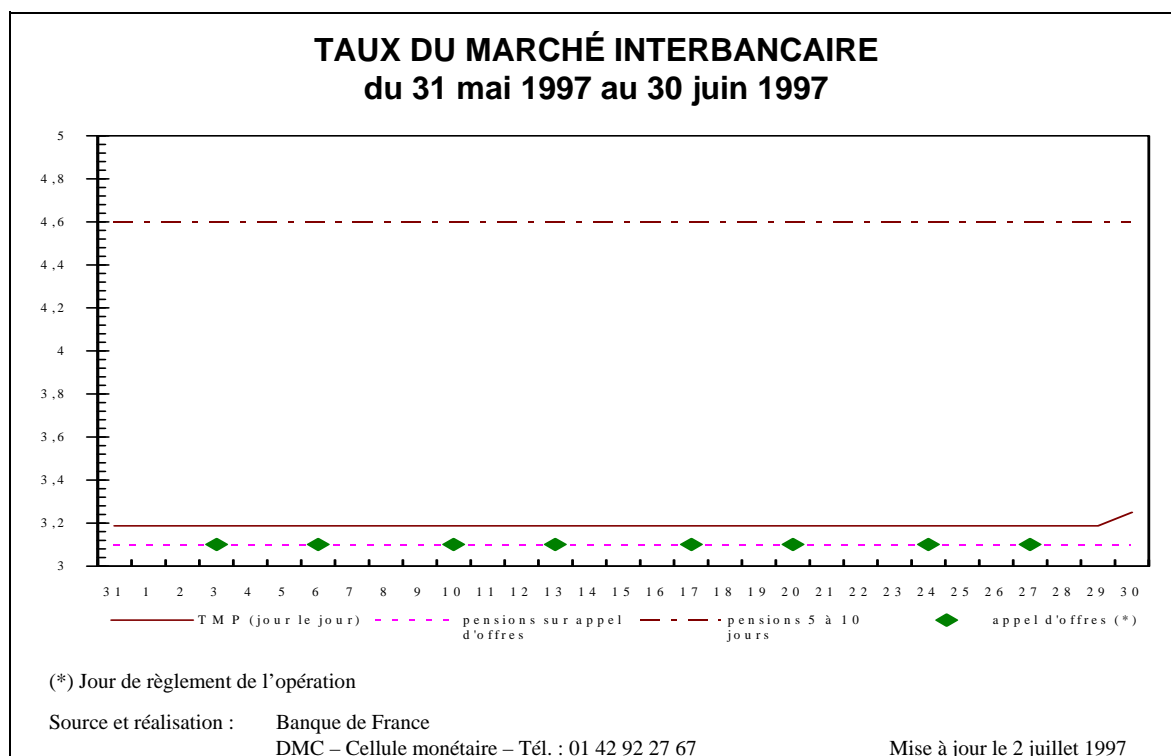
Au cours du mois de juin, les marchés de taux ont suivi une évolution favorable dans un contexte marqué par le renforcement de la confiance des opérateurs dans le respect du calendrier de mise en place de l'Union monétaire.

Les rendements courts se sont nettement détendus en début de mois, annulant le mouvement de tension qui était apparu à la fin du mois de mai. Ils sont demeurés quasiment stables au cours de la seconde quinzaine du mois. Au total, les rendements courts sont revenus dans des étages proches de ceux observés avant les élections, ce qui reflète l'apaisement des incertitudes qui étaient apparues à l'occasion du scrutin.

Les taux longs ont également été favorablement orientés. Au cours des trois premières semaines du mois, cette évolution a tenu à la détente à l'œuvre outre-Atlantique en raison de la publication de statistiques confirmant l'absence de tensions inflationnistes dans un contexte économique toujours favorable. En dépit d'une détérioration du marché américain en fin de mois, cette tendance au repli des taux obligataires français s'est poursuivie, sous l'effet de la disparition des craintes d'une remise en cause du processus d'Union monétaire et de l'importance des capitaux en quête de placement sur ce compartiment du marché.

L'écart OAT-*Bund* s'établissait à – 12 points de base à la fin du mois de juin, niveau identique à celui observé un mois auparavant.

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

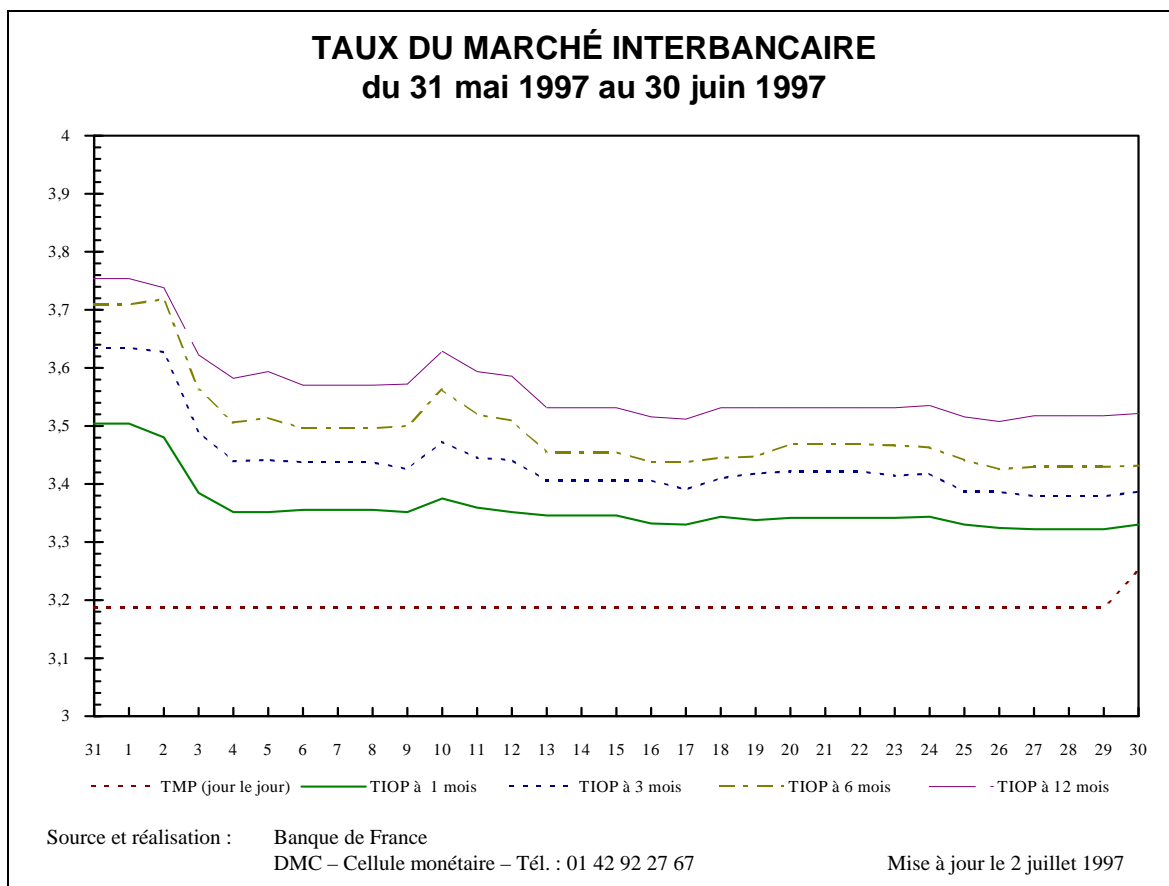


Le loyer de l'argent au jour le jour s'est maintenu dans une fourchette comprise entre 3 1/8 % et 3 1/4 %.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 mai-15 juin se sont élevées à 21,6 milliards de francs (dont 14,5 milliards sous forme de billets) pour une moyenne requise de 19 milliards de francs.

ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)			
	<i>(en milliards de francs)</i>		
	Mai 1997	Juin 1997	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 250,8	- 251,5	- 0,7
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	- 5,6	- 5,2	0,4
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	138,7	138,2	- 0,5
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	9,3	8,4	- 0,9
DIVERS	- 3,6	- 8,5	- 5,0
TOTAL	- 112,0	- 118,6	- 6,6
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	70,6	72,1	1,6
– Autres pensions	28,5	32,6	4,1
– Bons du Trésor achetés ferme	13,3	14,3	1,0
– Opérations d'escompte net	0,0	0,0	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 0,4	- 0,6	- 0,2
TOTAL	112,0	118,6	6,6
(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 2 juillet 1997

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



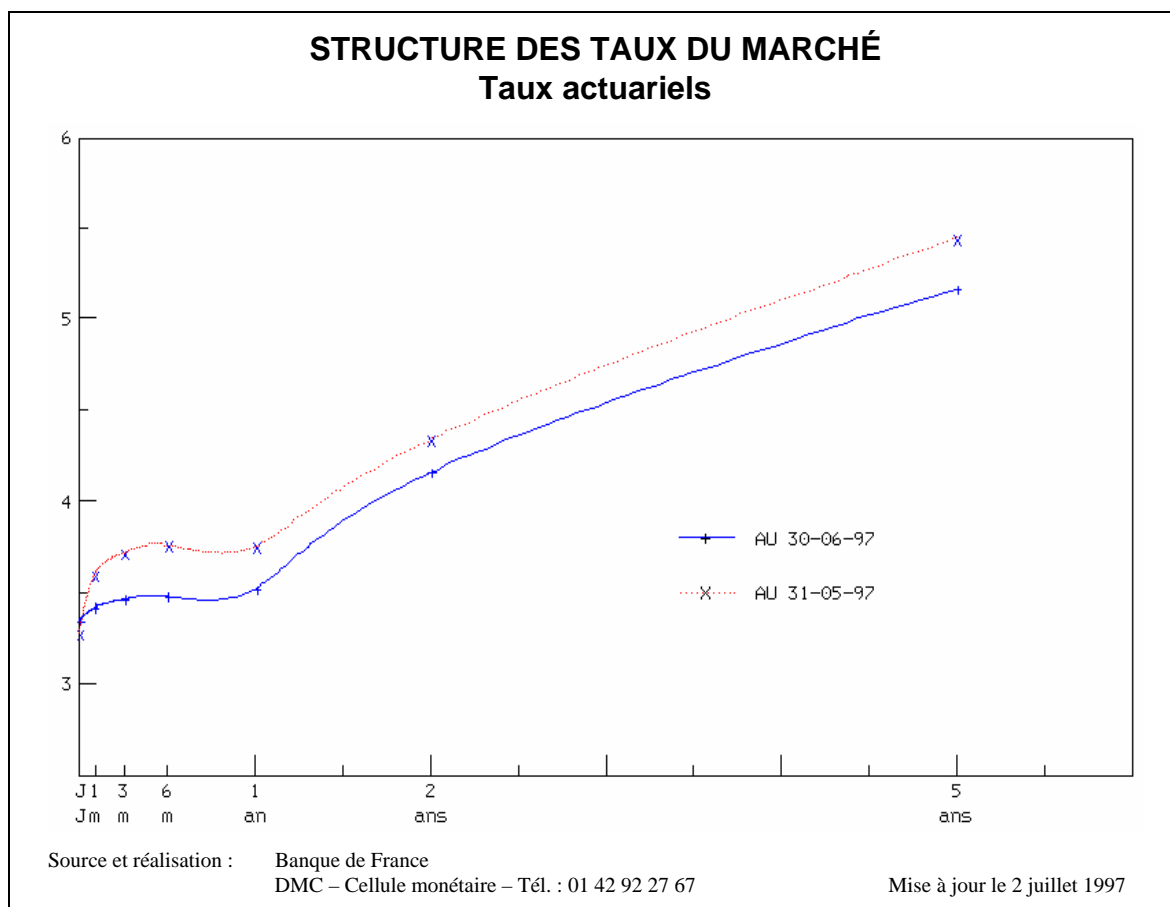
Sur l'ensemble du mois, les rendements courts se sont nettement détendus. Cette évolution peut être décomposée comme suit :

- jusqu'au 4 juin, les taux courts ont marqué un net mouvement de correction à la baisse venant compenser les tensions observées à la fin du mois de mai. Les incertitudes relatives à la poursuite du processus de mise en place de la monnaie unique se sont, en effet, dissipées à la suite de la constitution du gouvernement ;

- une décreue très légère est ensuite intervenue. Elle a été favorisée par le climat de confiance quant à l'issue positive du sommet européen d'Amsterdam, de sorte que l'annonce de ses résultats n'a pas entraîné de détente supplémentaire des taux dans la seconde quinzaine du mois.

D'une fin de mois à l'autre, la baisse des taux atteint environ 25 points de base sur les échéances du trois mois à l'année.

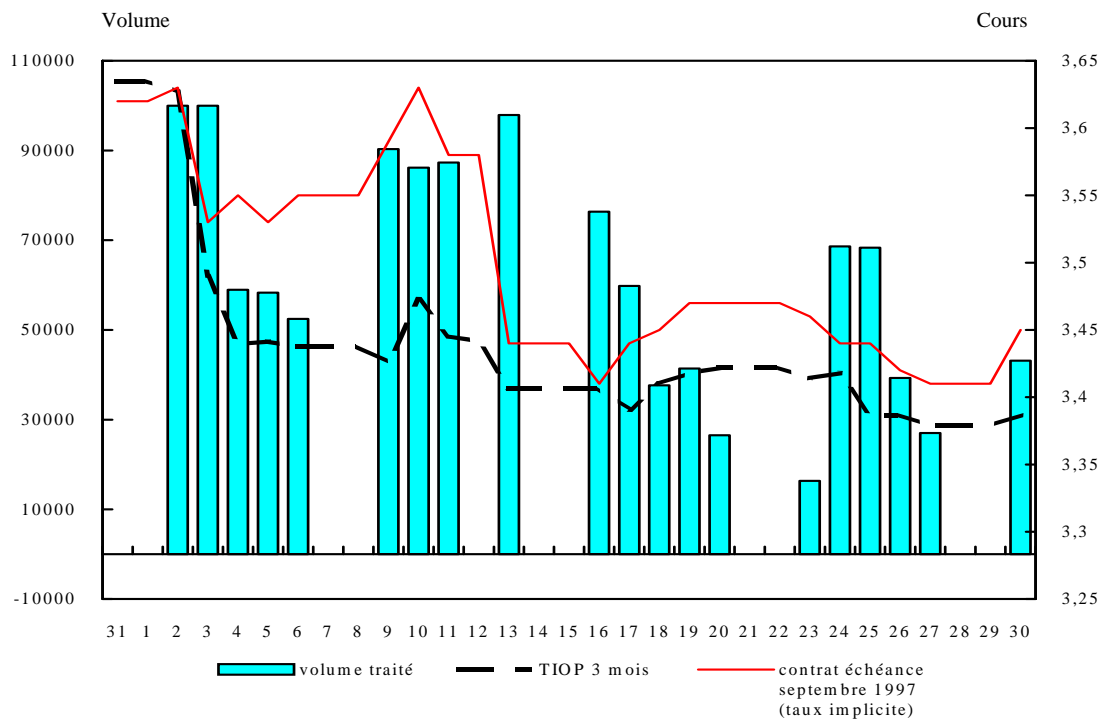
ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES			
	31 mai 1997	30 juin 1997	Variation
TIOP à 1 mois.....	3,5039	3,3301	- 0,1738
TIOP à 3 mois.....	3,6348	3,3867	- 0,2481
TIOP à 6 mois.....	3,7090	3,4316	- 0,2774
TIOP à 1 an.....	3,7539	3,5215	- 0,2324
Taux à 2 ans.....	4,3400	4,1600	- 0,1800
Taux à 5 ans.....	5,4500	5,1700	- 0,2800



Sur le Matif, les taux implicites du contrat Pibor ont évolué de façon parallèle aux taux au comptant. Au 30 juin, la prime des taux futurs sur le taux à 3 mois au comptant s'établissait à 7 points de base sur l'échéance septembre et 11 points de base sur l'échéance décembre.

Les volumes traités se sont fortement réduits au cours de la seconde quinzaine du mois, en liaison avec la réduction des incertitudes des opérateurs.

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



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

Mise à jour le 2 juillet 1997

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de juin, le Trésor a procédé à l'adjudication de 107,8 milliards de francs de bons à taux fixe (dont 22,4 milliards de francs de BTAN et 85,4 milliards de francs de BTF).

L'encours total de bons en circulation s'élevait, le 30 juin 1997, à 1 170,4 milliards de francs, en légère augmentation par rapport à celui observé à la fin du mois précédent (1 135,2 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 (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
2 juin 1997	BTF	13 sem.	40 400	11 505	1 496	3,36	3,37	3,46	3,73
2 juin 1997	BTF	26 sem.	14 225	3 386	381	3,43	3,44	3,52	3,81
9 juin 1997	BTF	13 sem.	37 150	15 034	34	3,32	3,33	3,42	3,52
9 juin 1997	BTF	50 sem.	12 850	3 005	0	3,50	3,51	3,56	3,57
16 juin 1997	BTF	13 sem.	43 900	13 010	0	3,22	3,23	3,32	3,50
16 juin 1997	BTF	28 sem.	16 400	5 006	0	3,27	3,28	3,35	3,52
19 juin 1997	BTAN 4,75 %	2 ans	30 887	9 697	0	101,87	101,85	3,63	4,16
19 juin 1997	BTAN 4,75 %	5 ans	32 346	12 746	0	100,59	100,57	4,61	5,23
23 juin 1997	BTF	13 sem.	51 800	14 893	1 885	3,22	3,24	3,32	3,51
23 juin 1997	BTF	27 sem.	13 958	3 413	410	3,29	3,30	3,37	3,55
30 juin 1997	BTF	13 sem.	47 850	13 010	0	3,23	3,24	3,33	3,48
30 juin 1997	BTF	47 sem.	12 968	3 003	0	3,36	3,37	3,42	3,51

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

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

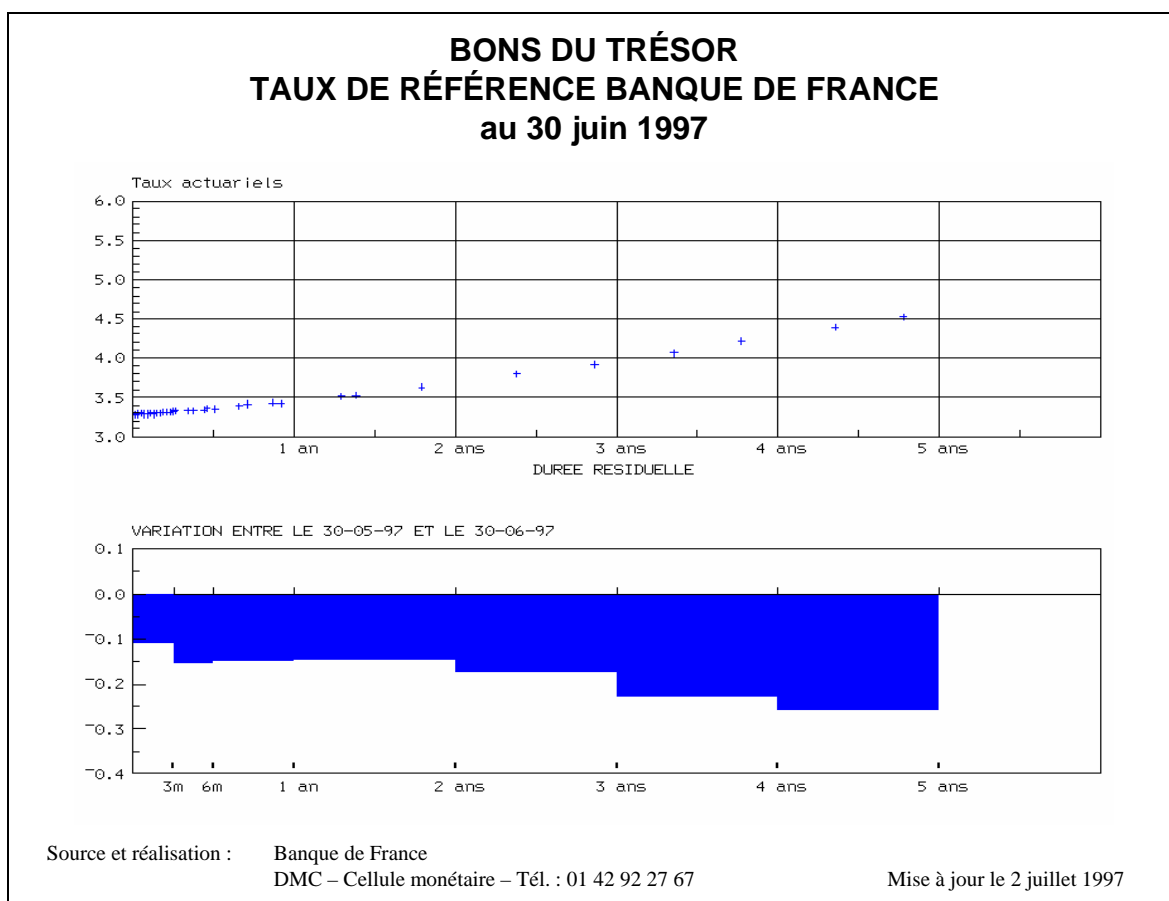
Mise à jour le 2 juillet 1997

Entre les dernières adjudications de mai et juin, les taux à l'émission ont diminué de 18 points de base sur les BTF 13 semaines et de 6 points de base sur les BTF 28 semaines.

S'agissant des BTAN 5 ans, les taux à l'émission ont augmenté de 2 points de base entre l'adjudication du 19 juin et celle du 15 mai.

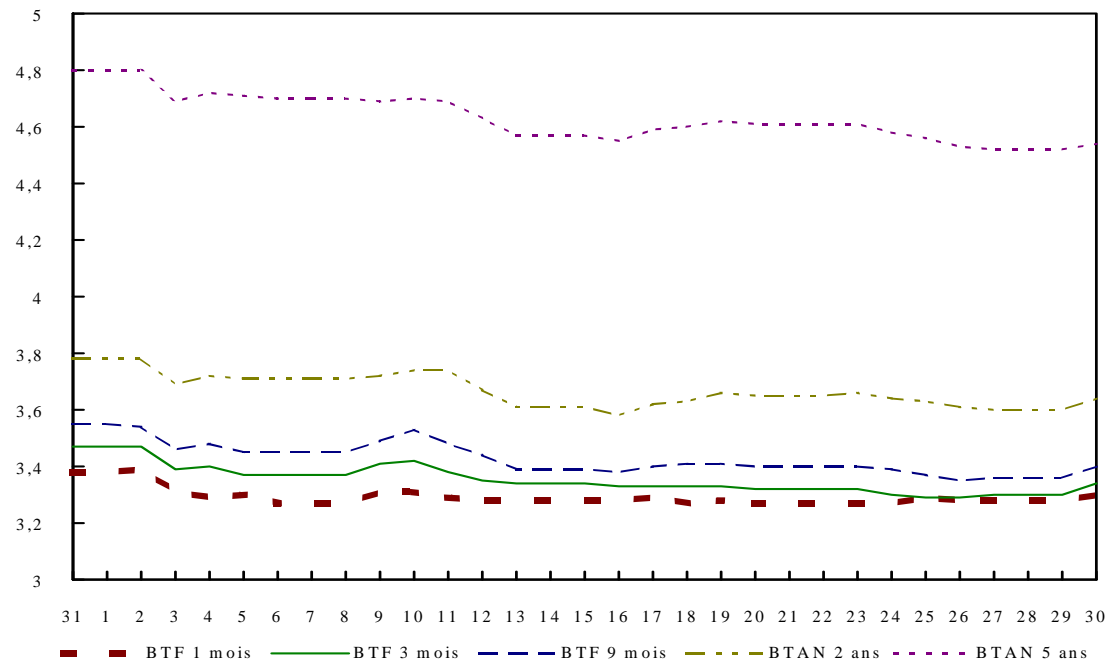
Marché secondaire

Le marché des bons du Trésor a progressé de façon notable au cours du mois de juin. Initié au lendemain des élections législatives, ce mouvement d'appréciation s'est développé pour l'essentiel au cours de la première partie du mois sous revue, entraînant un aplatissement marqué de la courbe des rendements. Par la suite, le marché faisait montre de davantage de stabilité, évoluant dans des marges de fluctuation étroites jusqu'en fin de période.



Sur l'ensemble du mois, les rendements des BTF se sont inscrits en repli. Ce repli n'est pas apparu uniforme sur l'ensemble des échéances. De l'ordre de 10 points de base à 12 points de base sur le segment le plus court du marché (maturités inférieures à 3 mois), il a atteint près de 20 points de base sur les échéances intermédiaires (6 mois) et 15 points de base au-delà. Au total, la translation de la courbe s'est ainsi accompagnée d'un mouvement d'aplatissement. Le même phénomène a été perceptible sur les BTAN : le recul des rendements, de l'ordre de 15 points de base sur les maturités inférieures à 2 ans, a dépassé 25 points de base sur le 5 ans.

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



Source et réalisation :

Banque de France

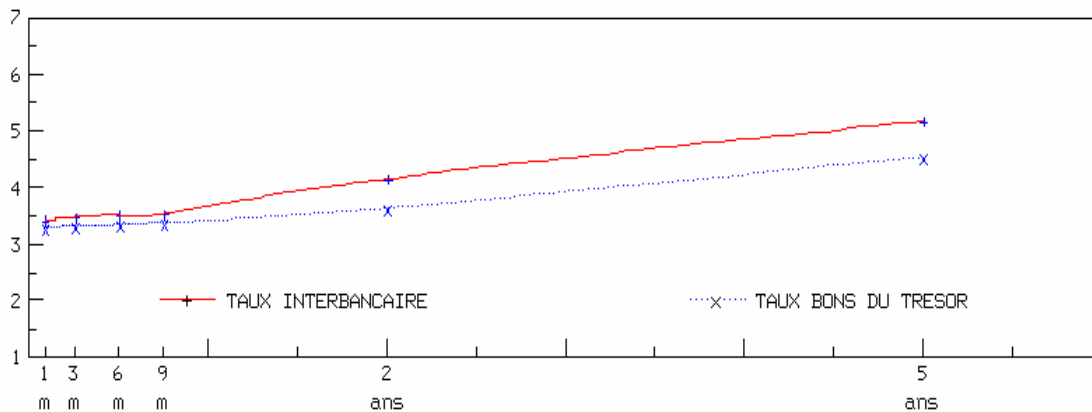
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 2 juillet 1997

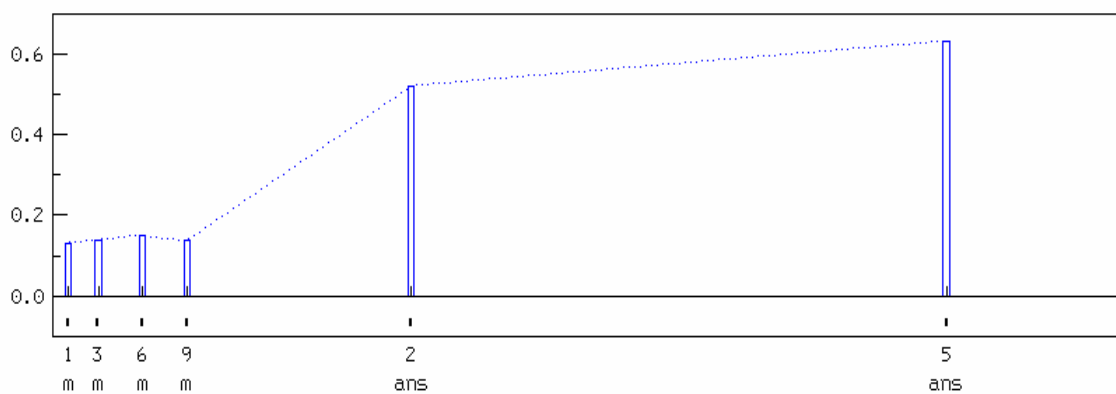
Les écarts de rendement par rapport aux taux interbancaires se sont réduits au cours de la période examinée, de façon plus particulièrement prononcée sur le segment court du marché. Sur les échéances inférieures ou égales à un an, ils se sont contractés de près de 10 points de base. Le recul a été moins marqué sur les maturités postérieures.

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

Courbes des taux actuariels



Ecart

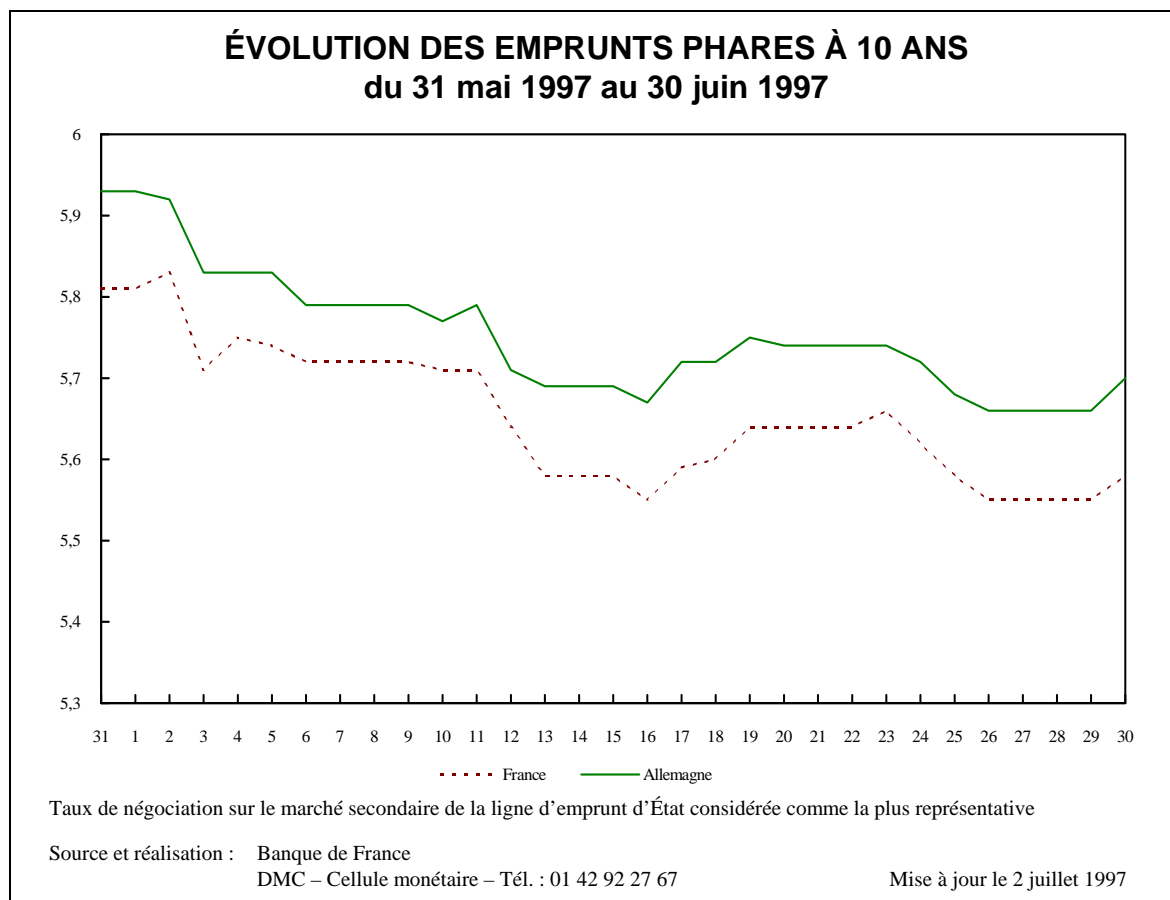


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 2 juillet 1997

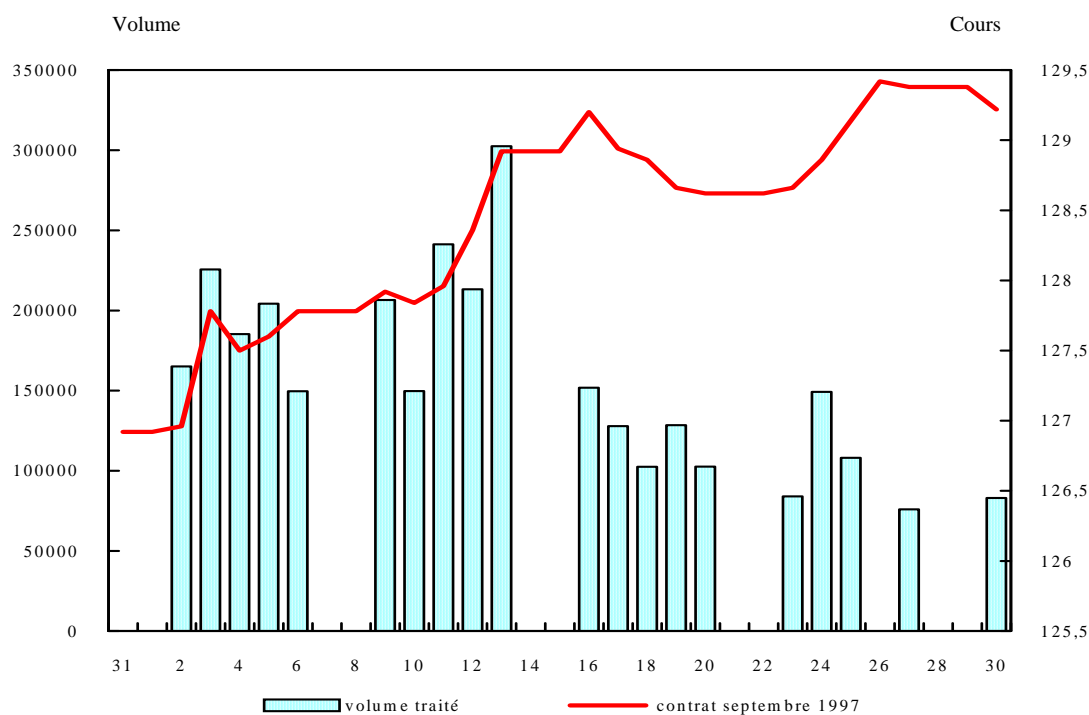
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché obligataire français a été marqué au mois de juin par une sensible détente des rendements, dont l'essentiel a été effectué au cours de la première quinzaine.



Cette détente des taux longs s'est effectuée à la faveur de deux facteurs principaux. Le premier a été l'apaisement progressif des incertitudes entourant le processus de la construction monétaire européenne, après la conclusion au sommet d'Amsterdam d'un compromis sur l'ajout d'un volet social au Pacte de stabilité et de croissance. Le second a été l'amélioration progressive du marché américain, sous l'effet de la révision des anticipations de resserrement monétaire consécutive à la publication d'indices faisant apparaître les signes précurseurs d'un ralentissement de la croissance économique au second semestre et l'absence de pressions inflationnistes. L'apparition de ces « poches de ralentissement » dans l'économie américaine (selon les termes du Livre beige du Comité fédéral de l'Open Market – FOMC publié le 16 juin), confirmant l'impression laissée par la baisse en mai des ventes de détail (-0,1 %), des mises en chantier (-4,8 %) et la cinquième baisse mensuelle des prix à la production (-0,3 %), a permis au rendement américain à 10 ans de se détendre de 14 points de base au cours du mois de juin, pour s'établir à 6,65 %.

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



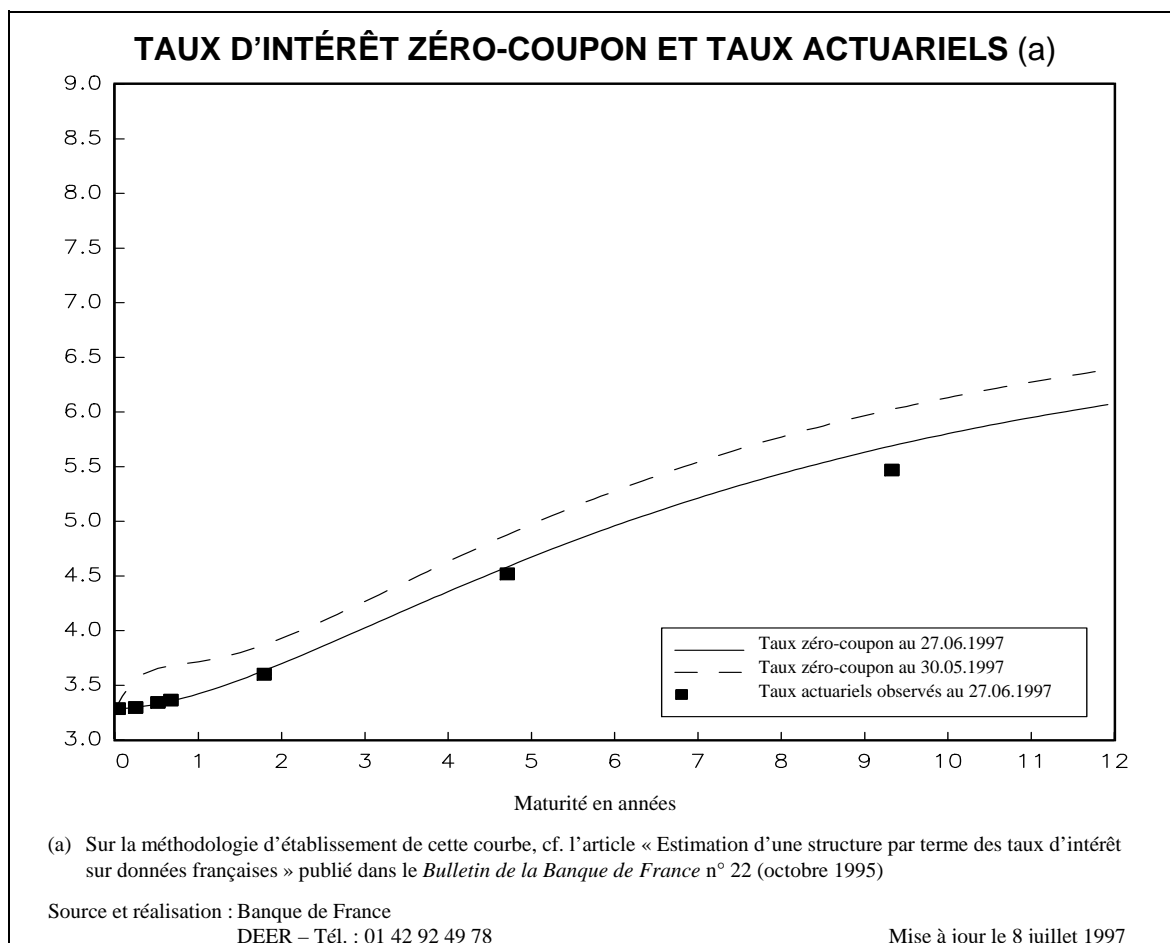
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : 01 42 92 27 67

Mise à jour le 2 juillet 1997

Soutenu par ce contexte favorable, le marché obligataire français a particulièrement progressé sous l'effet de facteurs internes positifs : réduction des incertitudes politiques après la nomination du nouveau gouvernement, ralentissement confirmé du rythme d'inflation à 0,9 % en mai et intérêts acheteurs très élevés des investisseurs domestiques, en liaison avec le paiement des coupons et l'arrivée prochaine à maturité d'importantes lignes d'emprunts.

Ainsi les taux à 10 ans se sont détendus de 21 points de base, les taux à 5 ans de 24 points de base et les rendements à 2 ans de 15 points de base, entraînant un relatif aplatissement de la courbe des taux français. L'écart de rendement entre les emprunts à 10 ans français et allemand s'est progressivement élargi au cours de la période, de 10 points de base à 13 points de base fin juin.

Ce mouvement s'est opéré, notamment au cours de la seconde partie du mois, dans un contexte d'étroitesse particulière des volumes échangés. Ainsi, les volumes sur le contrat notionnel du Matif se sont inscrits, pour plusieurs séances consécutives, à proximité, voire en dessous, de la barre de 100 000 lots négociés.



5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt (arrêtée au 7 juillet)

Les marchés de taux ont enregistré, dans les premiers jours du mois de juillet, une évolution en ligne avec la tendance observée au cours du mois précédent.

Les rendements courts sont demeurés stables, tandis que les taux longs se détendaient, profitant de la nette embellie à l'œuvre sur le marché obligataire américain dans un contexte de maintien du *statu quo* de la politique monétaire aux États-Unis.

5.2. Les émissions

L'encours global des titres de créances négociables s'est établi à 1 329,9 milliards de francs à la fin du mois de juin, contre 1 365,8 milliards à fin mai. Cette décre est commune à la totalité des titres de créances négociables. La baisse la plus marquée provient des certificats de dépôt, dont l'encours recule de 16,6 milliards de francs ; ce fléchissement avait déjà été constaté à la même période au cours des années antérieures. L'encours des billets de trésorerie baisse de 9,9 milliards de francs, celui des bons à moyen terme négociables diminue de 7,4 milliards et celui des bons des institutions et des sociétés financières régresse de 2 milliards.

Les moyennes de taux à l'émission relevées sur l'ensemble des titres émis à moins d'un an traduisent une détente, qui n'excède cependant pas 15 points de base pour les écarts de rémunération les plus accentués. À l'inverse, les taux de rendement relatifs aux bons à moyen terme négociables ont gagné entre 4 points de base et 15 points de base, selon les échéances.

En dépit d'une nouvelle détente des taux d'intérêt, les émissions obligataires réglées en juin ont de nouveau reculé d'un mois à l'autre ; toutefois, cette évolution est contrastée selon les marchés.

La demande de capitaux des émetteurs résidents autres que les sociétés non financières augmente sur le marché intérieur ; en revanche, celle des non-résidents, principaux acteurs du marché de l'eurofranc, recule sensiblement par rapport au mois précédent.

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 639,6 milliards de francs le 27 juin, contre 656,2 milliards le 30 mai et 650,7 milliards le 25 avril.

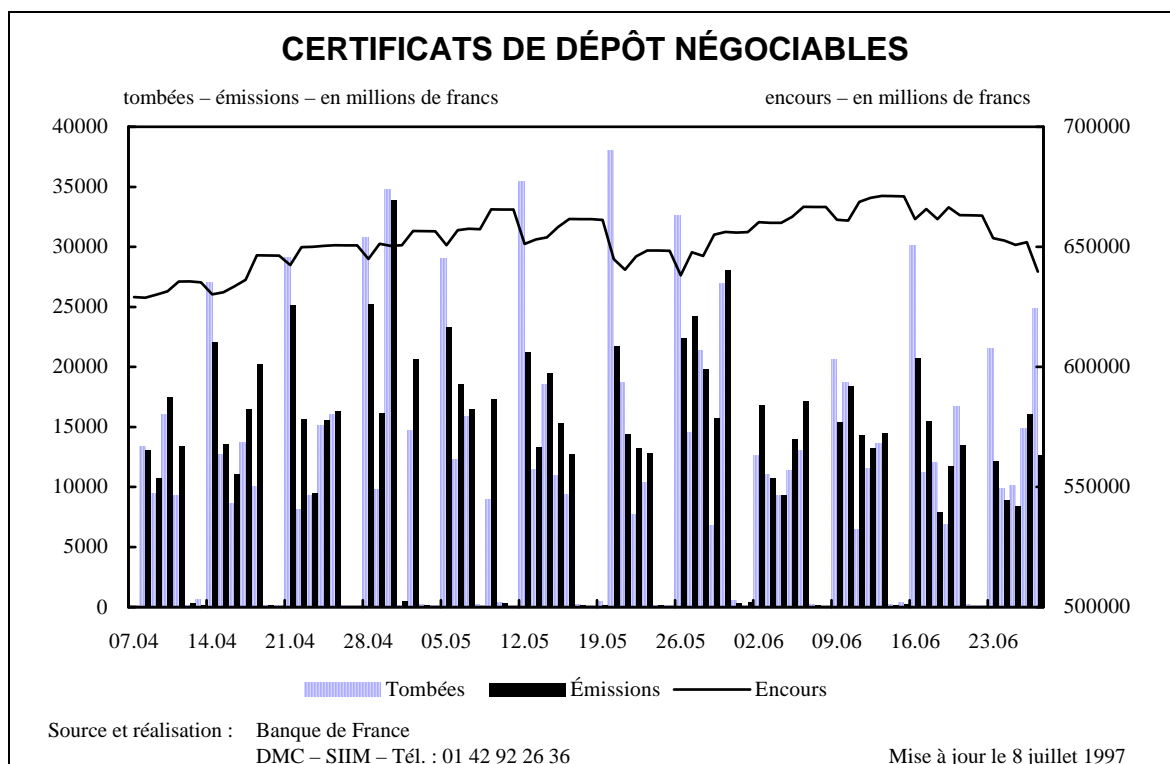
Les émissions réalisées au cours du mois de juin ont atteint 272,2 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 427,4 milliards en mai et 308,6 milliards en avril (respectivement 288,8 milliards, contre 421,9 milliards et 292,9 milliards, pour les tombées).

Neuf émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus : la Caisse nationale de crédit agricole (10,7 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (8,5 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (2,1 milliards), le Crédit agricole Indosuez (1,9 milliard), la Sovac (1,3 milliard), la Caisse centrale de réescompte (1,2 milliard), la Caisse régionale de crédit agricole Centre-Est, le CIC (1,1 milliard chacun), et la Banque Odier Bungener Courvoisier (1 milliard). À l'inverse, quinze émetteurs ont enregistré une décre supérieure à 1 milliard de francs pendant la même période ; les baisses les plus accentuées, supérieures à 2 milliards de francs, concernent la Sofaxbanque (5,1 milliards), la Compagnie bancaire (4,2 milliards), la Banque fédérative du crédit mutuel (3,1 milliards), la BNP (3 milliards), la ING Bank (2,4 milliards) et la Morgan Guaranty Trust (2,2 milliards).

La répartition des émissions du mois par type de *souscripteur* est restée assez proche de celle des deux mois précédents. Les établissements de crédit ont représenté 28,9 % du montant total d'émission, contre 33,6 % le mois précédent, devant les sociétés et entreprises individuelles (26,8 %), les assurances, caisses de retraite et mutuelles (18,9 %) et les OPCVM (18,1 %).

La composition des plages de *durées à l'émission* traduit un léger raccourcissement des maturités par rapport au mois de mai. La part des émissions réalisées entre dix jours et moins d'un mois s'est établie à 29,5 % de la production, contre 21,8 % pour le mois précédent ; la plage comprise entre un mois et trois mois a recueilli 34,6 % du montant total d'émission (contre 39,2 %) et les opérations d'une durée initiale supérieure à trois mois et inférieure à six mois ont représenté 33,8 % du total (contre 37,1 % en mai).

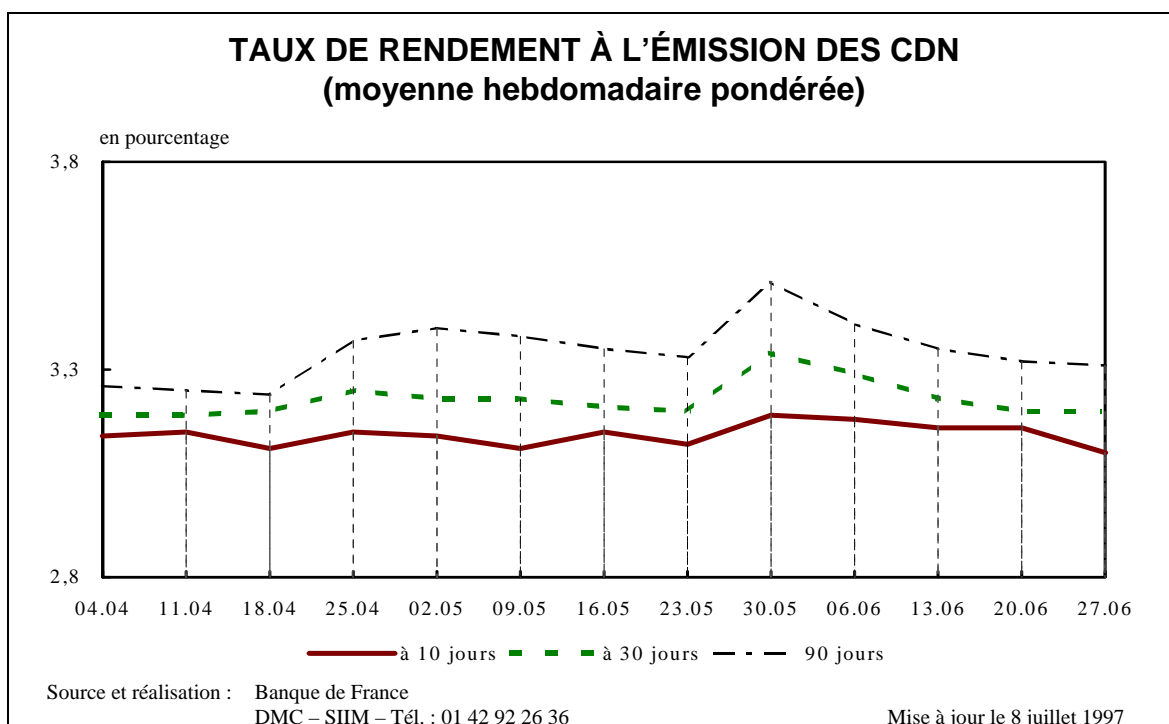
Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	80,2	29,5
De 1 mois à moins de 3 mois.....	94,1	34,6
De 3 mois à moins de 6 mois.....	92,2	33,8
De 6 mois à 1 an.....	5,7	2,1
Total.....	272,2	100,0



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 333 le 27 juin, contre 336 le 30 mai et 335 le 25 avril.

Les *taux à l'émission* se sont légèrement détendus entre le 30 mai et le 27 juin. Calculés en moyenne mensuelle pondérée, les écarts s'échelonnent entre 2 points de base pour les certificats à un mois, 7 points de base pour ceux à trois mois et 14 points de base pour les titres émis à un an.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
<i>(en pourcentage)</i>				
	2 au 6 juin	9 au 13 juin	16 au 20 juin	23 au 27 juin
Certificats à 10 jours (moyenne)	3,18	3,16	3,16	3,10
Certificats à 30 jours (moyenne)	3,29	3,23	3,20	3,20
Certificats à 90 jours (moyenne)	3,41	3,35	3,32	3,31
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	3,00	2,95	3,00	2,85
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	3,44	3,29	3,30	3,26
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,35	3,35	3,33	3,32
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,48	3,38	3,34	3,34



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

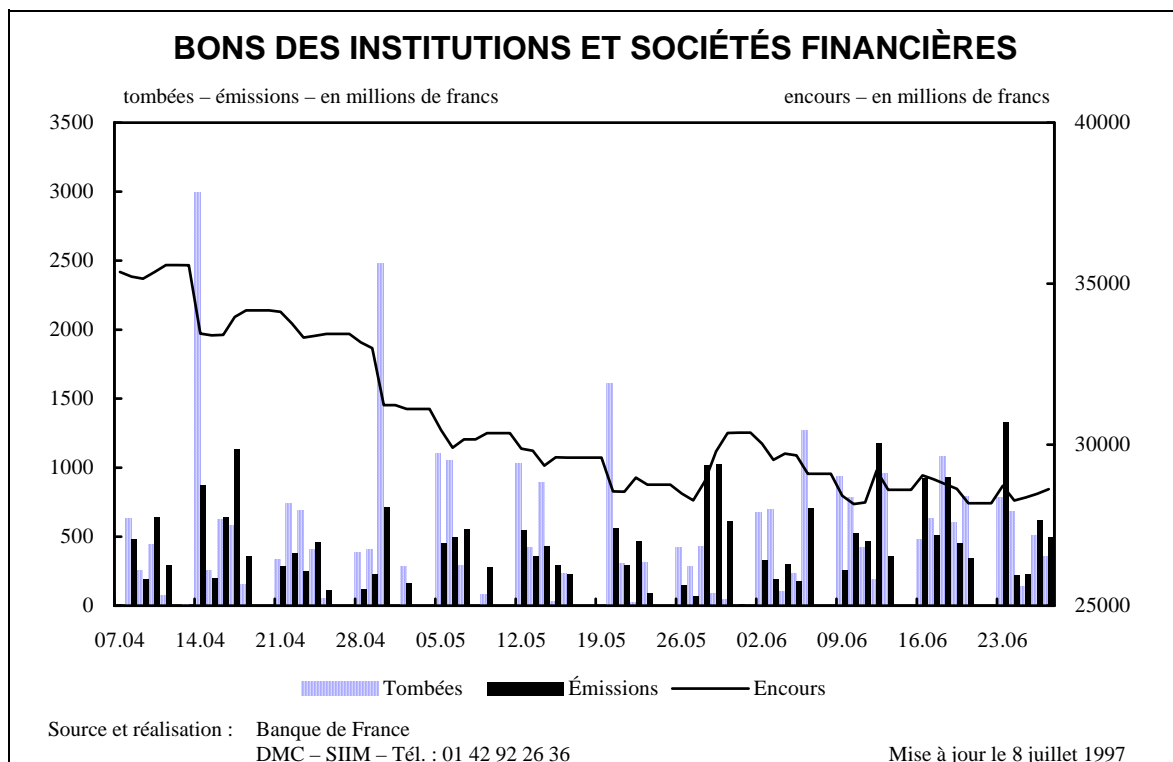
L'encours de ces bons se montait à 28,4 milliards de francs le 27 juin, contre 30,4 milliards le 30 mai et 33,4 milliards le 25 avril. À fin juin, 81,5 % de l'encours global correspondait aux opérations de sept émetteurs disposant d'un encours supérieur à 1 milliard de francs, dont 28,3 % pour le Crédit local de France, soit 8 milliards.

Les émissions réalisées au cours du mois de juin ont atteint 10,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 9,2 milliards en mai et 8,8 milliards en avril (respectivement 12,3 milliards, contre 12,2 milliards et 12,1 milliards, pour les tombées).

La part des établissements de crédit dans la souscription de BISF a sensiblement progressé par rapport au mois précédent, retrouvant un niveau proche de celui du mois d'avril (65,5 %, contre 56,9 % en mai et 62,1 % en avril). Cette progression s'est effectuée au détriment des OPCVM qui n'ont acquis que 19,5 % des titres émis, contre 30,1 % le mois précédent ; les administrations publiques et privées ont contribué à hauteur de 10,1 % et les sociétés et entreprises individuelles ont souscrit 4,7 % de la production.

L'examen des *durées à l'émission* traduit une stabilité de la répartition entre les différentes plages d'émission par rapport à la période passée ; la part la plus élevée se rapporte aux opérations effectuées entre trois mois et six mois (69,6 % du total, contre 72,2 % en avril), suivie des émissions réalisées entre un mois et trois mois (20,7 %, contre 20,3 %).

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois.....	0,5	4,8
De 1 mois à moins de 3 mois.....	2,2	20,7
De 3 mois à moins de 6 mois.....	7,4	69,6
De 6 mois à 1 an.....	0,5	4,9
Total.....	10,6	100,0



Calculés en moyenne mensuelle pondérée, les *taux de rendement à l'émission* se sont repliés sur la plupart des échéances, les retraits les plus conséquents concernant les rendements à six mois (– 11 points de base) et les taux à trois mois (– 7 points de base).

Billets de trésorerie (BT)

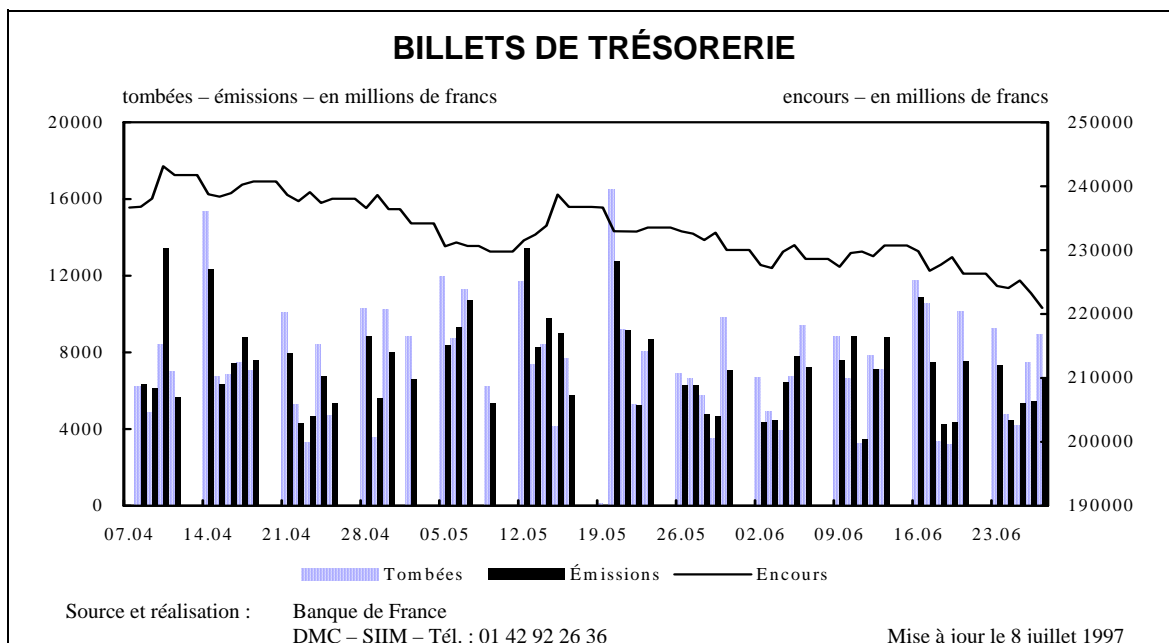
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 220,1 milliards de francs le 27 juin (dernier chiffre provisoire disponible), contre 230 milliards le 30 mai et 238 milliards le 25 avril. Le 27 juin, le nombre des entreprises émettrices s'est établi à 95, contre 96 à la fin du mois de mai et 95 à fin avril. Le montant des émissions intervenues au cours du mois sous revue a atteint 129 milliards de francs, contre 174 milliards en mai et 144,5 milliards en avril (respectivement 139 milliards de francs, contre 182,1 milliards et 151,6 milliards, pour les tombées).

Cinq émetteurs ont accru leur encours de 1 milliard de francs ou plus au cours du mois ; il s'agit de la Cades (2,4 milliards de francs), LVMH (2,1 milliards), Morgan Stanley Dean Witter (1,3 milliard), France Télécom (1,1 milliard) et Charbonnages de France (1 milliard). Dans le même temps, six émetteurs ont réduit leur encours au-delà de ce même seuil : Total CFP (5,1 milliards de francs), Rhône-Poulenc (3,5 milliards), EDF (2 milliards), L'Oréal (1,9 milliard), Pinault-Printemps (1,8 milliard) et la SNCF (1,1 milliard).

Les établissements de crédit ont souscrit 77,8 % des titres émis, contre 77,1 % le mois précédent. La part des OPCVM a représenté 11,1 % de la production et celle des sociétés et entreprises individuelles 8,0 %.

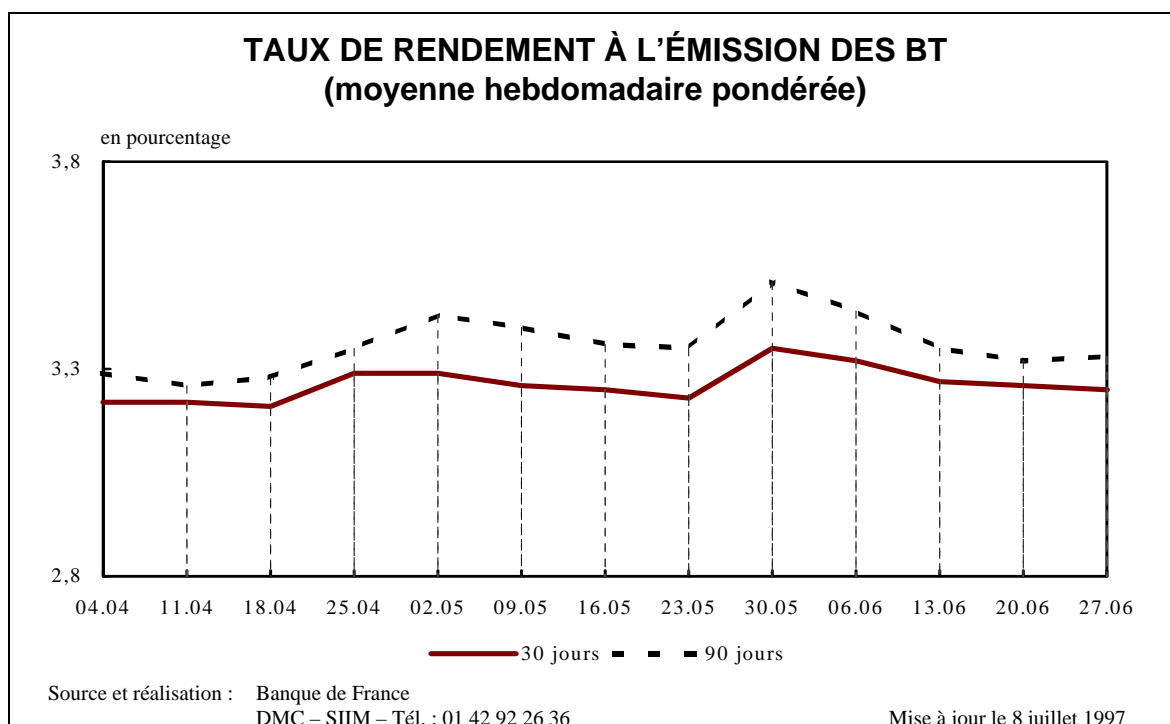
La répartition mensuelle des émissions par durée a faiblement varié par rapport au mois précédent. L'essentiel de la production s'est concentrée sur les durées comprises entre un mois et trois mois, avec 67,5 % du montant global (74,3 % en mai), les opérations à moins d'un mois ont constitué 15,4 % du total et celles comprises entre trois mois et six mois 15,9 %.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 10 jours à moins de 1 mois	20	15,4
De 1 mois à moins de 3 mois.....	87,7	67,5
De 3 mois à moins de 6 mois.....	20,6	15,9
De 6 mois à 1 an.....	1,6	1,2
Total.....	129,9	100,0



Les *taux de rendement à l'émission* des billets de trésorerie se sont légèrement effrités au cours du mois de juin. Calculés en moyenne mensuelle, les rémunérations à trois mois perdent ainsi 3 points de base.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT				
<i>(en pourcentage)</i>				
	2 au 6 juin	9 au 13 juin	16 au 20 juin	23 au 27 juin
Billets à 10 jours (moyenne).....	–	3,21	3,22	3,25
Billets à 30 jours (moyenne).....	3,32	3,27	3,26	3,25
Billets à 90 jours (moyenne).....	3,44	3,35	3,32	3,33
Billets de 20 à 40 jours (plus bas)	3,16	3,22	3,21	3,19
Billets de 20 à 40 jours (plus haut).....	3,48	3,35	3,35	3,33
TIOP à 1 mois (plus bas)	3,35	3,35	3,33	3,32
TIOP à 1 mois (plus haut).....	3,48	3,38	3,34	3,34



Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 441,8 milliards de francs le 27 juin (dernier chiffre provisoire disponible), contre 449,2 milliards au 30 mai et 447,6 milliards au 25 avril.

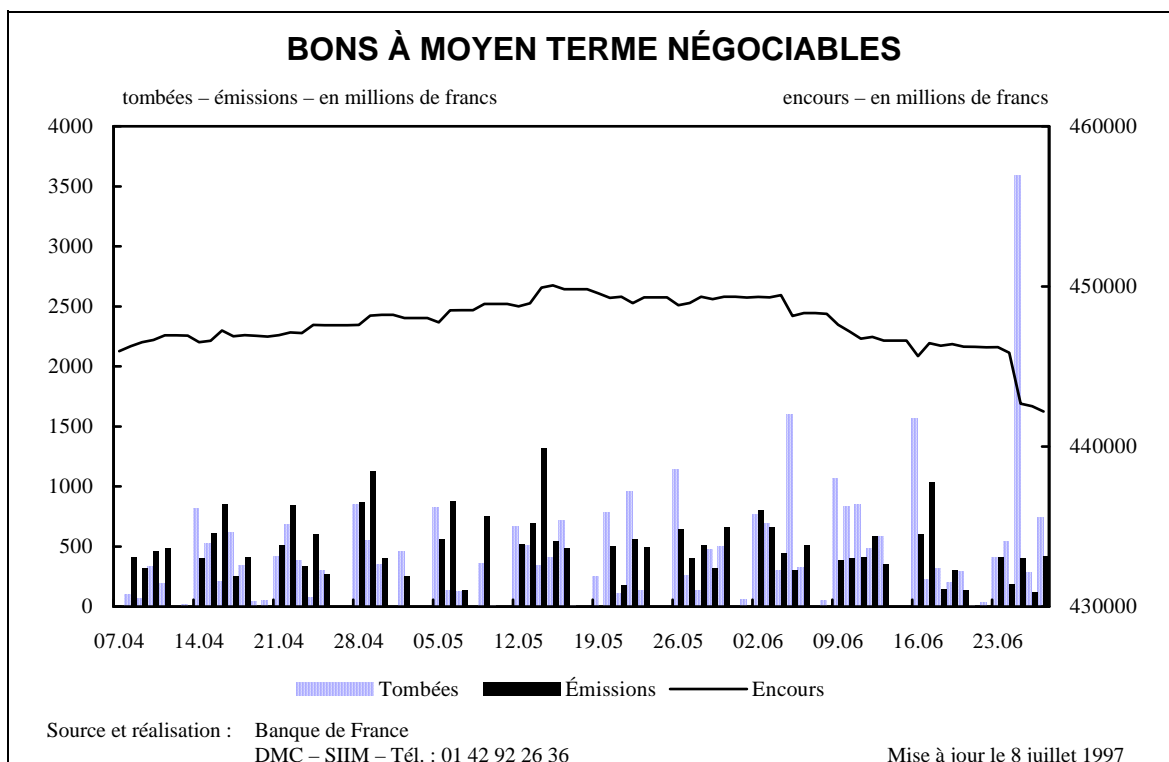
Les émissions réalisées au cours du mois de mai se sont élevées à 8,4 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 12,7 milliards en mai et 11,2 milliards en avril (respectivement 15,8 milliards, contre 11,1 milliards et 9 milliards, pour les tombées).

Le nombre d'émetteurs présents sur le marché s'est établi à 239 au 27 juin, contre 241 au 30 mai et 238 au 25 avril. Les hausses d'encours les plus significatives observées au cours du mois de juin concernent le Crédit universel (736 millions de francs) et le Crédit local de France (600 millions), alors que les baisses les plus accentuées se rapportent au Crédit foncier de France (3,7 milliards), la Caisse autonome de refinancement (1,5 milliard), le Crédit agricole Indosuez (1,1 milliard), le Crédit commercial de France (752 millions) et le Crédit Lyonnais (719 millions).

La répartition par catégories de *souscripteurs* révèle un accroissement de la part des établissements de crédit avec 71,5 % du montant global d'émission, contre 61,5 % pour le mois précédent ; la part des OPCVM est restée sensiblement identique avec 18,0 % du total, contre 19,5 % en mai, celle des assurances, caisses de retraite et mutuelles s'est rétractée (2,2 %, contre 6,8 %) de même que celle des sociétés et entreprises individuelles (6,9 %, contre 8,2 %), alors que les non-résidents n'ont constitué qu'un apport marginal (0,6 % du total, contre 3,6 % en mai et 7,2 % pour le mois d'avril).

La répartition des émissions par tranches de durées traduit un léger allongement des maturités travaillées ; les opérations à plus de cinq ans ont ainsi représenté 27,1 % de la production, contre 13,5 % au cours du mois de mai. Plus de la moitié du total des émissions (59 %) ont été réalisées sur des durées inférieures à trois ans, chiffre identique à celui de la période correspondante de 1996.

Durée	Montant (en milliards de francs)	Structure (en pourcentage)
De 1 an 1 jour à moins de 2 ans	2,6	29,6
De 2 ans à moins de 3 ans.....	2,5	29,4
De 3 ans à moins de 5 ans.....	1,2	13,9
De 5 ans à moins de 7 ans.....	1,5	17,5
De 7 ans et plus	0,8	9,6
Total.....	8,6	100,0



Calculés en moyennes mensuelles pondérées par les montants, les *taux à l'émission* se sont tendus sur l'ensemble des maturités par rapport au mois précédent, dans une fourchette comprise entre 4 points de base pour les bons à sept ans et 15 points de base pour les rémunérations relatives aux titres d'une durée initiale égale à trois ans.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BMTN				
<i>(en pourcentage)</i>				
	2 au 6 juin	9 au 13 juin	16 au 20 juin	23 au 27 juin
Bons à 1 an 1 jour (moyenne).....	3,63	3,57	3,57	3,45
Bons à 2 ans (moyenne).....	4,33	3,90	4,01	3,82
Bons à 3 ans (moyenne).....	4,30	–	4,12	4,24
Bons à 5 ans (moyenne).....	5,20	4,91	4,73	4,93
Bons à 7 ans (moyenne).....	5,65	5,43	–	–
Bons à 10 ans (moyenne).....	ns	–	ns	–
ns : non significatif				

5.2.2. Les OPCVM

ENCOURS DE TITRES D'OPCVM (SICAV ET FCP)					
<i>(données brutes en milliards de francs)</i>					
	1996		1997		
	Juin	Décembre	Avril	Mai	Juin
SICAV	1 715,9	1 638,4	1 670,2	1 688,6	1 684,3
– monétaires	949,5	843,3	834,3	844,6	816,4
– obligations et autres titres de créance	453,4	469,4	469,4	466,9	467,2
– actions	192,6	200,0	223,4	231,7	249,8
– diversifiées	118,2	123,1	139,9	142,2	147,8
– garanties	2,2	2,6	3,2	3,2	3,1
FCP	1 079,0	1 128,1	1 258,5	1 282,8	1 301,5
– monétaires	325,9	288,8	307,9	312,7	304,7
– obligations et autres titres de créance	316,7	347,1	364,5	366,7	369,4
– actions	90,6	102,2	118,3	124,9	134,0
– diversifiés	242,5	272,8	332,6	341,0	351,4
– garantis	103,3	117,2	135,2	137,5	142,0
OPCVM	2 794,9	2 766,5	2 928,7	2 971,4	2 985,8
– monétaires	1 275,4	1 132,1	1 142,2	1 157,3	1 121,1
– obligations et autres titres de créance	770,1	816,5	833,9	833,6	836,6
– actions	283,2	302,2	341,7	356,6	383,8
– diversifiés	360,7	395,9	472,5	483,2	499,2
– garantis	105,5	119,8	138,4	140,7	145,1
Source : Commission des opérations de bourse					
Réalisation : Banque de France					
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14					
Mise à jour le 4 juillet 1997					

En juin, l'encours de titres d'OPCVM monétaires s'est replié de 36,2 milliards de francs, pour se situer à 1 121,1 milliards. Ce mouvement obéit à un rythme saisonnier : aux souscriptions de mai succèdent traditionnellement de forts rachats en juin. Ainsi, pour les Sicav, les rachats ont atteint près de 37 milliards de francs en juin, contre 10 milliards de souscriptions en mai. Sur douze mois, la baisse de l'encours de titres d'OPCVM monétaires s'est établie à 12,1 %.

L'encours de titres d'OPCVM « obligations » est resté assez stable pour le quatrième mois consécutif (836,6 milliards de francs). Malgré une amélioration de leur taux de rendement, les Sicav « obligations » ont enregistré de nouveaux rachats.

Les encours des catégories « actions », « diversifiés » et « garantis » ont continué de progresser pour s'établir respectivement à 383,8 milliards de francs, 499,2 milliards et 145,1 milliards. L'accroissement de l'encours des Sicav « actions » résulte essentiellement d'un effet performance.

Au total, l'encours des titres d'OPCVM s'est établi à 2 985,8 milliards de francs, soit une progression de 6,8 % par rapport à juin 1996.

5.2.3. Le marché primaire obligataire en juin

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

En dépit d'une nouvelle détente des taux d'intérêt, les émissions obligataires réglées en juin ont de nouveau reculé d'un mois à l'autre ; toutefois, cette évolution est contrastée selon les marchés.

La demande de capitaux des émetteurs résidents autres que les sociétés non financières augmente sur le marché intérieur ; en revanche, celle des non-résidents, principaux acteurs du marché de l'eurofranc, recule sensiblement par rapport au mois précédent.

Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 46 milliards de francs, après 50 milliards en mai et 54 milliards en avril. Plus de 73 % des titres réglés en mai ont été émis en francs sur le marché intérieur et 8 % 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			
Juin 1997	6 mois 1997	6 mois 1996	Année 1996		Juin 1997	6 mois 1997	6 mois 1996	Année 1996
MARCHÉ INTÉRIEUR								
30,3	179,3	165,4	301,4	État	7,8	147,3	132,0	248,6
6,2	33,0	34,5	68,6	Établissements de crédit et assimilés	- 10,0	- 21,1	- 22,5	- 54,7
0,7	13,7	25,8	55,1	Sociétés non financières	-	- 3,7	10,6	30,4
-	10,8	25,9	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,1	9,9	24,2	46,4
37,2	236,9	251,7	475,1	Ensemble des résidents	- 2,3	132,5	144,3	270,7
-	-	-	-	Non-résidents	- 2,1	- 3,3	- 0,3	- 1,8
37,2	236,9	251,7	475,1	TOTAL	- 4,4	129,2	144,0	268,9
3,7	23,7	10,7	24,4	dont émissions en écus (b)	3,7	17,1	10,7	24,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,0	13,2	12,6	25,5	Établissements de crédit et assimilés	- 1,5	1,3	- 9,3	- 6,8
-	1,8	3,8	6,2	Sociétés non financières	-	- 4,1	3,2	2,9
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
1,0	15,1	16,5	31,7	Ensemble des résidents	- 1,5	- 2,8	- 6,1	- 3,9
7,6	73,8	69,0	161,4	Non-résidents	6,5	58,0	62,3	139,3
8,6	88,8	85,5	193,1	TOTAL	5,0	55,2	56,3	135,4
-	3,8	-	2,6	dont émissions en écus	-	- 4,9	- 2,2	0,5
-	2,4	-	2,6	dont émissions en écus des résidents	-	- 4,9	- 2,2	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 4 juillet 1997								

La **collecte des résidents** est ressortie à 38 milliards de francs (36 milliards en mai), soit près de 83 % des émissions réglées en mai.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
(en milliards de francs)								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Juin 1997	6 mois 1997	6 mois 1996	Année 1996		Juin 1997	6 mois 1997	6 mois 1996	Année 1996
ÉMISSIONS en FRANCS								
26,6	155,6	154,7	277,0	État	4,1	130,3	121,3	224,2
7,2	43,8	47,2	91,5	Établissements de crédit et assimilés	- 11,5	- 14,8	- 29,6	- 61,9
0,7	15,5	29,7	61,3	Sociétés non financières	-	- 7,8	13,9	33,3
-	10,8	25,9	49,9	Autres émetteurs résidents	- 0,1	9,9	24,2	46,4
34,6	225,8	257,5	479,7	Ensemble des résidents	- 7,4	117,5	129,8	241,9
7,6	72,5	69,0	161,4	Non-résidents	4,4	54,7	62,1	137,5
42,2	298,2	326,5	641,1	TOTAL	- 3,0	172,2	191,8	379,4
33,5	213,2	241,0	450,7	dont émissions intérieures	- 8,1	112,1	133,4	244,5
33,5	213,2	241,0	450,7	dont émissions intérieures des résidents	- 6,0	115,4	133,7	246,3
ÉMISSIONS en ÉCUS								
3,7	23,7	10,7	24,4	État	3,7	17,1	10,7	24,4
-	2,4	-	2,6	Établissements de crédit et assimilés	-	- 4,9	- 2,2	0,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
3,7	26,2	10,7	27,0	Ensemble des résidents	3,7	12,2	8,5	24,9
-	1,3	-	-	Non-résidents	-	-	-	-
3,7	27,5	10,7	27,0	TOTAL	3,7	12,2	8,5	24,9
3,7	23,7	10,7	24,4	dont émissions en écus	3,7	17,1	10,7	24,4
3,7	23,7	10,7	24,4	dont émissions intérieures des résidents	3,7	17,1	10,7	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 4 juillet 1997								

Les émissions brutes de l'État se sont élevées à 30,3 milliards de francs (29,5 milliards en mai). Les fonds en francs ont été levés sur trois lignes, l'OAT 5,50 % avril 2007¹, l'OAT 8,50 % octobre 2008, l'OAT TEC 10 janvier 2009. Lors de l'adjudication du 5 juin, le montant nominal des soumissions compétitives retenues a atteint 21,4 milliards de francs, auquel il faut ajouter 3,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 5,77 %, en hausse de 1 point de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

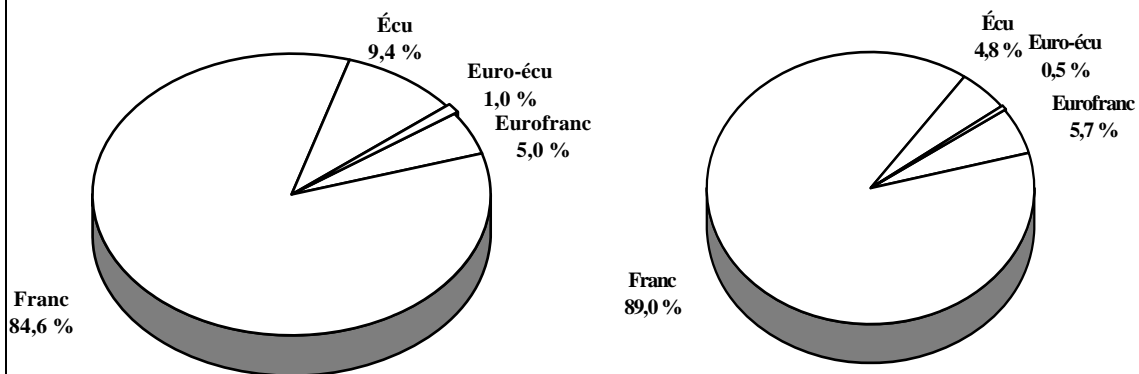
Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 12 juin et qui portait sur deux lignes, l'OAT 6,75 % avril 2002 et l'OAT 5,50 % avril 2007. Le montant nominal émis s'est élevé à 554 millions d'écus, soit environ 3,7 milliards de francs. Le taux de rendement de l'OAT en écus à 10 ans est ressorti à 6,12 %, en baisse de 3 points de base par rapport à l'adjudication du 7 mai.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée principalement sur le marché intérieur, est passée de 6,6 milliards de francs à 7,9 milliards d'un mois à l'autre. Les établissements de crédit et les sociétés non financières ont respectivement levé 7,2 milliards de francs et 0,7 milliard.

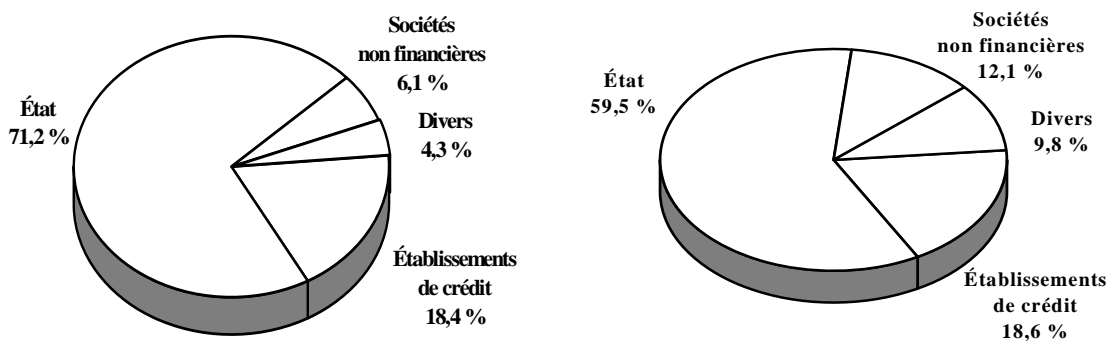
La collecte des émetteurs non résidents, réalisée entièrement sur le marché international, a atteint 7,6 milliards de francs en juin, après 14,3 milliards en mai.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 5 au 23 juin) ont atteint 941 millions de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 5,50 %.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE



ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR



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

Mise à jour le 3 juillet 1997

Au terme des six premiers mois de 1997, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 252 milliards de francs, contre 268 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 71 % 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 juin

Les emprunts de la Banque européenne d'investissement (1,7 milliard de francs) et du Crédit local de France (500 millions) ont pour point commun de proposer deux taux d'intérêt fixe successifs. Par ailleurs, les émissions de la Société générale (1,5 milliard de francs), de la Compagnie financière du CIC (1,25 milliard), du Crédit Suisse First Boston (750 millions), de la Commerzbank International SA (300 millions) et de la société britannique Sainsbury PLC (300 millions) se caractérisent par un taux d'intérêt fixe suivi d'un taux variable indexé soit sur le TEC 10, soit sur le Pibor 3 mois.

Enfin, les sociétés Phyto-Liérac (190 millions de francs) et Infogrammes Entertainment (400 millions) ont procédé à l'émission d'obligations convertibles en actions à tout moment à partir respectivement de juillet 1997 et janvier 1998.

5.2.4. Le marché primaire des actions en mai

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Avril 1997	Mai 1997	5 mois 1997	5 mois 1996	Année 1996
TOTAL ÉMIS (a)	9,7	10,8	105,8	106,7	286,0
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	9,7	10,5	95,7	98,9	264,9
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT	–	0,3	0,8	4,0	16,4
COMPAGNIES D' ASSURANCE	–	–	9,3	3,8	4,7
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	1,9	1,3	9,0	14,2	40,3
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	1,2	0,9	8,1	11,1	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 4 juillet 1997					

Les émissions d'actions réglées en numéraire se sont élevées à 10,8 milliards de francs en mai, après 9,7 milliards en avril. Au terme des cinq premiers mois de 1997, leur montant apparaît quasiment stable d'une année à l'autre ¹.

Sur la même période, les émissions de titres cotés sont revenues de 14,2 milliards de francs à 9 milliards, soit une baisse de 37 %. À fin mai 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 27 % d'une année à l'autre.

¹ La connaissance tardive d'opérations parfois importantes conduit à conférer un caractère provisoire pendant six mois aux statistiques d'un mois donné.

5.3. Le marché secondaire des actions

La Bourse de Paris s'est nettement reprise après la forte baisse qui avait fait suite aux résultats du premier tour des élections législatives, de sorte que l'indice CAC 40 a enregistré une progression de 10 % sur l'ensemble du mois de juin.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

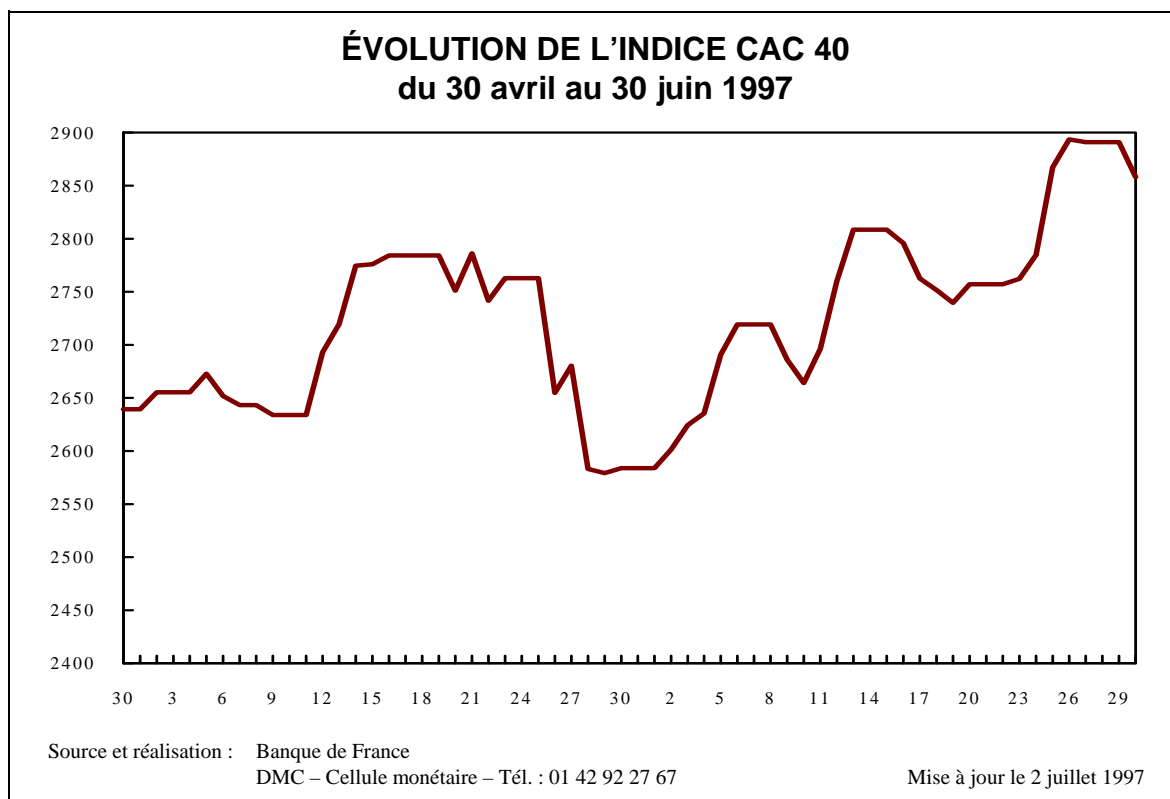
Dans le sillage des places boursières américaine et allemande, qui ont chacune inscrit sept records historiques au cours du mois, la Bourse de Paris a été très favorablement orientée et a effacé la baisse consécutive aux résultats du premier tour des élections législatives. L'indice CAC 40 a ainsi franchi à trois reprises son plus haut niveau historique et a approché en clôture le seuil des 2 900 points.

Ce mouvement haussier s'explique par les perspectives de profit des entreprises nationales et a été alimenté par d'abondantes liquidités provenant à la fois d'investisseurs non résidents et du versement de dividendes, à hauteur de 60 milliards de francs environ. Le volume des transactions s'est sensiblement accru au cours du mois, avec une moyenne de 10 milliards de francs par séance.

INDICES BOURSIERS				
	31 mai 1997	30 juin 1997	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1997
New York (Dow Jones)	7 331,04	7 672,79	4,60	18,99
Londres (FT 100).....	4 621,30	4 604,60	- 0,30	11,80
Tokyo (Nikkei)	20 068,81	20 604,96	2,60	6,42
Paris (CAC 40)	2 583,94	2 858,26	10,60	23,43
Francfort (DAX).....	3 547,84	3 785,77	6,70	31,05

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

Mise à jour le 2 juillet 1997



5.3.2. La tendance au début du mois de juillet (arrêtée au 7)

Au cours des premiers jours du mois de juillet, la Bourse de Paris a interrompu son mouvement de vive progression du mois de juin. L'annonce d'une mise à l'étude d'un projet de taxation supplémentaire des bénéfices des entreprises a notamment pesé sur la tendance.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En mai 1997, les moyens de paiement (*M1*) ont enregistré une progression de 2,4 %, ce qui porte leur glissement annuel à + 3,2 %. Les placements sur livrets à taux administrés (*M2 – M1*) se sont accrus de 1,0 % : leur progression sur un an demeure très rapide (+ 10,1 %) en raison notamment de la reprise des livrets A et bleus. Ainsi, l'agrégat *M2* a progressé de 1,7 % sur le mois et de 6,5 % sur douze mois. Les placements liquides référencés aux taux monétaires (*M3 – M2*) ont légèrement diminué (– 0,5 %).

Au total, l'agrégat *M3* s'est sensiblement accru sur le mois (+ 0,9 %) et son glissement annuel, qui était de – 3,2 % à la fin de 1996, est revenu à – 1,5 %. Parallèlement, les placements d'épargne contractuelle (agrégat *P1*) sont demeurés dynamiques. Aussi, la progression de l'ensemble *M3 + P1* s'est accélérée légèrement (+ 1,0 % en mai, après + 0,3 % en avril) ; son glissement annuel a atteint + 2,7 %.

En avril 1997, l'*endettement intérieur total* s'est accru de 0,5 %. Son glissement annuel s'est établi à 3,2 %. La progression annuelle de l'endettement de l'État tend à se ralentir et s'établit à 7,2 %. Les crédits à l'économie ont été à peu près stables en avril (– 0,1 %). Leur glissement sur douze mois s'est établi à – 1,4 %, avec un contraste persistant entre les crédits aux ménages (+ 2,8 %) et aux sociétés (– 2,4 %). Néanmoins, la tendance annuelle des trois derniers mois est de + 3,0 % ; la distribution de nouveaux prêts est restée soutenue (+ 8,1 % sur les quatre premiers mois de l'année par rapport à la même période de 1996).

AGRÉGATS

(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle (a)	Variation sur 12 mois (b)
AGRÉGATS DE MONNAIE			
À FIN MAI 1997			
M1	1 667,0	2,4	3,2
M2	3 271,2	1,7	6,5
M3	5 255,2	0,9	- 1,5
AGRÉGATS DE PLACEMENT			
À FIN MAI 1997			
P1	2 030,6	1,1	15,5
M3 + P1	7 285,8	1,0	2,7
AGRÉGATS DE FINANCEMENT			
À FIN AVRIL 1997			
Endettement intérieur total	11 077,3	0,5	3,2
dont : <i>État</i>	3 698,3		7,2
<i>Crédits à l'économie</i> (c)	6 329,3	- 0,1	- 1,4
ESTIMATION DES PRÊTS NOUVEAUX			
À FIN AVRIL 1997 (d)			
	–	–	8,1
(a) Calculée à partir des encours fin de mois cvs			
(b) Calculée à partir des encours fin de mois bruts			
(c) Distribués par l'ensemble des établissements de crédit résidents			
(d) Flux cumulés depuis le 1 ^{er} janvier			
Données portant sur un échantillon d'établissements de crédit			
Source et réalisation : Banque de France			
DESM – SASM – Tél. : 01 42 92 28 14			
			Mise à jour le 2 juillet 1997

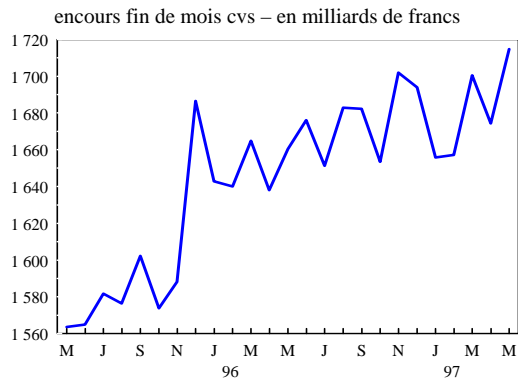
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

(à fin mai 1997)

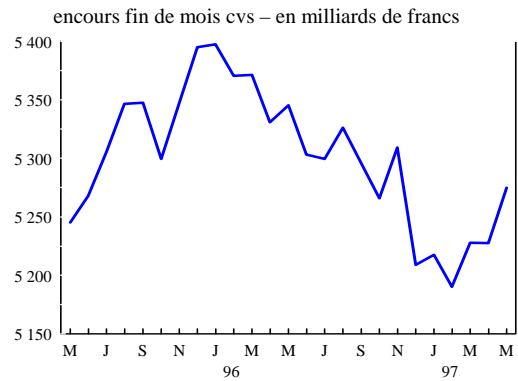
(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)

	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts	
	Mai 1997	Avril 1997	Mai 1997	Décembre 1996	Mai 1997
AGRÉGATS DE MONNAIE					
<i>Billets et monnaies</i>	250,3	- 0,3	0,8	0,8	0,4
<i>Dépôts à vue</i>	1 416,7	- 1,8	2,7	0,5	3,7
Total M1	1 667,0	- 1,5	2,4	0,5	3,2
M2 – M1	1 604,2	1,2	1,0	7,1	10,1
<i>Livrets A</i>	679,3	0,7	0,7	- 7,3	1,4
<i>Livrets bleus</i>	91,6	1,0	0,9	- 5,7	2,2
<i>Comptes d'épargne-logement</i>	156,9	0,8	0,9	8,0	8,3
<i>Codevi</i>	208,3	1,6	1,8	4,6	7,1
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	183,7	0,6	1,0	69,9	24,1
<i>Livrets jeunes</i>	27,2				
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	257,2	2,9	2,6	25,2	33,0
Total M2	3 271,2	- 0,2	1,7	3,4	6,5
M3 – M2	1 984,0	0,3	- 0,5	- 12,9	- 12,2
<i>Dépôts et TCN en devises</i>	125,7			3,8	23,3
<i>Dépôts à terme (a)</i>	351,1	- 2,0	- 0,6	- 24,5	- 19,6
<i>Bons de caisse et d'épargne</i>	167,4	3,3	- 1,1	- 12,1	- 6,5
<i>Titres de créances négociables (b)</i>	312,4	6,2	- 1,0	- 22,6	- 7,1
– Certificats de dépôt et BMTN	295,5			- 23,1	- 7,2
– Bons et BMTN des ISF	16,9			- 14,0	- 6,3
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	1 013,1	- 0,5	- 1,3	- 4,9	- 14,2
<i>Parts de fonds communs de créances</i> ..	14,3				
Total M3	5 255,2	0,0	0,9	- 3,2	- 1,5
M4 – M3	97,2	- 0,2	2,4	7,7	- 2,7
<i>Bons du Trésor négociables</i>	74,1			0,1	- 0,1
<i>Billets de trésorerie et BMTN (b)</i>	23,1			33,3	- 10,2
Total M4	5 352,4	0,0	0,9	- 3,0	- 1,5
AGRÉGATS DE PLACEMENT					
<i>Plans d'épargne-logement</i>	997,2	1,3	1,6	23,8	19,6
<i>Autres comptes d'épargne (c)</i>	15,2				
<i>Plans d'épargne populaire</i>	605,3			15,6	13,3
– dont : Entreprises d'assurance	132,0				
<i>Titres d'OPCVM garantis</i>	128,1			33,7	36,9
<i>Bons de capitalisation</i>	284,8	- 0,1	0,0	- 0,9	- 0,8
Total P1	2 030,6	1,2	1,1	17,4	15,5
Total M3 + P1	7 285,8	0,3	1,0	1,5	2,7
(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 juillet 1997					

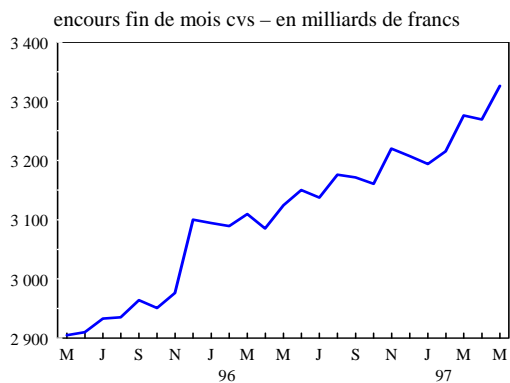
AGRÉGAT M1



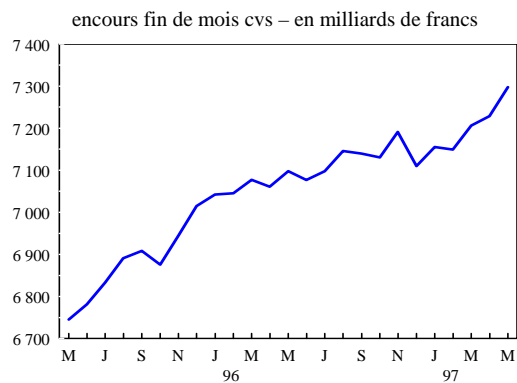
AGRÉGAT M3



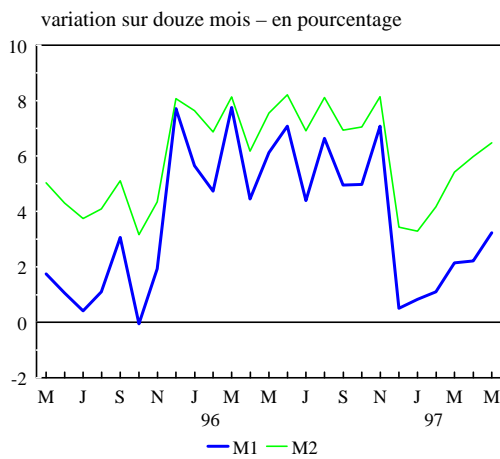
AGRÉGAT M2



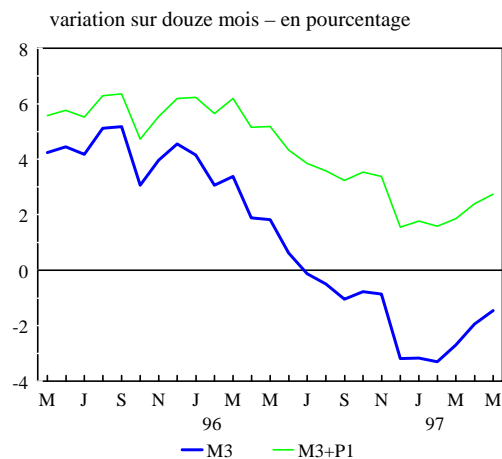
AGRÉGAT M3 + P1



AGRÉGATS M1 ET M2



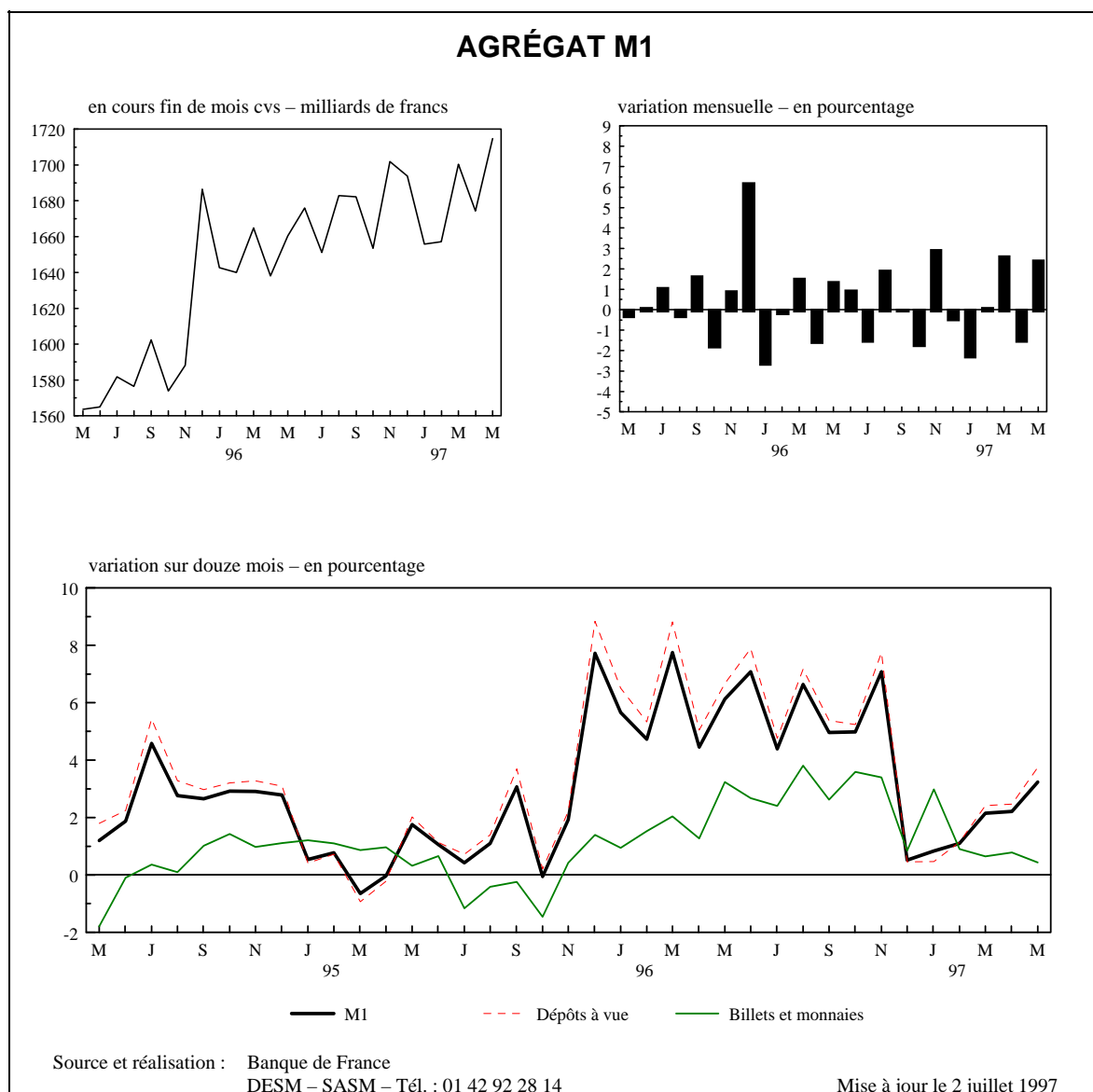
AGRÉGATS M3 ET M3 + P1



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

Mise à jour le 2 juillet 1997

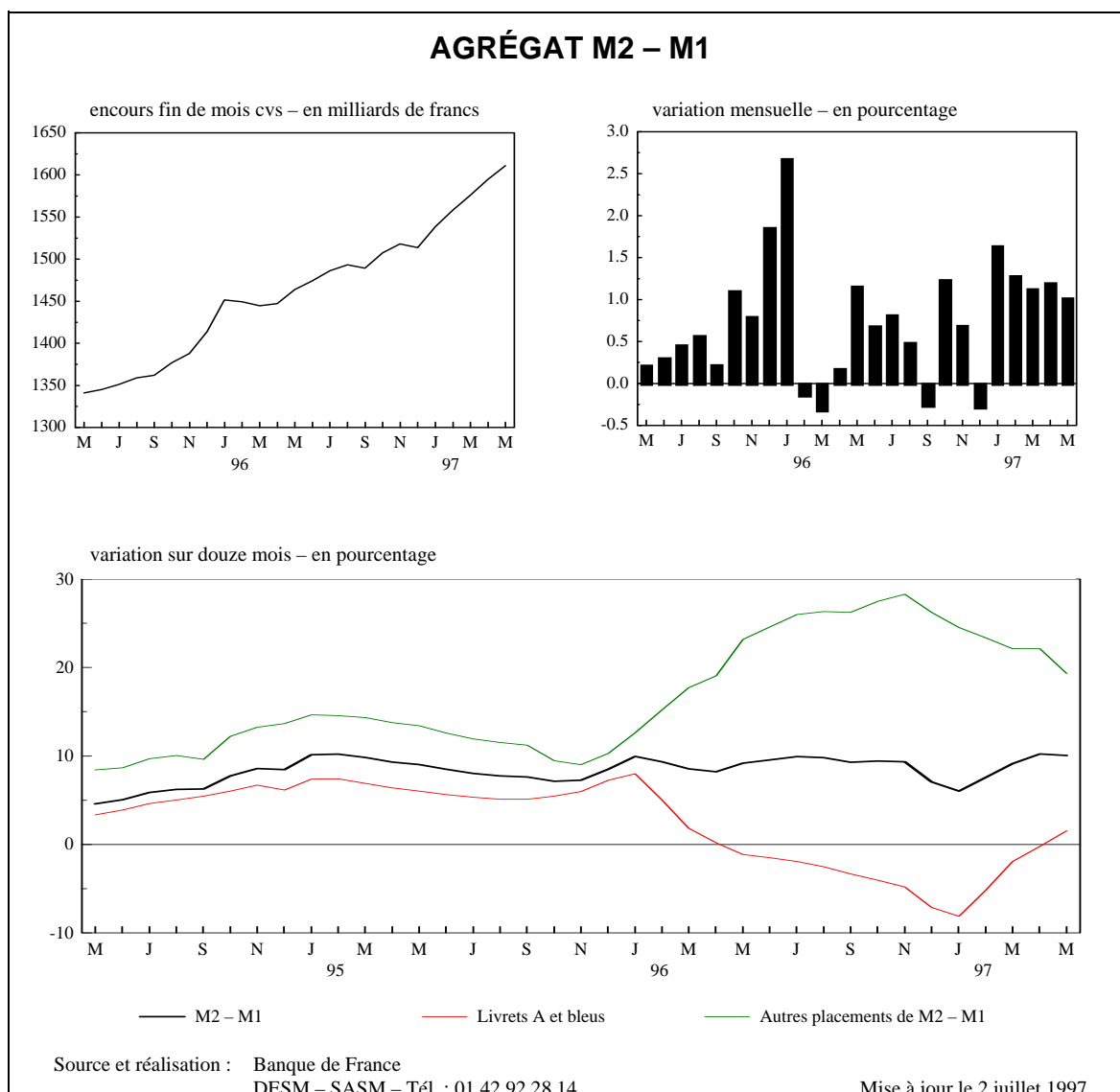
6.1.1. Les moyens de paiement (M1)



La variation mensuelle de l'agrégat M1, toujours très erratique, a atteint +2,4 % en mai, après correction de l'effet saisonnier dû au paiement de l'IRPP. Son encours brut s'est établi à 1 667 milliards de francs.

Le glissement annuel de cet agrégat n'a cessé de se renforcer depuis décembre 1996, pour atteindre +3,2 % en mai. Ce mouvement reflète essentiellement la progression des dépôts à vue (+3,7 % sur un an).

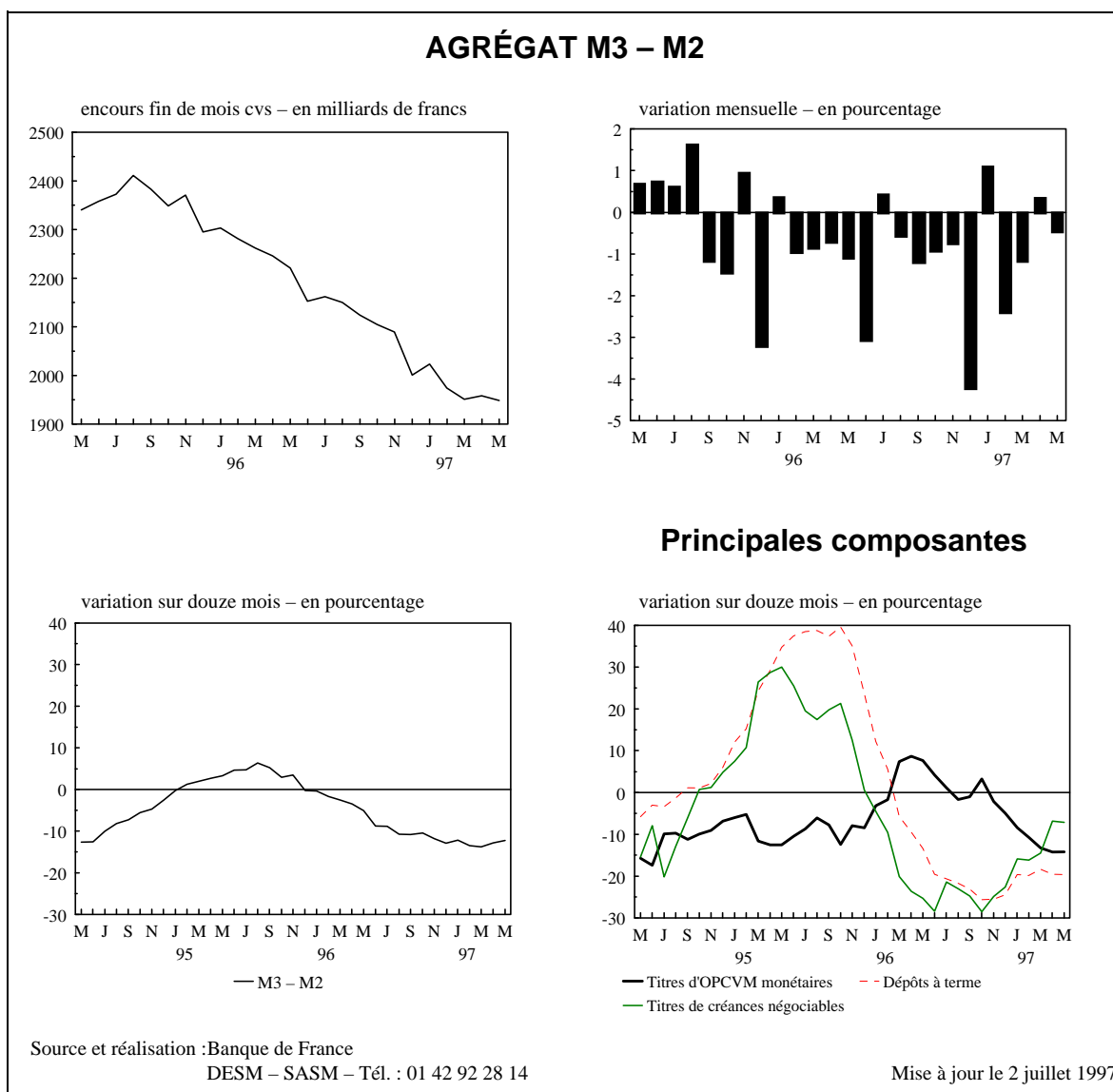
6.1.2. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1)



L'agrégat M2 – M1, qui regroupe les placements à taux réglementé, a progressé de 1,0 %, après + 1,2 % en avril.

En glissement annuel, l'augmentation de cet agrégat est restée vive (+ 10,1 %, sensiblement comme en avril). La reprise des premiers livrets se confirme (+ 1,5 % sur un an à fin mai). Les autres formes de livrets demeurent attractives, notamment les Codevi et les livrets soumis à l'impôt, dont la progression annuelle atteint respectivement 7,1 % et 33,0 %.

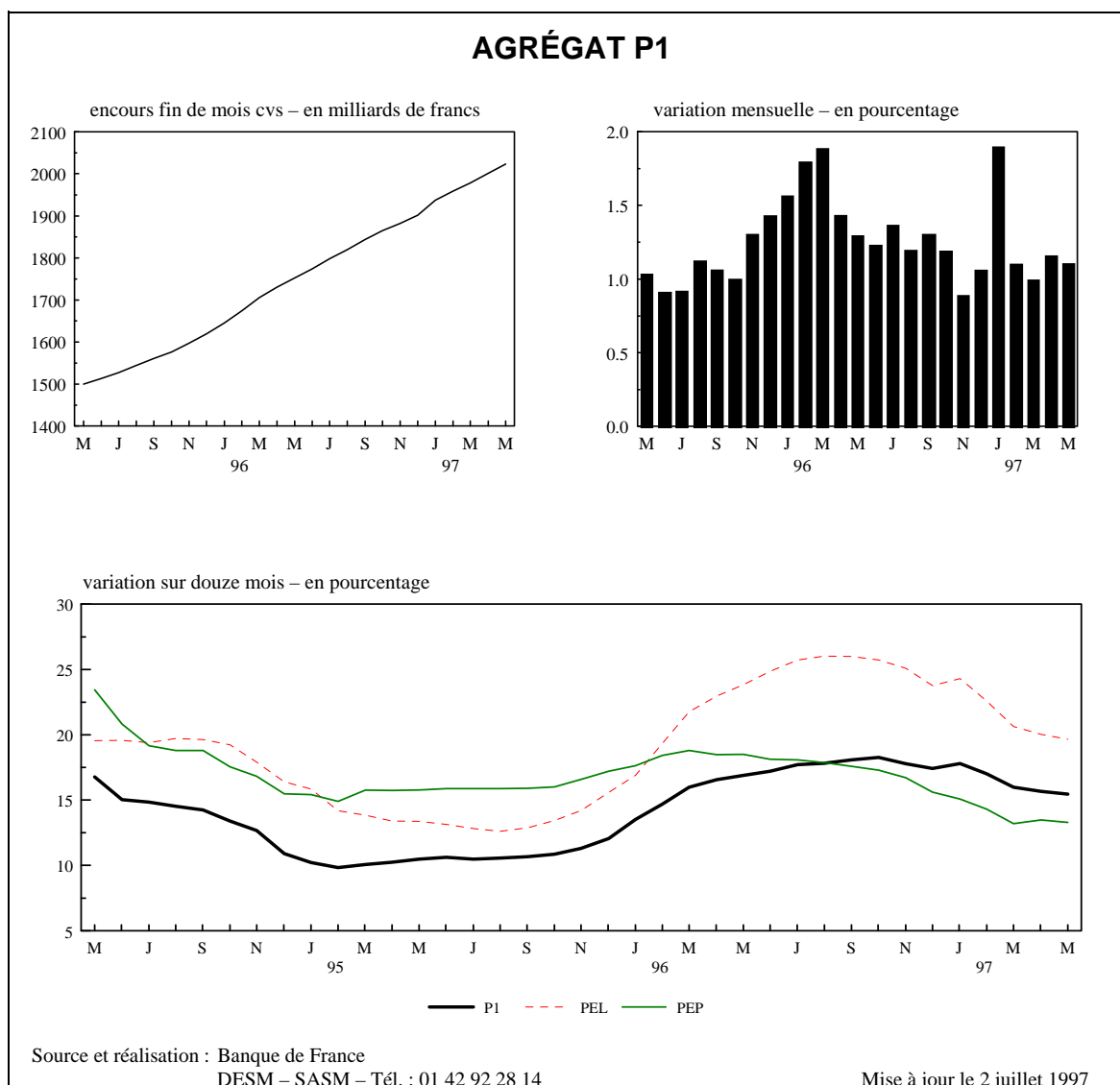
6.1.3. Les placements liquides à taux de marché (M3 – M2)



L'agrégat M3 – M2 s'est replié de 0,5 % en mai, après une progression de 0,3 % en avril ; toutes ses composantes se sont contractées au cours du mois.

La baisse sur douze mois de cet agrégat tend à s'atténuer depuis trois mois, passant de – 13,8 % en mars à – 12,8 % en avril, puis à – 12,2 % en mai. Le recul des placements en francs s'est globalement effectué au même rythme annuel que le mois précédent. En revanche, l'encours des dépôts et des TCN en devises a enregistré un glissement annuel de + 23,3 %.

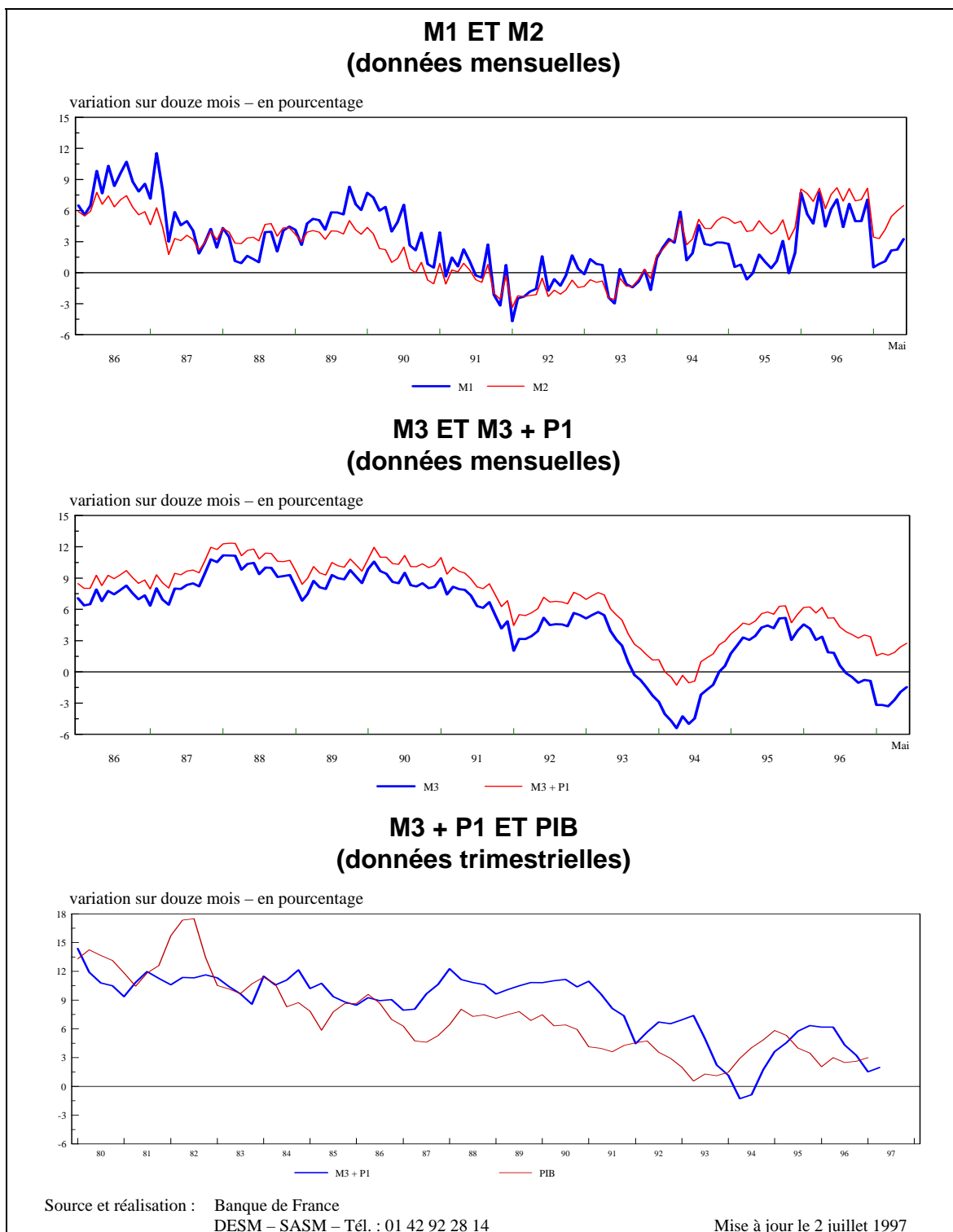
6.1.4. L'épargne contractuelle (P1)



L'agrégat P1, qui comprend les produits d'épargne contractuelle, s'est accru de 1,1 % sur le mois, soit une variation comparable à celle des trois mois précédents.

En glissement annuel, la progression de P1 est restée très soutenue (+ 15,5 % à fin mai). L'augmentation sur douze mois des plans d'épargne-logement a atteint 19,6 % et celle des plans d'épargne populaire 13,3 %.

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



6.2. Le financement de l'économie (à fin avril 1997)

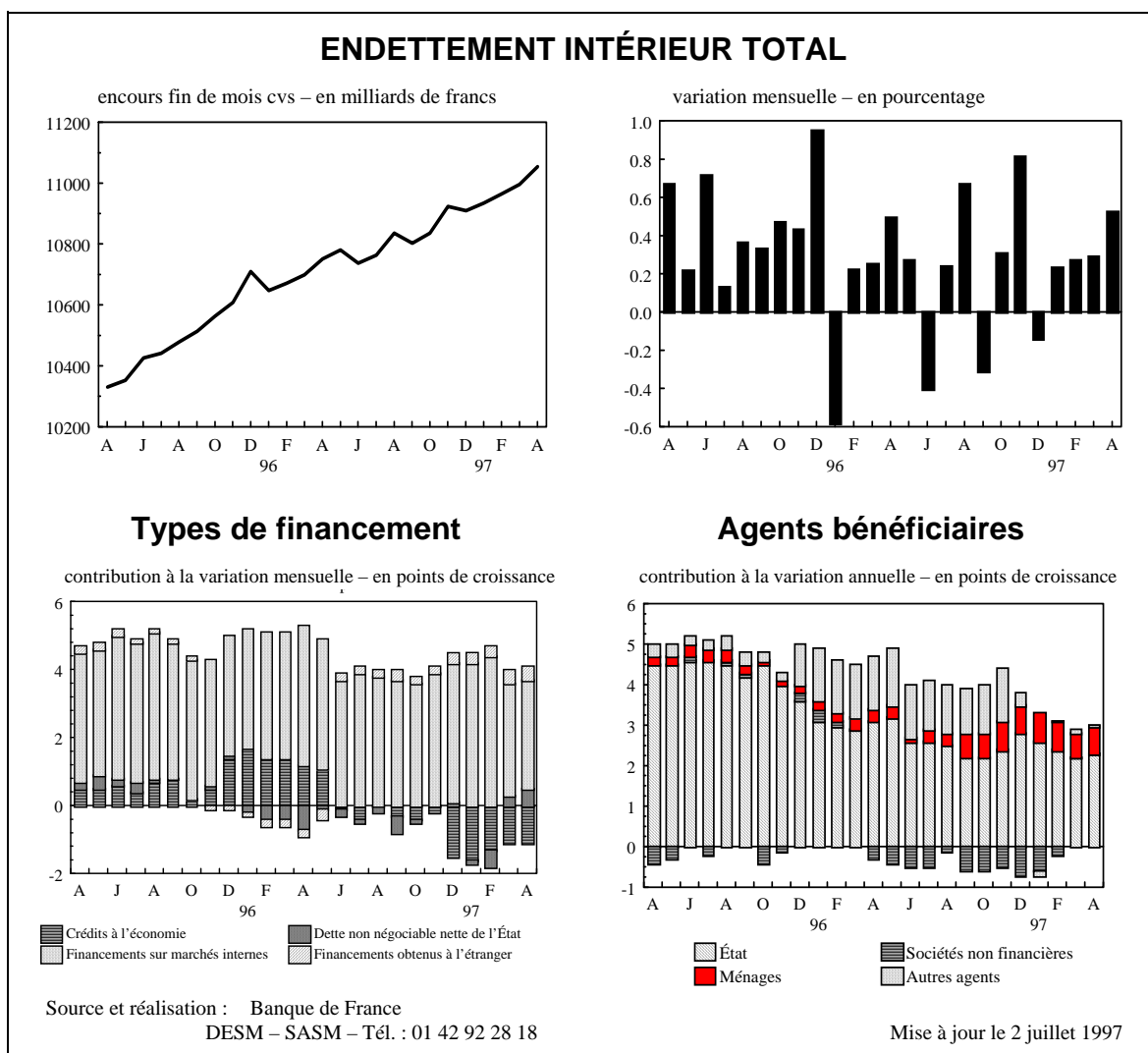
L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
<i>(encours en milliards de francs – variation en pourcentage)</i>					
	Encours fin de mois brut	Variation mensuelle des encours fin de mois cvs		Variation sur 12 mois des encours fin de mois bruts (a)	
	Avril 1997	Mars 1997	Avril 1997	Décembre 1996	Avril 1997
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL.....	11 077,3	0,3	0,5	3,3	3,2
– État	3 698,3			9,1	7,2
– Sociétés	3 794,5			- 2,0	0,1
– Ménages	2 592,0			3,1	2,8
– Autres (b).....	992,5			2,7	- 0,3
CRÉDITS À L'ÉCONOMIE.....	6 329,3	0,5	- 0,1	- 2,1	- 1,4
– Sociétés	2 901,2	0,5	0,0	- 4,5	- 2,4
– Ménages	2 592,0	- 0,1	0,5	3,1	2,8
– Autres (b).....	836,1	2,4	- 1,2	- 10,5	- 12,3
DETTE NON NÉGOCIABLE NETTE DE L'ÉTAT (c).....	381,2	23,0	0,9	5,5	15,1
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	4 092,0	- 2,0	1,4	12,4	9,0
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>1 387,4</i>	<i>- 7,5</i>	<i>3,0</i>	<i>8,8</i>	<i>- 0,1</i>
– État.....	1 140,6			2,8	- 4,8
– Sociétés	225,8			27,7	17,7
– Autres (b).....	21,1			–	–
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>2 704,6</i>	<i>1,0</i>	<i>0,6</i>	<i>14,3</i>	<i>14,4</i>
– État	2 151,2			13,8	14,1
– Sociétés	453,3			7,0	3,8
– Autres (b)	100,1			–	–
CRÉDITS OBTENUS AUPRÈS DES NON-RÉSIDENTS	113,8	3,1	- 1,0	9,5	- 5,2
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	161,0	8,8	1,5	19,3	50,8

(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 juillet 1997

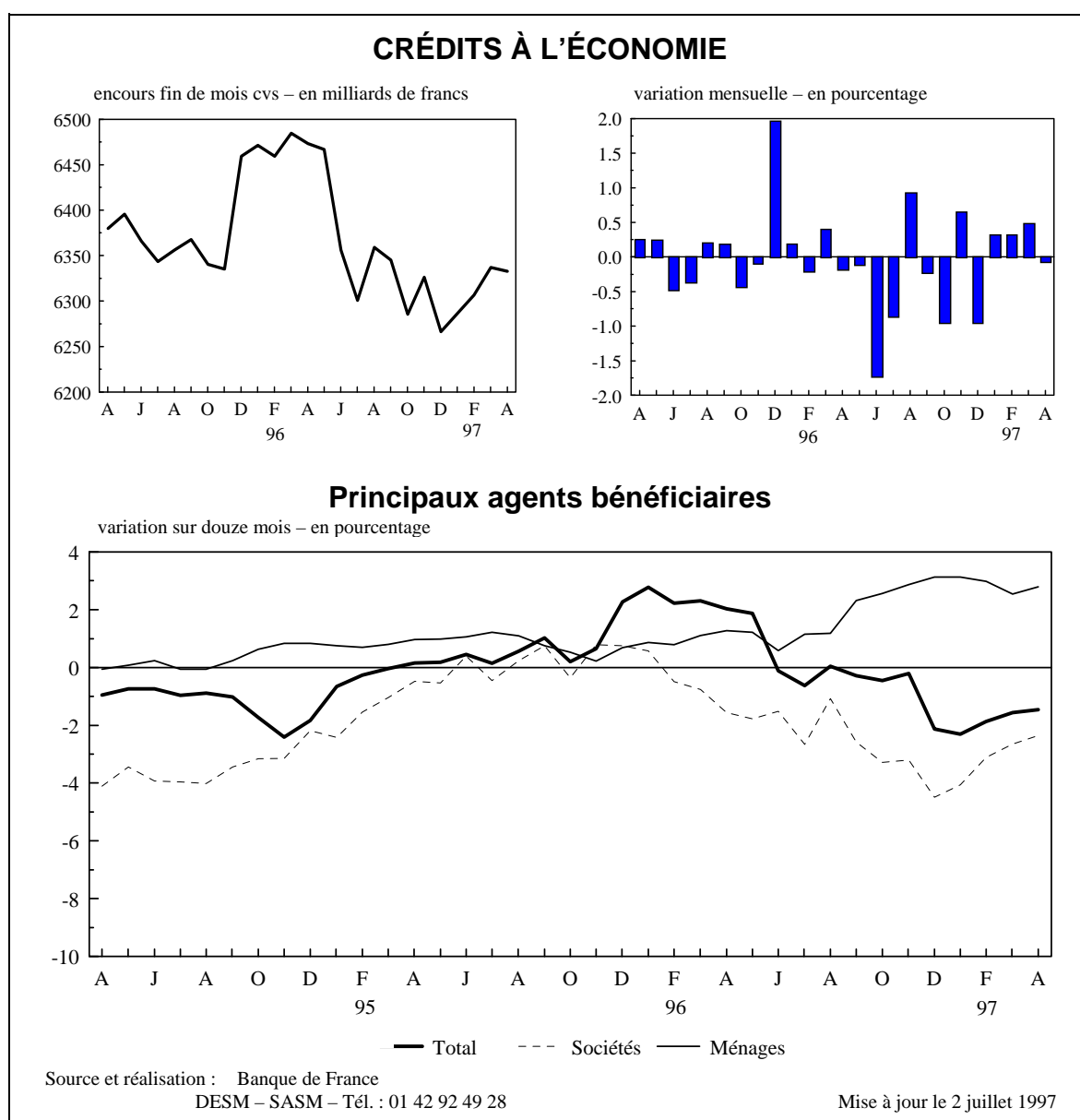
6.2.1. L'endettement intérieur total (EIT)



L'endettement intérieur total s'est accru de 0,5 % en avril 1997, s'établissant à 11 077,3 milliards de francs. Sur un an, il a progressé de 3,2 %, rythme proche de celui observé depuis décembre 1996.

En glissement annuel, la progression de l'endettement de l'État tend à se ralentir depuis le début de l'année, revenant à 7,2 % en avril, du fait de moindres émissions de bons du Trésor. Le mouvement de désendettement des sociétés, qui s'atténuait depuis le début de l'année, s'est interrompu. La reprise des crédits aux ménages, amorcée à l'automne dernier, a enregistré un léger ralentissement à 2,8 %. L'accroissement des financements levés sur les marchés internes est resté dynamique, malgré un certain ralentissement depuis deux mois (+ 9,0 % en avril, après + 9,5 % en mars et + 12,8 % en février).

6.2.2. Les crédits ¹

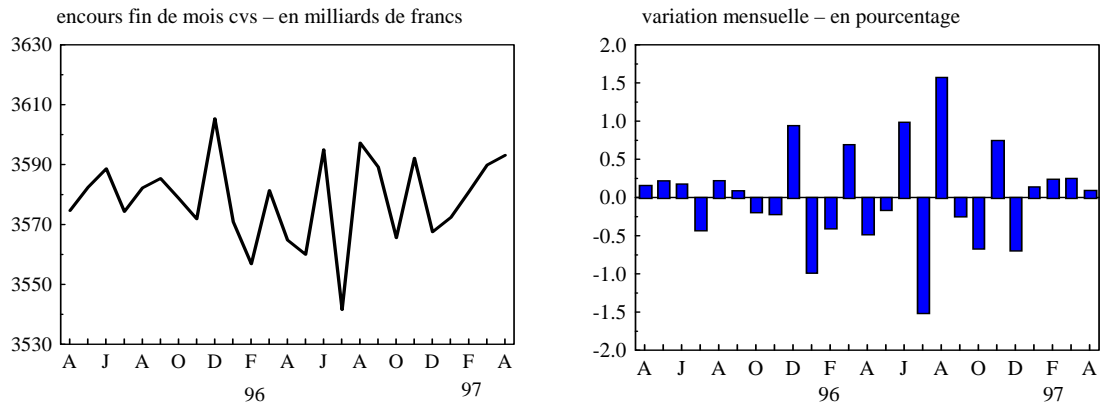


Les crédits à l'économie ont atteint 6 329,3 milliards de francs à fin avril 1997, baissant légèrement de 0,1 % sur le mois. En glissement annuel, leur repli s'est établi à 1,4 %, après - 1,5 % en mars 1997 et - 2,1 % en décembre 1996. Hors concours à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acos), les encours ont progressé de 0,2 %.

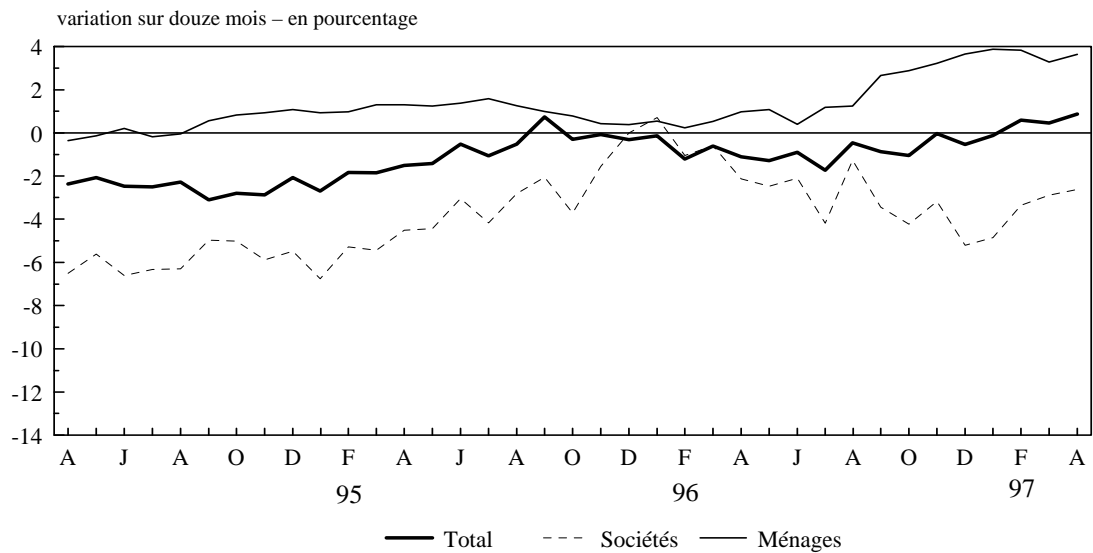
En glissement annuel, les crédits aux ménages ont progressé de 2,8 %, tandis que ceux attribués aux sociétés ont fléchi de 2,4 %.

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



Principaux agents bénéficiaires



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

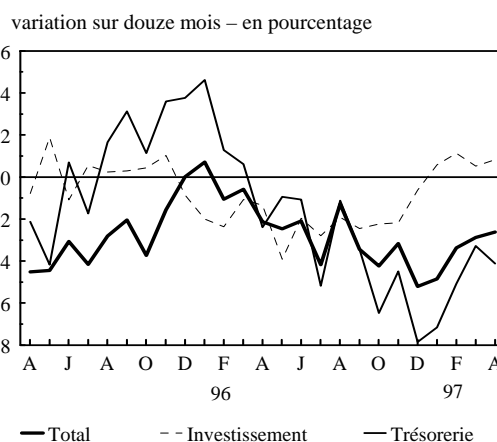
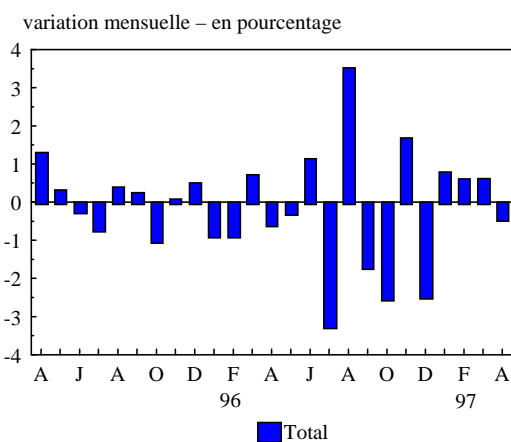
Mise à jour le 2 juillet 1997

Les crédits bancaires ont atteint 3 593,8 milliards de francs à fin avril 1997, en hausse de 0,1 % sur le mois.

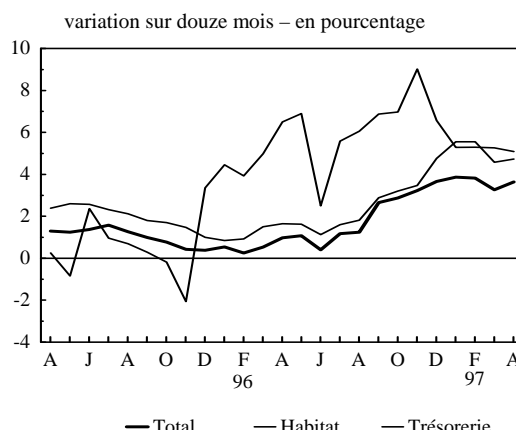
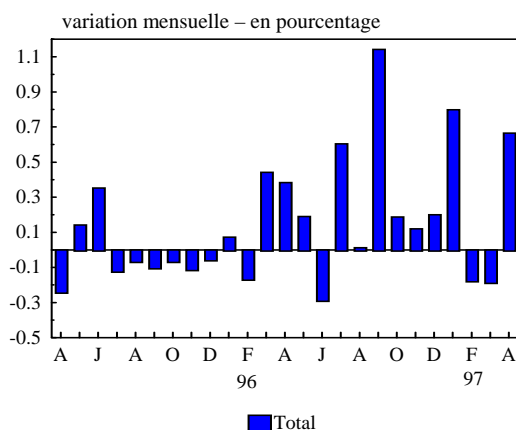
Leur glissement annuel s'est établi à + 1 %. Sur un an, la baisse des crédits aux sociétés (- 2,6 % à fin avril) est plus que compensée par la hausse des crédits aux ménages (+ 3,6 %).

CRÉDITS BANCAIRES PAR AGENT ET PAR OBJET

Sociétés



Ménages



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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Les crédits bancaires aux sociétés ont baissé de 0,4 % en avril 1997. Sur un an, leur diminution (– 2,6 %) reflète principalement la nette baisse des crédits de trésorerie aux sociétés (– 4,1 %), alors que les crédits à l'investissement ont enregistré un glissement annuel de + 0,8 %.

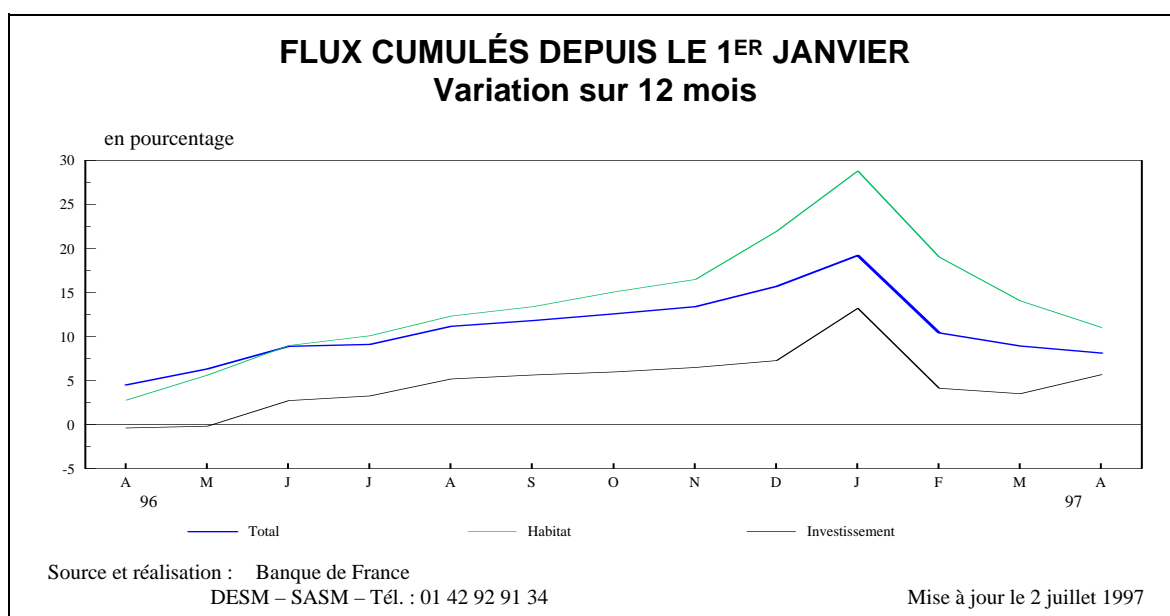
Les crédits bancaires aux ménages ont augmenté de 0,7 % en avril 1997. En glissement annuel, leur hausse a atteint 3,6 %, l'augmentation des concours aux particuliers (+ 5,3 %) contrastant avec la baisse des prêts aux entrepreneurs individuels (– 1,3 %). Les crédits à l'habitat (+ 4,7 % sur douze mois) et les crédits de trésorerie (+ 5,1 %) ont continué de s'accroître à un rythme soutenu.

6.2.3. Estimation des prêts nouveaux ¹

FLUX CUMULÉS DEPUIS LE 1^{ER} JANVIER			
Variation sur 12 mois			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Total	Habitat	Investissement
1996			
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	8,9	14,1	3,5
Avril	8,1	11,0	5,7

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

Mise à jour le 2 juillet 1997



Pour l'ensemble des prêts nouveaux, le flux décaissé sur les quatre premiers mois de 1997 a augmenté de 8,1 % par rapport à la même période de 1996.

La progression de cet indicateur s'est établie à 11,0 % pour les prêts à l'habitat et 5,7 % pour les prêts à l'investissement.

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).
ERRATUM : Les compléments des intitulés des graphiques et tableaux « prêts nouveaux » publiés dans les n°s 39, 40, 41 et 42 du *Bulletin de la Banque de France* doivent être remplacés par « flux cumulés depuis le 1^{er} janvier ».

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

LETTRE INTRODUCTIVE AU RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE DE FRANCE

Lettre introductive au *Rapport* annuel de la Banque de France adressée
à Monsieur le Président de la République,
à Monsieur le Président du Sénat,
à Monsieur le Président de l'Assemblée nationale

JEAN-CLAUDE TRICHET
Gouverneur de la Banque de France

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives, et je vous transmets, comme chaque année, les réflexions que m'inspire le dernier exercice de l'Institution monétaire.

En 1996, la croissance du PIB s'est élevée, en moyenne annuelle, à 1,5 %, après 2,1 % en 1995. Cette croissance moyenne reflète la poursuite, durant la première partie de 1996, du ralentissement de l'économie observé à la fin de l'année 1995 puis, dans la seconde partie de 1996, le raffermissement progressif de l'activité. En glissement annuel, la croissance a augmenté, passant de 0,3 % à la fin de 1995 à 2,0 % à la fin de 1996.

L'activité a été notamment soutenue par la consommation des ménages, qui a augmenté de 2,1 % en volume sur l'année, et par la très bonne orientation du commerce extérieur. En revanche, l'investissement a globalement stagné et le mouvement de déstockage ne s'est ralenti qu'en cours d'année.

Le nombre des emplois salariés dans les secteurs marchands non agricoles, qui avait augmenté de 110 000 en 1995 selon l'INSEE, a diminué en 1996 d'environ 10 000. Le taux de chômage s'élevait à 12,7 % en fin d'année, contre 11,7 % en décembre 1995.

La répercussion sur les prix du relèvement de deux points du taux normal de TVA en août 1995 a été progressive jusqu'au début de 1996. Égal, puis légèrement supérieur à 2 % au cours des sept premiers mois de l'année, le glissement annuel des prix à la consommation a ensuite retrouvé la tendance qui était la sienne avant août 1995, s'établissant à 1,7 % en décembre, en dessous de 2 %, conformément à l'objectif que le Conseil de la politique monétaire avait fixé.

L'objectif intermédiaire de stabilité de la valeur externe du franc vis-à-vis des monnaies les plus solides participant au mécanisme de change européen a été atteint. Dans le courant de l'année, le franc, comme de nombreuses autres monnaies participant au mécanisme de change européen, s'est rapproché progressivement de ses cours centraux au sein de ce mécanisme. Cette évolution s'est accompagnée du renforcement de la bonne situation compétitive d'ensemble de l'économie française attestée, en particulier, par le solde de la balance des transactions courantes qui s'est élevé, en 1996, à 105 milliards de francs (1,3 % du PIB) en net accroissement par rapport à 1995 (54 milliards de francs).

S'agissant de l'objectif intermédiaire interne, l'évolution de l'agrégat de référence M3 a été affectée par un retournement de tendance. Proche à la fin du troisième trimestre 1995 de la croissance de référence de 5 % à moyen terme, son évolution s'est très sensiblement ralentie par la suite. Au total, de décembre 1995 à décembre 1996, l'agrégat M3 a baissé de 3,2 % (- 176 milliards de francs). Cette inflexion de l'évolution de M3 reflète le déclin des placements courts à taux de marché. Elle est, pour l'essentiel, imputable à une réorientation massive des placements monétaires vers des placements d'épargne contractuelle inclus dans l'agrégat P1 (qui a augmenté d'une fin d'année à l'autre de 284 milliards de francs) et vers d'autres placements à terme. Ce mouvement s'explique très largement par la réduction des taux d'intérêt à court terme intervenue depuis l'automne de 1995, sans précédent par son ampleur et sa rapidité ainsi que, notamment, par le maintien du taux de rémunération des plans d'épargne-logement à un niveau inchangé depuis février 1994 (5,25 %). Les agrégats monétaires étroits ont été plus dynamiques que M3 : M2, en particulier, a augmenté de 3,4 % du début à la fin de l'année 1996.

En ce qui concerne les financements, la croissance de l'endettement intérieur total (EIT) — indicateur qui regroupe les concours obtenus auprès des établissements de crédit et des marchés par les agents non financiers résidents (sociétés, ménages et État), que ce soit sous forme de crédits ou par émission de titres sur les marchés intérieurs et internationaux — s'élève à 2,9 % à la fin de l'année 1996, après 5,2 % à la fin de 1995. L'augmentation de l'endettement de l'État est demeurée la composante la plus importante de l'évolution de l'EIT, même si elle marque un net ralentissement (8,3 % en glissement annuel en 1996, après 13,4 % en 1995). L'encours des crédits à l'économie est demeuré globalement stable. Les entreprises, qui ont continué à bénéficier d'un taux d'autofinancement élevé (de l'ordre de 109 % en moyenne en 1996 selon l'INSEE) et qui ont, par ailleurs, notablement développé leurs appels aux emprunts obligataires comme au marché de titres de créances négociables et au marché d'actions, ont, en revanche, limité leur recours au crédit dont l'encours s'est replié de 4,9 %. Les crédits aux particuliers et notamment à l'habitat ont enregistré une progression (+ 3,1 %).

Les taux d'intérêt de toutes échéances ont substantiellement baissé en 1996.

Cette baisse, engagée à compter de l'automne de 1995, reflète un très net accroissement de la confiance dans notre monnaie dû à la claire réaffirmation des engagements de réduction progressive des déficits publics et sociaux et au renforcement de la crédibilité de la politique monétaire de notre pays.

Dans un contexte marqué par la modération des évolutions nominales et la bonne tenue du franc, les taux directeurs de la Banque de France ont été abaissés de manière substantielle tout au long de l'année. Le taux des appels d'offres, qui s'élevait à 4,45 % à la fin de 1995, s'est établi à 3,15 % en fin d'année, niveau sans précédent depuis 1954. Le taux des pensions de 5 à 10 jours a été abaissé, à cinq reprises, pour revenir de 5,85 % à 4,60 %, niveau jamais atteint depuis la mise en place de cette procédure en 1983.

Les taux d'intérêt à court terme de marché se sont fortement repliés dans le sillage de l'amélioration de la tenue du franc sur les marchés de change et de la baisse des taux directeurs. S'agissant des taux de marché à trois mois, leur diminution atteint plus de 400 points de base de l'automne 1995 à la fin de l'année 1996.

Cette détente s'est accompagnée d'une décrue sensible des taux d'intérêt à long terme. Les taux d'intérêt à 10 ans ont diminué de plus de 100 points de base depuis l'automne de 1995 et ont rejoint, dès le printemps de 1996, les taux néerlandais et allemands correspondants pour se situer au troisième plus bas niveau de taux longs dans le monde.

Le Conseil de la politique monétaire observe que l'évolution nominale des revenus est restée modérée, ce qui est très important pour préserver la stabilité des prix et la compétitivité de notre économie. Cette modération reste nécessaire, à l'avenir, pour lutter contre le chômage.

En outre, le Conseil souhaite appeler particulièrement votre attention sur les points suivants.

– La maîtrise de la dépense et la réduction des déficits publics sont indispensables en 1997 comme à moyen terme. Elles permettront de consolider la confiance des entreprises et des ménages, de préserver le bas niveau de nos taux d'intérêt de marché à moyen et à long terme et donc de consolider les conditions d'une croissance créatrice d'emplois permettant de lutter contre le chômage. Elles sont aussi indispensables dans la perspective d'un meilleur fonctionnement structurel de notre économie. Le niveau total des prélèvements obligatoires a atteint 45,7 % du PIB en 1996, le niveau total de la dépense publique a atteint, pour sa part (selon la méthodologie de l'OCDE), le montant de 54,7 % du PIB, ce qui est manifestement trop élevé. Comme le Conseil l'avait déjà remarqué en 1996, il lui apparaît important de réduire progressivement et substantiellement la proportion des dépenses publiques dans l'économie.

La réduction de la part des dépenses publiques dans le PIB, part qui est, en France, au-dessus de la moyenne de l'Union européenne (49,9 %) et de celle du Groupe des Sept (39,7 %) devrait concerner l'ensemble du secteur public : État, Sécurité sociale, collectivités locales, établissements publics financés par taxes parafiscales.

– La réussite de cette stratégie de réduction à moyen terme de la dépense publique suppose l'engagement de réformes de fond. Sans réformes structurelles, la dépense — dans l'économie publique comme dans les entreprises concurrentielles — peut être, tout au plus, endiguée ; elle ne peut être réduite significativement.

Une bonne politique monétaire est l'une des conditions nécessaires pour lutter efficacement contre le chômage. Ce n'est pas une condition suffisante : des réformes de structure sont particulièrement indispensables s'agissant de l'emploi. Enrichir en emplois notre croissance reste un objectif fondamental pour une économie dans laquelle le chômage est, pour une très large part, d'origine structurelle. Les réformes nécessaires dans des domaines tels que l'éducation, la formation professionnelle, la souplesse du marché du travail, le coût du travail non qualifié ne sont pas de la responsabilité du Conseil de la politique monétaire. Celui-ci ne peut que souhaiter que le gouvernement, le Parlement, les syndicats, le patronat et les entreprises les mènent à bien de manière pragmatique, sans *a priori*, en s'inspirant notamment de l'expérience internationale, en particulier de celle des pays d'Europe continentale qui ont obtenu de bons résultats.

– La politique de stabilité monétaire, la réduction de la dépense et des déficits publics et l'engagement résolu de réformes structurelles doivent contribuer à renforcer la confiance au sein de notre économie. Cette confiance des entreprises et des ménages est un atout précieux que le Conseil de la politique monétaire s'emploie à consolider dans le domaine de sa responsabilité pour inciter les entreprises à investir davantage. Les conditions sont, en effet, favorables en matière de taux d'intérêt, de taux d'autofinancement des entreprises, de compétitivité. Investir maintenant, c'est préparer l'avenir alors même que l'activité donne des signes de redressement. C'est lutter contre le chômage d'aujourd'hui en contribuant à la croissance d'aujourd'hui. Et c'est favoriser l'emploi et lutter contre le chômage de demain en contribuant à la compétitivité future de l'économie.

Il est, par ailleurs, important de ramener le niveau des taux administrés, qui dépendent des pouvoirs publics, au niveau des taux d'intérêt équivalents sur le marché. Le niveau actuel de ces taux administrés est, en effet, anormalement élevé et constitue un handicap pour nos banques et pour notre économie. Il serait souhaitable, qu'à l'avenir, ces taux puissent évoluer en relation avec les taux de marché, dans le cadre d'une procédure appropriée.

– Le Conseil de la politique monétaire participe activement à la préparation de l'Union économique et monétaire en veillant à ce que les trois critères de convergence monétaires — faible inflation, bas niveau des taux d'intérêt à long terme, stabilité du franc — soient respectés. La Banque de France prend toute sa part aux travaux collectifs menés sous l'égide de l'Institut monétaire européen. Le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France poursuivra son action au cours des années 1997 et 1998 pour que la monnaie unique inspire au moins autant confiance que le franc aujourd'hui, de sorte que le Conseil européen puisse décider, dans moins d'un an, de créer l'euro, dans les meilleures conditions possibles.

Conformément à la volonté du législateur et après réforme de la Constitution, la Banque de France est indépendante depuis plus de trois ans. L'indépendance n'est pas une caractéristique des seules banques centrales d'Europe continentale. Elle se généralise dans le monde. Déjà ancienne aux États-Unis, elle est progressivement mise en œuvre à Londres, à Tokyo et dans un très grand nombre d'autres pays.

L'indépendance du Conseil de la politique monétaire a contribué aux bons résultats obtenus dans le domaine des prix, en accord avec ce que le législateur avait prescrit : depuis trois ans, la hausse des prix à la fin de chaque année a été inférieure à 2 %. En maintenant le pouvoir d'achat de la monnaie, la Banque de France protège tout particulièrement les plus pauvres et les plus démunis de nos concitoyens qui se préservent plus mal que les autres contre l'inflation. L'expérience a également prouvé que cette indépendance, en renforçant la confiance dans notre monnaie stable et solide, avait joué un rôle positif pour nous permettre d'atteindre le bas niveau actuel de nos taux d'intérêt de marché et pour consolider notre compétitivité au service de la croissance, de la création d'emplois et de la lutte contre le chômage.

Il est remarquable qu'au cours des dernières semaines nos taux d'intérêt à 10 ans soient demeurés au troisième plus bas niveau du monde et, avec les taux allemands et néerlandais, au plus bas niveau de l'Union européenne. Dans les taux à 10 ans du franc, il y a aujourd'hui huit ans et demi d'euro. Nos taux d'intérêt de marché sont bas parce que le franc est stable, solide et crédible et inspire confiance aux investisseurs et parce que l'euro lui-même, appelé à succéder au franc, apparaît comme étant également stable, solide et crédible.

ENJEUX ET DÉFIS POUR LES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, devant l'assemblée générale de l'Association des sociétés financières, à Paris, le 17 juin 1997

C'est avec un grand plaisir que j'ai accepté votre invitation à l'assemblée générale de l'Association des sociétés financières. Cette manifestation constitue en effet pour le gouverneur de la Banque de France l'occasion traditionnelle de « prendre le pouls » d'une partie importante de la profession et d'échanger avec elle des réflexions sur le présent et sur l'avenir.

Comme vous le savez, je suis très sensible au rôle original et spécifique des établissements de crédit spécialisés qui, est-il besoin de le rappeler, constituent la moitié environ des acteurs de la profession bancaire et contribuent à la diversité et à la richesse de la profession bancaire française.

Les sociétés financières, comme d'autres établissements d'ailleurs, ont des préoccupations qui rejoignent à maints égards celles des autorités bancaires. Ce n'est pas une surprise. C'est même la preuve rassurante que nombre d'acteurs de la place ont une conscience aiguë des enjeux et des défis du moment. J'en évoquerai trois avec vous :

- l'impératif de rentabilité ;
- l'assainissement des conditions de concurrence ;
- la place des établissements spécialisés dans la restructuration du système bancaire français.

1. L'impératif de rentabilité

Les établissements de crédit français pris dans leur ensemble ont une rentabilité insuffisante, notamment par rapport à leurs principaux concurrents étrangers, notamment anglo-saxons. Une bonne rentabilité est pourtant le gage d'une assise financière solide indispensable à tout développement. L'accroissement de la rentabilité est donc un impératif absolu pour le système bancaire français et tout particulièrement pour les sociétés financières qui n'ont pas bénéficié de l'amélioration des résultats enregistrée en 1996 pour les banques.

J'aurai l'occasion d'aborder la situation d'ensemble du système bancaire français en présentant dans les prochains jours le rapport de la Commission bancaire pour 1996. Cette situation, même si elle demeure fragile, laisse percevoir une amélioration qui s'explique essentiellement par le dynamisme de l'activité à l'international et des opérations de marché et par le recul des charges liées au risque de contrepartie.

Les sociétés financières n'ont pas bénéficié de cette évolution favorable, puisque les résultats provisoires de cette catégorie juridique prise dans son ensemble, établis à partir d'un échantillon d'établissements représentatif², font ressortir une *dégradation des résultats*.

Le produit net bancaire s'est inscrit en recul de 6,1 %. À l'exception des opérations sur titres et des opérations de trésorerie et interbancaires qui ont bénéficié de la baisse des taux, les principales composantes du produit net bancaire ont affiché un repli. Le produit global d'exploitation a enregistré un repli de 18,9 %.

Par ailleurs, les *frais généraux, en hausse de 7,6 %*, ont aggravé la faiblesse de la rentabilité brute d'exploitation, qui a chuté.

Une *diminution des dotations nettes aux provisions et pertes sur créances irrécupérables de 11,9 %* devrait toutefois permettre aux sociétés financières de dégager un *résultat net positif d'environ 0,5 milliard de francs*, contre 4,9 milliards en 1995.

Ce sont là les résultats provisoires pour la catégorie juridique des sociétés financières, mais il s'agit bien sûr d'une catégorie d'établissements aux activités très diversifiées dont la situation évolue souvent de concert avec le secteur qu'elles contribuent à financer. Schématiquement, les établissements engagés sur l'immobilier ou sur les PME ont encore souffert en 1996, tandis que ceux qui assurent le financement des particuliers hors immobilier ont connu des conditions d'exploitation plus favorables.

La dégradation de la rentabilité des sociétés financières a été d'autant plus forte que, d'une façon générale, celles-ci sont moins engagées que d'autres établissements de crédit sur les activités « porteuses » de 1996 : les marchés et l'international. Dans la mesure où, pour nombre d'entre elles, le crédit reste l'activité fondamentale, elles ont souffert du faible dynamisme de la demande de crédit et de la poursuite d'une concurrence très vive entre établissements de crédit.

Cela m'amène à évoquer mon deuxième point : l'indispensable instauration d'une situation concurrentielle juste et saine.

2. L'instauration d'une situation de juste et saine concurrence

L'insuffisante rentabilité des établissements de crédit français a bien sûr des explications conjoncturelles. Mais elle trouve aussi son origine dans un environnement concurrentiel caractérisé par la persistance de distorsions de concurrence et de pratiques concurrentielles dangereuses. Ce sont là deux points que j'ai souvent eu l'occasion d'évoquer et sur lesquels votre assemblée générale me permet aujourd'hui de revenir.

2.1. La suppression des distorsions de concurrence doit être achevée

Les établissements qui, telles *les sociétés financières, ne bénéficient d'aucun privilège* et sont pleinement soumis aux lois du marché, ressentent durement la persistance de monopoles ou de rentes. De fait, ceux-ci n'ont plus lieu d'être dans un système bancaire très largement banalisé et internationalisé.

En présentant le rapport annuel de la Commission bancaire pour 1995, j'avais clairement appelé à ce qu'il soit mis fin à toutes les distorsions de concurrence qui subsistaient au sein du secteur bancaire français.

Les différents rapports qui se sont attachés ces derniers mois à dresser un bilan de santé de ce secteur s'accordent tous sur ce point (rapport du sénateur Lambert, travaux de la Commission des finances de l'Assemblée nationale, rapport du Commissariat général du plan...) : *les distorsions de concurrence doivent disparaître*, sans toutefois mettre en péril la survie d'établissements qui, historiquement, n'ont bénéficié de ces privilèges qu'en échange de fortes sujétions. Le Sénat a fait à cet égard des propositions concrètes tout à fait réalistes.

² L'échantillon des sociétés financières se compose de 406 établissements qui ont dégagé, en 1995, 83,1 % du produit net bancaire de la catégorie.

2.2. Il doit être mis fin, par ailleurs, aux comportements concurrentiels dangereux, ce qui passe par une meilleure connaissance des composantes de la rentabilité

Dans le contexte conjoncturel de faible demande de crédit que vous ne connaissez que trop, certains établissements de crédit ont développé ces dernières années des comportements concurrentiels motivés par une logique de conquête ou de défense de parts de marché, au détriment du souci indispensable de rentabilité.

Dans le cadre de ces pratiques concurrentielles exacerbées, je déplore que les sociétés financières aient parfois pu être victimes de pratiques déontologiquement répréhensibles : le recouvrement de leurs créances passant par des établissements domiciliateurs, ces derniers ont pu se livrer à des pratiques discriminatoires en termes de tarification et parfois proposer aux clients des sociétés financières le rachat de leurs encours.

Après l'enquête réalisée au printemps 1995 sur les conditions concurrentielles, j'avais, comme vous vous en souvenez, solennellement mis en garde la profession par une *lettre du 18 juillet 1995*. La Commission bancaire avait ensuite sensibilisé les établissements en mettant en place, avec l'*instruction n° 95-03*, un dispositif d'information sur les conditions d'octroi des concours à la clientèle.

Au cours de l'exercice 1996, la Commission bancaire a suivi avec attention l'évolution des conditions débitrices des établissements de crédit et il apparaît que, trop souvent, *la part des crédits accordés à des conditions inférieures au seuil déclaratif est anormalement importante*¹. Les établissements les plus concernés ont été individuellement alertés de cette situation, qui constitue un élément de fragilité pour le système bancaire, en portant atteinte à sa rentabilité par une réduction trop importante et rapide des marges d'intermédiation.

Au-delà de ces actions individuelles, l'adoption, au début de l'année 1997, d'un *nouveau règlement du Comité de la réglementation bancaire et financière relatif au contrôle interne* des établissements de crédit donne à la Commission bancaire de nouvelles possibilités d'intervention. Il est, en effet, rappelé que les établissements doivent tenir compte de la rentabilité de leurs opérations de crédit, en s'assurant de l'exhaustivité de l'analyse prévisionnelle des charges et produits et notamment les coûts opérationnels et de financement, la charge liée à l'estimation du risque de signature et le coût de rémunération des fonds propres.

La Commission bancaire s'attachera principalement à s'assurer que les établissements de crédit disposent des méthodes et des outils de gestion de même niveau de performance que ceux de leurs homologues et concurrents étrangers les plus avancés dans ce domaine.

Je note d'ailleurs, à cet égard, que, *les sociétés financières disposent d'atouts importants, inhérents à la spécialisation : leur contrôle de gestion s'appuie sur une comptabilité par nature analytique qui leur permet une connaissance très précise des facteurs de constitutions de leurs marges*.

Je vous signale enfin que la Commission bancaire a souhaité réaliser, grâce à une concertation aussi large que possible avec la profession, un *livre blanc sur la mesure de la rentabilité des activités bancaires*. Par cette action, la Commission bancaire entend contribuer à la réflexion qui doit s'engager, afin que l'industrie du crédit soit effectivement gérée comme telle et que ceux qui doivent améliorer leur organisation et leurs performances trouvent dans ce *livre blanc* des conseils et des orientations.

Cela m'amène à mon troisième point, celui de la place des établissements spécialisés dans un système bancaire en voie de restructuration.

¹ À mars 1997, les estimations provisoires montrent une décreue (à confirmer).

3. Dans la reconfiguration du système bancaire, les établissements spécialisés ont toute leur place

3.1. La reconfiguration du secteur bancaire français doit s'accélérer dans la perspective de l'euro

Tous les établissements de crédit français ont dû fournir au cours des dix dernières années un effort immense pour s'adapter aux conditions modernes d'exercice de leurs métiers. Cette évolution s'est faite notamment sous l'impulsion des grandes réformes des années quatre-vingt — fin de l'encadrement du crédit, création de grands marchés profonds et liquides de titres négociables —, sous l'impulsion de l'acte unique et du grand marché unique européen, et dans la perspective du passage à la monnaie unique, dans moins de deux ans, qui conduit à accélérer les mutations et confirme l'urgence des réformes structurelles qui sont nécessaires au système bancaire français.

Celui-ci a d'ores et déjà montré sa capacité à apporter les réponses techniques et opérationnelles à la préparation et à l'introduction de l'euro et les problèmes attachés à la gestion de la période de transition, entre 1999 et 2002, ont trouvé leurs solutions dans le schéma de place bancaire et financier préparé par la place, sous la direction de Hervé Hannoun, et présenté au début de 1997.

Au-delà des adaptations techniques qui sont tout à fait indispensables et désormais engagées, les établissements de crédit français doivent poursuivre et approfondir leurs réflexions stratégiques touchant aux conséquences sur la nature même de leurs métiers. En particulier, la perspective d'un vaste marché européen du crédit exigera la *poursuite de la rationalisation de leurs moyens et de leurs structures*. Les mouvements de restructurations, qui se sont accélérés en 1996, sont appelés à se poursuivre et ce mouvement ne remet pas du tout en cause le rôle des établissements spécialisés.

3.2. Les établissements de crédit spécialisés ont évidemment leur place dans ce mouvement

Je tiens d'abord à préciser que je ne fais pas systématiquement mien le slogan « *big is beautiful* ». Dans mon esprit, la notion de taille optimale n'est pas forcément synonyme de gigantisme. Les études économiques relatives au rapport taille/efficacité dans l'industrie bancaire¹ ne permettent absolument pas, d'ailleurs, de dégager de fonction proportionnelle entre la taille d'un établissement et sa productivité. L'approche des autorités de contrôle n'est en l'espèce aucunement systématique mais au contraire très pragmatique : elles encouragent les fusions qui lui semblent fondées sur des synergies incontestables. Elles peuvent, à l'inverse, être amenées à faire part de leurs inquiétudes quand de tels rapprochements leur paraissent porteurs de risques.

C'est d'ailleurs bien sur l'opportunité de politiques de concentration *et de spécialisation* que j'ai appelé les établissements de crédit à s'interroger. *La spécialisation peut présenter des avantages importants* en cette période de transformation du métier de banquier. De fait, on ne peut nier la technicité croissante des opérations bancaires, y compris dans les activités les plus traditionnelles. Sa maîtrise peut passer par le recours à des spécialistes, qui ont pour vocation de créer la valeur ajoutée qui fera la différence avec les concurrents. Le plus souvent, cette spécialisation ne nécessite que des structures légères de production. C'est là un atout essentiel de vos établissements en termes de rationalisation des moyens et de productivité.

De même, face à la concurrence, les établissements de crédit spécialisés me paraissent particulièrement bien armés grâce à leur savoir-faire dans les différents compartiments du financement ou de l'intermédiation. La valorisation de leurs atouts techniques leur donne la possibilité de faire fonctionner la concurrence sur la base de la qualité du service et pas uniquement sur celle des prix affichés.

¹ Cf. pour le système bancaire français les études du professeur Michel Dietsch, par exemple

Dans le monde bancaire français, la spécialisation n'est d'ailleurs pas contradictoire avec l'universalité. Les grands groupes bancaires universels, exerçant des métiers très divers, peuvent très bien choisir, pour tous les avantages que procure la spécialisation, de segmenter leurs activités et de les faire exercer par des structures spécialisées. Une telle évolution s'est déjà faite aux États-Unis au sein de grands groupes bancaires : c'est le thème désormais célèbre de « la banque éclatée ».

Monsieur le président, je ne ferai pas non plus mien le slogan « *small is beautiful* ». Je crois que toutes les catégories d'établissements de crédit ont leur place dans le futur paysage bancaire français et européen. La réussite nécessite cependant pour tous de placer la rentabilité comme objectif premier et de se donner les moyens de bien connaître ses différents coûts et de les maîtriser. L'instauration d'une concurrence loyale et assainie en est évidemment une condition fondamentale.

La Commission bancaire y veillera dans la limite de ses responsabilités et son action sera dans ce domaine pugnace et résolue.

Permettez-moi enfin, Monsieur le président, de faire quatre brèves remarques, cette fois-ci, non pas au nom de la Commission bancaire mais au nom de la Banque de France dont plusieurs membres du Conseil de la politique monétaire ont répondu à votre aimable invitation.

En premier lieu, je suis heureux qu'un bon accord ait été trouvé à Amsterdam. Il est très important que les Européens se soient mis d'accord sur une coordination renforcée des politiques économiques et aient signé le pacte de stabilité et de croissance. Nous sommes bien sur les rails de la monnaie unique pour le 1^{er} janvier 1999.

En deuxième lieu, j'observe qu'une politique monétaire de stabilité, de crédibilité et de confiance est favorable à la croissance, à la création d'emplois et à la lutte contre le chômage. Inspirer confiance grâce à la stabilité de la monnaie, c'est obtenir de bas taux de marché : nous avons pu mettre au service de l'économie française les troisièmes plus bas niveaux de taux à long terme du monde. C'est une condition nécessaire de la lutte contre le chômage.

En troisième lieu, nous avons besoin que l'euro soit solide et crédible dès aujourd'hui. Car dans les taux français à dix ans, il y a un an et demi de franc et huit ans et demi d'euro. Pour que nous préservions le bas niveau de nos taux d'intérêt à long terme, il faut que l'euro inspire confiance au moins autant que le franc d'aujourd'hui. L'accord d'Amsterdam est important de ce point de vue car il renforce la confiance dans l'euro.

Enfin, l'indépendance de la Banque centrale est en elle-même un élément du renforcement de la confiance. L'indépendance du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France a renforcé la confiance dans notre monnaie. L'indépendance de la Banque centrale européenne, au service de la stabilité de l'euro, sera, demain, un atout au service de l'Europe, de la confiance dans la monnaie des Européens, et donc de la croissance et de la lutte contre le chômage sur notre continent.

PRÉSENTATION DU RAPPORT ANNUEL DE LA COMMISSION BANCAIRE

Introduction de Hervé Hannoun, sous-gouverneur de la Banque de France,
au *Rapport* annuel 1996 de la Commission bancaire, à Paris, le 30 juin 1997

1. L'amélioration, engagée en 1995, des résultats du système bancaire s'est poursuivie en 1996 grâce, notamment, au dynamisme de l'activité à l'étranger et des activités de marché

La demande de crédit est restée faible en 1996 et, dans un climat de forte concurrence et de baisse des taux, le rendement des crédits a diminué. Dans le même temps, la collecte des dépôts a connu une progression toujours soutenue, notamment en ce qui concerne globalement les produits d'épargne réglementés, dont les taux de rémunération n'ont pas été ajustés à la baisse dans les mêmes proportions que les taux de marché. Cette double évolution des ressources et des crédits — en volume et en taux — explique, cette année encore, la baisse de la rentabilité des *opérations avec la clientèle* en France. Le produit net des opérations avec la clientèle a reculé de 9,2 % et les marges d'intermédiation ne se sont pas redressées en 1996.

À l'inverse, les banques françaises ont bénéficié de la diminution des taux de marché, rendant particulièrement attractives certaines *opérations de marché*. C'est ainsi qu'en 1996 l'encours des portefeuilles-titres a augmenté de 29,5 %, pour atteindre 3 047 milliards de francs à la fin de l'année. Bien évidemment, l'effet bénéfique à court terme de cette situation doit s'accompagner d'une grande vigilance sur la parfaite maîtrise des risques encourus.

Avec ces évolutions différenciées des produits des opérations de crédit et des opérations de marché, le produit net bancaire de l'ensemble du système bancaire français (en France et dans les succursales à l'étranger) a progressé de 2,5 %. Toutefois, cette évolution traduit une faiblesse de la variation du produit net bancaire en France (+ 1,1 %), alors que celui des implantations à l'étranger a nettement progressé (+ 20,9 %). Par ailleurs, malgré une croissance plus soutenue qu'en 1995 des frais généraux (+ 2,9 %), due essentiellement aux frais non salariaux, la rentabilité brute d'exploitation s'est à nouveau améliorée (+ 8,7 %).

La poursuite de l'amélioration des risques de crédit, que traduit à la fois la réduction marquée de l'encours de créances douteuses (– 9,4 %) et la baisse — pour la troisième année consécutive — des dotations aux comptes de provisions (– 9,2 %), a permis un redressement du résultat net de l'ensemble du système bancaire.

La progression de ce résultat, qui est passé de 7,4 milliards de francs en 1995 à 13,2 milliards en 1996, reflète imparfaitement la plus grande rentabilité des 10 grands groupes ou réseaux bancaires, dont le résultat global s'élève à 19 milliards de francs en 1996, et surtout la rentabilité de ces groupes mesurée sur une base consolidée, qui s'élève à 28 milliards de francs. Néanmoins, le système bancaire français ne parvient pas encore à dégager des niveaux de rentabilité comparables à ceux de ses concurrents, ce que traduit notamment une rentabilité des fonds propres encore en général inférieure à 10 %.

LES RÉSULTATS DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT EN 1996
Ensemble des établissements assujettis France + succursales à l'étranger
(chiffres provisoires)

(montant en milliards de francs – variation en pourcentage)

	France	Total
Produit net bancaire	324,8	354,3
Variation	1,1	2,5
Produit global d'exploitation.....	342,1	371,3
Variation	3,0	4,3
Frais généraux.....	241,0	258,8
Variation	2,4	2,9
Résultat brut d'exploitation (après amortissements).....	87,0	97,4
Variation	4,9	8,7
Dotations nettes aux provisions et pertes sur créances irrécupérables	56,3	58,6
Variation	- 11,2	- 9,2
Résultat net	7,5	13,2
Variation	77,8	78,4

2. La persistance d'une rentabilité insuffisante justifie l'attention portée par la Commission bancaire aux conditions de la concurrence et à la mise en place d'outils de gestion performants

Un certain nombre de disparités structurelles, réglementaires ou légales, altèrent la situation de notre système bancaire. De nombreuses analyses l'ont souligné et des propositions précises ont été avancées, notamment par le gouverneur de la Banque de France dans l'introduction au *Rapport* de la Commission bancaire de l'an dernier. Des réponses adaptées doivent maintenant être apportées pour que s'engagent les réformes structurelles nécessaires, car il s'agit très certainement d'une condition indispensable pour restaurer des conditions normales de concurrence.

Il est normal et souhaitable qu'une concurrence forte existe entre les établissements de crédit. Certains comportements commerciaux deviennent toutefois imprudents et dangereux lorsque, une fois prise en compte la couverture du coût de la ressource, des frais généraux et du risque, la rémunération des fonds propres n'est plus suffisante pour assurer un renforcement des structures financières et pour permettre à notre système bancaire de rivaliser à armes égales avec ses concurrents étrangers.

Il apparaît qu'en 1996, pour l'ensemble des grandes banques et des grands réseaux, la part des crédits accordés à des taux inférieurs au seuil déclaratif a sensiblement augmenté.

Dans ce domaine, la Commission bancaire s'est attachée, à partir du dispositif d'information sur les conditions d'octroi des concours à la clientèle mis en place par l'instruction n° 95-03 à la fin de 1995, à poursuivre ses efforts pour alerter les établissements de crédit sur des comportements individuels qui, certes, relèvent de la liberté de gestion de leurs dirigeants mais qui, par une concurrence exacerbée, portent atteinte à la rentabilité des opérations de crédit.

Les établissements concernés ont été individuellement mis en garde et la Commission bancaire entend bien utiliser tous les pouvoirs que lui donnent la loi bancaire et le nouveau règlement n° 97-02 du Comité de la réglementation bancaire et financière sur le contrôle interne — dans ses dispositions de l'article 20 concernant la rentabilité des opérations de crédit — pour éviter que certains établissements ne laissent se détériorer durablement leurs conditions d'exploitation.

La Commission bancaire s'attachera notamment à s'assurer que les établissements français disposent de méthodes et d'outils de gestion aussi performants que ceux de leurs homologues et concurrents étrangers les plus avancés dans ce domaine. Ce défi d'une connaissance et d'une maîtrise des coûts doit être relevé par nos banques.

La Commission bancaire les y encouragera. Elle a, pour cela, engagé, dans le cadre d'une concertation aussi large que possible avec la profession, la réalisation d'un *Livre blanc sur la mesure de la rentabilité des activités bancaires*. Ce *Livre blanc*, à l'instar de celui qui a été réalisé sur la sécurité informatique, se veut une source d'inspiration concrète où les banques françaises doivent pouvoir puiser des conseils et des orientations leur permettant *d'améliorer, partout où c'est nécessaire, leurs outils de contrôle de gestion et de comptabilité analytique*.

3. Le renforcement du contrôle interne et la poursuite des efforts engagés pour la maîtrise et le contrôle des risques ont été une priorité de l'action de la Commission bancaire en 1996 et au début de 1997

Au cours des dix dernières années, la Commission bancaire a, de nombreuses fois, encouragé les établissements de crédit à renforcer leurs dispositifs de contrôle, mettant notamment l'accent sur le renforcement du rôle des organes sociaux en matière de contrôle interne, sur la nécessité d'un organe de contrôle interne de qualité, sur l'indispensable renforcement des systèmes de contrôle des réseaux à l'étranger et de suivi consolidé de l'ensemble des filiales ou bien encore sur l'exigence de systèmes de mesure et de surveillance des risques bancaires.

Dans un environnement qui évolue rapidement et face à des risques qui s'accroissent et se diversifient, le contrôle externe, par la Commission bancaire, du respect des normes prudentielles ne saurait constituer la principale réponse face à l'exigence de sécurité. Après une période marquée par la mise en place d'outils quantitatifs de contrôle des risques, il devient également indispensable que les établissements relèvent le défi du renforcement de leurs systèmes internes de contrôle.

Aussi la Commission bancaire a-t-elle très activement œuvré pour que l'ensemble de ses recommandations faites au cours des dernières années forment le cœur du nouveau dispositif réglementaire sur le contrôle interne, adopté par le Comité de la réglementation bancaire et financière au début de l'année 1997. Il s'agit de s'assurer que les risques de toute nature, et notamment de crédit, de marché et de taux d'intérêt global, sont analysés, mesurés et surveillés selon une fréquence et avec des moyens qui permettent effectivement de les maîtriser.

Au travers de ces nouvelles règles de contrôle interne, qui s'inscrivent parfaitement dans les préoccupations partagées par l'ensemble des organisations internationales — notamment dans les 25 principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace du Comité de Bâle —, les établissements de crédit disposent désormais d'un cadre clair et précis retraçant les règles minimales de bonne gestion qu'ils doivent respecter.

Ces exigences plus fortes en matière de contrôle interne entraîneront sûrement pour certains établissements des efforts de réorganisation, mobilisant l'ensemble des compétences de contrôle dont un établissement doit se doter, qu'il s'agisse des fonctions de contrôleur interne, d'inspection générale, de contrôleur de gestion ou de contrôleur des risques. Face à ces évolutions nécessaires, la Commission bancaire, dans le cadre des pouvoirs dont elle dispose de par la loi bancaire, veillera à ce que les établissements les moins avancés se donnent les moyens d'atteindre les objectifs définis par le règlement n° 97-02. Ainsi, le renforcement du contrôle interne contribuera effectivement à la détection précoce et à la prévention des difficultés.

4. L'ensemble de ces évolutions est d'autant plus nécessaire que le passage à la monnaie unique va entraîner un besoin d'adaptation plus important encore du système bancaire

La restauration des marges, le retour à des conditions plus normales de concurrence, la connaissance et la maîtrise des coûts, la poursuite du renforcement du contrôle interne constituent des actions prioritaires pour que le système bancaire français aborde, dans de bonnes conditions, les mutations qu'entraînera le passage à la monnaie unique.

Les banques françaises ont montré — de manière remarquable — leur capacité à se mobiliser pour apporter les réponses techniques et opérationnelles à la préparation et à l'introduction de l'euro, comme en témoignent le schéma de place bancaire et financier et les cahiers des charges présentés au début de 1997.

Au-delà des adaptations techniques, qui sont tout à fait indispensables et désormais engagées, les banques françaises ont également développé des initiatives plus stratégiques touchant aux conséquences prévisibles de l'euro sur la nature même de leurs métiers.

La place de Paris et ses acteurs ont su développer une gamme de services financiers et de produits très étendue et performante. Les banques françaises sont en mesure d'utiliser ces atouts pour saisir les opportunités de développement dans les domaines de la gestion pour compte de tiers ou de l'animation de la dette publique, et en étant commercialement très présentes sur les marchés de titres ou de produits dérivés pour lesquels la monnaie unique sera un facteur d'accélération des mutations en cours en créant de vastes marchés européens plus profonds et plus liquides.

Dans le domaine de la banque de détail, les banques françaises auront à s'adapter à tous les scénarios possibles de montée en puissance de l'euro, y compris celui d'un basculement plus rapide que prévu des opérations de détail.

Enfin, il est certain que la perspective d'un vaste marché européen du crédit exigera la poursuite de la rationalisation des moyens et des structures. Les mouvements de restructurations, qui se sont accélérés en 1996, sont probablement appelés à se poursuivre.

5. La Commission bancaire inscrit son action dans la restructuration ordonnée du système bancaire

La Commission bancaire se félicite des restructurations engagées au travers, par exemple, des rapprochements du Crédit agricole et d'Indosuez ou de la Société générale et du Crédit du Nord parce qu'ils contribuent, à la fois, à une rationalisation de l'offre de produits bancaires et au renforcement de la compétitivité du système bancaire.

La Commission bancaire est elle-même intervenue pour favoriser le traitement ordonné des difficultés de certains établissements de crédit détectées à l'issue de ses contrôles. Elle a pu ainsi contribuer au sauvetage l'an dernier de plusieurs établissements en veillant à leur recapitalisation et à leur restructuration.

Naturellement, si la Commission bancaire intervient avec le souci de prévenir des crises, elle n'a pas hésité, à l'inverse, dans le cadre des nouvelles dispositions de l'article 19 de la loi bancaire, à inciter une cinquantaine d'établissements sans activité réelle à demander le retrait de leur agrément. Il s'agit, là aussi, d'un élément qui participe à cette restructuration ordonnée du système bancaire français.

6. La Commission bancaire dispose, à travers son secrétariat général, d'un outil de pointe qui s'adapte en permanence à l'évolution du système bancaire

Le secrétariat général de la Commission bancaire a bénéficié d'un plan de renforcement de ses effectifs engagé il y a deux ans et qui arrivera à échéance fin 1998. Parallèlement, la Commission bancaire veille à l'adaptation permanente de la qualification professionnelle des contrôleurs afin de maintenir l'efficacité de sa surveillance face au caractère de plus en plus technique et spécialisé des opérations de banque. Dans cette optique, la Commission bancaire a d'ailleurs recours au recrutement de spécialistes extérieurs à la Banque de France, notamment pour le contrôle des opérations de marché.

Par ailleurs, la priorité accordée au contrôle interne, la diversification et la sophistication croissante des risques bancaires renforcent encore l'importance du contrôle sur place : la Commission bancaire met en œuvre des moyens toujours plus importants afin d'effectuer des inspections fréquentes (220 contrôles sur place en 1996), plus spécialisées (audit informatique, opérations de marché...) et plus internationales, en intégrant de façon systématique le contrôle des implantations européennes.

Enfin, au-delà de la participation active à l'évolution du cadre réglementaire, au niveau national et international, le secrétariat général de la Commission bancaire ne cesse de renforcer et d'adapter ses outils de contrôle individuel, permanent et sur place (il développe ainsi un système d'aide à l'analyse financière des banques — *Saaba* — qui utilise notamment les méthodes de « *scoring* » et d'intelligence artificielle). Il perfectionne par ailleurs ses outils de surveillance générale du système bancaire avec pour objectif la détection avancée des risques, notamment sectoriels, auxquels pourrait avoir à faire face la profession. Il développe enfin un dialogue permanent avec la place, qu'il s'agisse de recenser les meilleures pratiques de gestion dans un domaine particulier (*Livre blanc sur la sécurité des systèmes d'information* ou encore *Livre blanc*, en préparation, *sur la mesure de la rentabilité des activités bancaires*) ou de susciter un débat ouvert avec l'ensemble de la place sur un sujet prudentiel ou d'économie bancaire (c'est l'objet par exemple des « dossiers d'études » de la Commission bancaire dont la première livraison sur les produits dérivés de crédit est sur le point d'être publiée).

Pour toutes ces raisons, je souhaitais rendre ici hommage au travail remarquable effectué par les agents du secrétariat général de la Commission bancaire, sous la direction de Jean-Louis Fort.

Notre système bancaire a beaucoup d'atouts. Il a démontré sa capacité de réaction en se mobilisant rapidement et avec efficacité pour se préparer au défi du passage à l'euro qui va accélérer la reconfiguration du secteur bancaire français et européen. Il est aussi capable, au prix d'efforts résolus, de retrouver un bon niveau de rentabilité, notamment en comparaison avec les banques étrangères.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 158 – juin 1997

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

Cahier des titres de créances négociables – mai 1997

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

Bulletin de la Commission bancaire – avril 1997

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : 01 42 92 59 31 – Télécopie : 01 42 92 59 57)
Prix du numéro : FRF 150 TTC

Le passage à l'euro – Les arrondis – Recommandations – mai 1997

Ministère de l'Économie et des Finances – Banque de France – AFECEI
Mission euro – Conseil national de la Comptabilité

Le logement en Alsace en 1996 – mai 1997

Banque de France – Secrétariat régional d'Alsace, Cellule économique du BTP d'Alsace,
Direction régionale de l'équipement d'Alsace
Banque de France Strasbourg
(Tél. : 03 88 52 28 40 – Télécopie : 03 88 52 28 66)

Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – juin 1997 La note financière annuelle

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

2. Contribution à des publications extérieures

Entretien avec Jean-Louis Fort,
secrétaire général de la Commission bancaire
(*L'Agefi* – 9 juin 1997)

La Banque de France invite le gouvernement à réduire les déficits publics

entretien avec Jean-Claude Trichet,
gouverneur,
(*Le Monde* – 25 juin 1997)

Le contrôle interne des établissements de crédit va être renforcé

entretien avec Pierre Dusquesne,
secrétaire général adjoint de la Commission bancaire
(*Épargne et Finance* – n° 2 – 1997)

Continuer sur la voie de la transparence

par Pierre-Yves Thoraval,
directeur à la Commission bancaire
(*Banque Stratégie* – n° 139 – juin 1997)

Un point de vue de contrôleur

par Danièle Nouy,
directeur à la Banque de France
(*Banque Stratégie* – n° 139 – juin 1997)

L'euro va entraîner de très profondes mutations

entretien avec Pierre-Henri Cassou,
secrétaire général du Comité de la réglementation bancaire et financière
(*Les Echos* – 18 juin 1997)

L'information comptable et financière et le risque de crédit aux entreprises

par François Sauvage,
adjoint de direction à la direction générale du Crédit
(*Revue d'économie financière* – n° 41 – juin 1997)

Il y a convergence pour limiter l'émission de monnaie électronique à des sociétés contrôlées

entretien avec Jacqueline Lacoste,
directeur adjoint à la direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange
(*L'Agefi* – 1^{er} juillet 1997)

Banques japonaises : une sortie de crise longue et difficile

par Sébastien Clanet,
adjoint de direction à la direction des Études économiques et de la Recherche
(*Revue Banque* – n° 583 – juillet/août 1997)

Biens d'équipement : une croissance tirée par les exportations

par Hervé du Boisbaudry,
contrôleur à la Banque de France de Rouen
(*Revue de la Haute Normandie industrielle – L'Usine nouvelle* – 24 juin 1997)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Rapport relatif à l'exercice 1996

Lettre introductive³ par Jean-Claude Trichet, gouverneur
à Paris, le 24 juin 1997

Enjeux et défis pour les sociétés financières¹

intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
devant l'Assemblée générale de l'Association des sociétés financières,
à Paris, le 17 juin 1997

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur France Inter, le 25 juin 1997

Présentation du Rapport annuel de la Commission bancaire (Introduction)¹

par Hervé Hannoun, sous-gouverneur,
à Paris, le 30 juin 1997

³ Texte publié intégralement dans le présent *Bulletin*

É T U D E S

POLITIQUE MONÉTAIRE ET ASPECTS PRUDENTIELS ¹

Par aspects prudents, on entend ici l'ensemble des mesures qui permettent de réduire ou de mieux assumer les risques gérés par les diverses composantes du système financier : intermédiaires — notamment les banques —, marchés et infrastructures de place — en particulier les systèmes de paiement et de règlement.

On examine en quoi les aspects prudents, lorsqu'ils prennent une certaine importance — fragilité bancaire, crise financière, rupture dans le fonctionnement des systèmes de paiement... —, peuvent interférer avec la conduite de la politique monétaire, puis comment les banques centrales cherchent à y parer tout en répondant aux missions statutaires en matière de stabilité financière qui leur sont éventuellement confiées.

CHRISTIAN PFISTER

Direction des Études et Statistiques monétaires

¹ Intervention au 3^e colloque Banque de France – Banque de Russie, Paris, 26-28 mai 1997. Cet article a bénéficié des remarques d'Olivier Cousseran et Christian Nési (direction des Marchés de capitaux), Jérôme Lachand (direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange) et Didier Pény (direction de la Surveillance générale et des Analyses du système bancaire – Secrétariat général de la Commission bancaire). L'auteur reste seul responsable d'éventuelles erreurs et des opinions présentées.

■ Afin d'identifier les risques d'interférence entre politique monétaire et aspects prudentiels, on distingue les trois niveaux traditionnels d'analyse de la conduite de la politique monétaire : objectif final, indicateurs et instruments.

■ S'agissant de l'objectif final de stabilité des prix, il existe des risques d'inflation liés à la réaction des autorités face aux coûts d'un dysfonctionnement du système financier. En effet, si les coûts d'un tel dysfonctionnement sont le plus souvent déflationnistes ou neutres sur le niveau des prix à moyen terme, une réaction excessive des autorités en vue de les limiter peut au contraire être à l'origine d'un risque inflationniste.

■ D'une manière générale, un dysfonctionnement financier crée des perturbations dans les évolutions des indicateurs de politique monétaire qui diffèrent selon l'origine du dysfonctionnement et qui rendent l'interprétation de leurs évolutions plus difficile du fait de comportements privilégiant le choix d'actifs peu risqués.

■ La conception et l'utilisation des instruments de politique monétaire peuvent avoir à prendre en compte un dysfonctionnement financier à trois égards : leur maniement devrait éviter de le créer ; sa survenance peut rendre les instruments moins

efficaces ; une fois survenu, les instruments peuvent contribuer à prévenir sa dégénérescence en risque systémique.

■ Afin de contribuer au maintien d'un environnement financier stable, favorable à la conduite efficace de la politique monétaire, les banques centrales veillent au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement, d'une part ; même lorsqu'elles n'assument pas directement de mission dans ces domaines, elles s'intéressent à la stabilité des marchés et à la solidité des intermédiaires financiers, d'autre part.

■ Le bon fonctionnement des systèmes de paiement entretient un lien étroit avec l'efficacité de la politique monétaire ; les mesures que les banques centrales prennent ou soutiennent dans ce domaine ont pour effet de limiter le risque de système.

■ Afin de favoriser la stabilité des marchés, les banques centrales s'attachent à mener des politiques monétaires crédibles et apportent leur soutien à la mise en place d'un cadre organisationnel et réglementaire clairement défini. Elles s'intéressent aussi à la solidité des intermédiaires financiers, en raison du rôle qu'ils jouent dans la transmission des impulsions de politique monétaire.

Par aspects pruden­tiels, on entend ici l'ensemble des mesures qui permettent de réduire ou de mieux assumer les risques gérés par les diverses composantes du système financier : intermédiaires — notamment les banques —, marchés et infrastructures de place — en particulier les systèmes de paiement et de règlement.

En première approche, les liens entre politique monétaire et aspects pruden­tiels sont assez ténus : théoriciens (Balstenperger, 1993 ; Mishkin, 1996) et décideurs (Lagayette, 1991 ; Trichet, 1994) s'accordent ainsi à souligner qu'une politique monétaire axée vers la stabilité des prix contribue à la solidité du système financier. Au-delà, on constate deux séries de phénomènes :

– les aspects pruden­tiels interfèrent parfois avec la conduite de la politique monétaire ; cela a pu être le cas dans la plupart des pays développés après le krach boursier d'octobre 1987, aux États-Unis au début des années quatre-vingt-dix suite à des prises de risque excessives des intermédiaires, en particulier par les caisses d'épargne, ou plus récemment au Japon après l'éclatement de la « bulle » immobilière (Edey et Hviding, 1995) ;

– les statuts des banques centrales font souvent référence à une mission en matière de bon fonctionnement des systèmes de paiement, voire de contrôle pruden­tiel des établissements de crédit et de stabilité du système financier et, de fait, les banques centrales interviennent fréquemment dans ces domaines.

On examine en quoi les aspects pruden­tiels, lorsqu'ils prennent une certaine importance — fragilité bancaire, crise financière, rupture dans le fonctionnement des systèmes de paiement... — peuvent interférer avec la conduite de la politique monétaire puis comment les banques centrales cherchent à y parer tout en répondant aux missions statutaires en matière de stabilité financière qui leur sont éventuellement confiées.

1. Les risques d'interférence entre politique monétaire et aspects pruden­tiels

On distingue les trois niveaux traditionnels d'analyse de la conduite de la politique monétaire : objectif final, indicateurs et instruments.

1.1. Objectif final

Il existe des risques d'inflation liés à la réaction des autorités face aux coûts d'un dysfonctionnement du système financier. En effet, si les coûts d'un tel dysfonctionnement sont le plus souvent déflationnistes ou neutres sur le niveau des prix à moyen terme, une réaction excessive des autorités en vue de les limiter peut, au contraire, être à l'origine d'un risque inflationniste.

1.1.1. Coûts d'un dysfonctionnement financier

Ces coûts sont de deux natures : coûts privés et coûts sociaux.

1.1.1.1. Les coûts privés

Ils se manifestent par des baisses de prix d'actifs et, dans le cas de crises bancaires, par la rupture de relations de crédit et l'imputation éventuelle de créances bancaires irrécouvrables sur les fonds propres et les dépôts.

1.1.1.2. Les coûts sociaux

Ils apparaissent sous deux formes :

– dans un premier temps, mauvaise allocation des ressources, avec par exemple des investissements excessifs dans l'immobilier et les services financiers ; les coûts sociaux correspondent ici au « manque à gagner » en termes de production, par rapport à une allocation efficiente des ressources ;

– surtout, dans un second temps, pertes de production liées aux répercussions du dysfonctionnement financier. Les paniques bancaires qui se sont produites aux États-Unis pendant la Grande dépression ont ainsi pu contribuer au recul de l'activité. Diverses approches théoriques visent à rendre compte de cette relation entre santé du système financier et croissance économique. Selon une approche du type « canal large du crédit », la détérioration des bilans financiers des agents économiques les conduit à mettre en cause leurs plans de dépense ; les intermédiaires financiers, à la recherche de placements à la fois sûrs et liquides, accroissent alors les primes de risque, ce qui accentue l'effet précédent (Bordes, 1991). Dans le cadre d'un modèle de croissance endogène avec des intermédiaires financiers en concurrence imparfaite et une rémunération du capital soumise à un choc macro-économique, on peut également montrer comment les anticipations autoréalisatrices des ménages sur le risque de faillite du système bancaire peuvent plonger l'économie dans un « piège à pauvreté » (Amable et alii, 1997).

1.1.2. Réaction des autorités

1.1.2.1. Il existe tout d'abord un risque que la politique monétaire accorde transitoirement la priorité au rétablissement de la situation financière par rapport à la stabilité des prix. Ce risque est plus ou moins important selon le degré de développement des marchés de capitaux :

– il est limité dans les économies de marché très développées par la possibilité d'augmentation immédiate des primes de risque sur les taux d'échéance éloignée ;

– il est plus fort dans des économies très intermédiées à la fois parce que la crainte d'une « sanction » des marchés est plus faible et parce que l'on admet généralement que les banques bénéficient de l'inflation (Bordes, 1991).

1.1.2.2. De plus, la socialisation des pertes (coûts privés) par appel aux finances publiques, qui sert souvent de moyen d'évaluation du « coût des crises » (Aglietta, 1997 ; Edey et Hviding, 1995), crée le risque, si la banque centrale n'est pas indépendante, de pressions pour qu'elle mène une politique monétaire plus accommodante afin d'alléger la charge de la dette publique. Dans ce cas aussi, une « discipline de marché » se manifestant par un renchérissement des émissions de titres publics est de nature à réduire le risque de dérive inflationniste ¹.

1.2. Indicateurs

Certains des indicateurs de politique monétaire peuvent servir de supports à des objectifs intermédiaires. D'une manière générale, un dysfonctionnement financier crée des perturbations dans les évolutions des indicateurs qui diffèrent selon l'origine du dysfonctionnement et qui rendent l'interprétation de leurs évolutions plus difficile avec l'augmentation de l'incertitude et le développement corrélatif de comportements privilégiant le choix d'actifs peu risqués (*flight to quality*) (Lindgren et alii, 1996).

¹ La socialisation des pertes crée également un « risque moral » : la mauvaise allocation des ressources ne se trouvant pas sanctionnée, cela est de nature à susciter l'apparition de coûts sociaux encore plus importants dans le futur.

1.2.1. Indicateurs de quantité

1.2.1.1. Agrégats de monnaie

– Si la source du dysfonctionnement se trouve dans la fragilité du système bancaire ou le mauvais fonctionnement des systèmes de paiement, il peut se produire un phénomène de désintermédiation. Si elle se trouve dans une défaillance des marchés ou un mauvais fonctionnement des systèmes de règlement, il peut, au contraire, se produire une réintermédiation. Dans les deux cas, l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt peut se trouver perturbée, rendant le pilotage d'un objectif de masse monétaire transitoirement plus difficile. En particulier, des substitutions d'actifs étrangers à des actifs internes peuvent se produire si les agents non financiers perdent confiance dans la solidité des intermédiaires financiers nationaux.

– Dans ce dernier cas, des substitutions peuvent également se produire entre différents types de réseaux bancaires et entre monnaie fiduciaire et monnaie scripturale, le second phénomène contribuant à renforcer l'incertitude sur l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt, puisque la monnaie fiduciaire n'est pas rémunérée.

1.2.1.2. Agrégats de crédit

– Les phénomènes de fluctuation de l'intermédiation et de substitutions de portefeuilles décrits plus haut à propos des agrégats de monnaie peuvent affecter de la même manière les agrégats de crédit.

– En particulier, si le dysfonctionnement financier prend la forme d'une fragilité bancaire, les établissements affaiblis, éventuellement victimes de « ruées sur les dépôts » (*bank runs*), ont tendance à limiter leurs prêts afin de ne pas accroître leur dépendance vis-à-vis d'un refinancement interbancaire rendu plus aléatoire et plus coûteux. Les établissements en meilleure santé peuvent alors compenser, au moins partiellement, le moindre dynamisme des premiers mais, si l'affaiblissement bancaire est général, la moindre appétence des établissements pour le risque les amène à privilégier la détention de titres peu risqués — notamment publics — par rapport à la distribution de crédit : l'intermédiation diminue.

1.2.2. Indicateurs de prix

1.2.2.1. Taux d'intérêt

Ce sont les indicateurs de prix les plus affectés par un dysfonctionnement financier. Cela est évident si le dysfonctionnement financier s'exprime par une crise des marchés de titres. C'est également le cas dans la situation de crise au sein du système bancaire, avec des conséquences directes pour la politique monétaire puisque les taux d'intérêt sur le marché interbancaire, qui servent le plus souvent d'objectif opérationnel des banques centrales, deviennent alors entachés de primes de risque plus importantes. En outre, lors de crises bancaires, la préférence pour les actifs moins risqués, notamment les titres publics, peut conduire à une diminution des primes de risque sur les échéances éloignées, ce qui rend l'interprétation de la courbe des taux plus difficile. D'une manière générale, un dysfonctionnement financier se traduit par une différenciation plus forte des conditions de taux selon le degré d'engagement des agents dans les activités les plus risquées.

1.2.2.2. Taux de change

Un dysfonctionnement des marchés de change se traduit par un élargissement des écarts de cours acheteurs et vendeurs *a priori* sans conséquence sur les cours moyens, au moins tant que l'élargissement des *spreads* ne conduit pas à une diminution significative de la liquidité du marché. En revanche, l'impact sur le taux de change est direct en cas de substitution d'actifs étrangers à des actifs nationaux, lorsque le dysfonctionnement financier se traduit par la perception d'un risque accru au sein de l'économie nationale, par exemple en raison d'une fragilisation du système bancaire (cf. 1.2.1.). Dans ce cas, la poursuite d'un objectif de change devient plus difficile. Cependant, une dévaluation peut elle aussi affaiblir le système financier national si lui-même ou sa clientèle est en position de change.

1.2.2.3. Autres prix d'actifs

Il est clair que les prix des *actions* et de l'*immobilier* se trouvent affectés lors d'un dysfonctionnement financier, soit directement (cas d'une crise boursière), soit indirectement par amplification d'un mouvement préexistant (cas du désengagement des banques du secteur immobilier, suite à l'éclatement d'une « bulle » immobilière) ou par arbitrage entre actifs. Seuls les prix des *matières premières* ont peu de chance d'être influencés, dans la mesure où ils se forment sur des marchés mondiaux, mais ils ne constituent généralement pas un indicateur important de la politique monétaire, sauf dans les pays spécialisés dans la production de certaines d'entre elles.

1.3. Instruments

Que les banques centrales recourent à des instruments de politique monétaire directs ou indirects — cas que nous privilégions ici —, ces instruments exercent l'essentiel de leurs effets sur les banques commerciales (plus précisément : la liquidité bancaire pour les instruments indirects, les actifs et/ou les passifs bancaires pour les instruments directs). Cette section se préoccupe donc surtout des relations entre affaiblissement du système bancaire et usage des instruments.

La conception et l'utilisation des instruments de politique monétaire peuvent avoir à prendre en compte un dysfonctionnement financier à trois égards :

- leur maniement devrait éviter de créer un tel dysfonctionnement ;
- les instruments peuvent devenir moins efficaces du fait d'un dysfonctionnement financier ;
- ils peuvent contribuer à prévenir la dégénérescence d'un dysfonctionnement financier en risque systémique.

1.3.1. Le maniement des instruments de politique monétaire ne devrait pas être source de dysfonctionnement financier

1.3.1.1. Réserves obligatoires

D'une manière générale, les banques centrales évitent de fixer les réserves obligatoires à des niveaux qui pénaliseraient excessivement les établissements de crédit par rapport à leurs concurrents étrangers d'une part, aux marchés financiers d'autre part. Outre le souci de ne pas affaiblir artificiellement les établissements, les banques centrales sont motivées par un souci d'efficacité de l'instrument ; à cet égard, deux facteurs qu'elles prennent particulièrement en compte sont le degré de liberté des mouvements de capitaux et le développement des marchés internes de capitaux.

1.3.1.2. Taux directeurs

– Dans leur comportement de fixation des taux directeurs, les banques centrales modifient généralement les taux plusieurs fois dans le même sens avant de renverser leur politique, avec un intervalle entre deux ajustements souvent important avant un changement de direction ; en outre, certaines, comme la Banque fédérale d'Allemagne, ont tendance à procéder par modifications faibles et fréquentes (Banque des règlements internationaux, 1997). Dans les deux cas, une motivation est de ne pas créer inutilement de volatilité sur les marchés.

– Dans certaines circonstances, par exemple pour défendre un objectif de change, des modifications de taux relativement amples sont toutefois nécessaires alors que la banque centrale les juge inappropriées du point de vue des facteurs économiques fondamentaux. Un moyen d'éviter que de tels conflits d'objectifs ne pénalisent la solidité du système bancaire peut consister à modifier le niveau des réserves obligatoires en sens inverse des taux directeurs, voire à « déconnecter » temporairement les conditions de refinancement des taux de marché (Pfister, 1997).

1.3.2. Un dysfonctionnement financier peut diminuer l'efficacité des instruments de politique monétaire

1.3.2.1. Il crée le risque d'une asymétrie des décisions de politique monétaire.

Ce risque ne résulte pas tant de ce qu'il serait alors plus facile de desserrer la politique monétaire que de la resserrer, ce qui tendrait à mettre en cause la détermination de la banque centrale à poursuivre son objectif final (cf. 1.1.2.). Le risque d'asymétrie résulte plutôt de ce que, surtout si la concurrence est faible, une baisse des taux directeurs est répercutée sur le coût du crédit plus faiblement qu'en période normale et une hausse des taux plus fortement. L'arme des taux peut alors avoir à être utilisée plus énergiquement à la baisse qu'à la hausse.

1.3.2.2. Il peut empêcher la banque centrale de s'appuyer sur le marché interbancaire pour la transmission des impulsions de politique monétaire.

Ce peut, notamment, être le cas si, au-delà de la constitution de primes de risque dans les niveaux de taux interbancaires, la fragilisation du système bancaire est telle que le marché se paralyse, les établissements les plus sains refusant de prêter à ceux considérés comme les moins sûrs, quitte à accumuler des réserves sur leurs comptes à la banque centrale. L'efficacité des opérations d'*open market* à taux variable se trouve alors compromise, car la banque centrale est confrontée à un problème de « sélection adverse » : ce sont les établissements les moins sûrs qui se présentent au refinancement et comme ils sont prêts à accepter des conditions de taux très élevées, le niveau des taux d'intérêt se trouve poussé à la hausse. La banque centrale peut alors être conduite à substituer des relations bilatérales banque centrale-banques commerciales à des relations de marché et à les compléter par un encadrement direct de l'activité des banques (Lindgren et alii, 1996).

Enfin, l'efficacité des opérations d'*open market* se trouve bien sûr également compromise en cas de défaillance du marché des titres.

1.3.3. Les instruments de politique monétaire peuvent contribuer à prévenir la dégénérescence d'un dysfonctionnement financier en risque systémique

Bien qu'une telle intervention puisse être justifiée par l'objectif de limiter les coûts sociaux d'un dysfonctionnement financier, sous la condition de ne pas mettre en cause l'objectif final, il ne s'agit pas ici de s'interroger sur la légitimité d'une intervention de la banque centrale comme « prêteur en dernier ressort » afin de prévenir un risque systémique (cf. Aglietta et Moutot, 1993a ; Duquesne, 1997 ; Nouy, 1992). Il s'agit, de manière plus restreinte, d'évoquer les caractéristiques et les modalités d'utilisation des instruments de politique monétaire souhaitables afin d'éviter qu'un dysfonctionnement financier ne se transforme en une crise de système. À cet égard, un point de départ utile consiste à relever que le risque de système se traduit par un accroissement soudain et massif du besoin de liquidité, contrainte à laquelle la banque centrale échappe par nature en tant que pourvoyeuse du moyen final de règlement. C'est donc dans la capacité des instruments à répondre à un tel besoin de liquidité, sans perturbation de la politique monétaire, que réside leur contribution à la réduction du risque de système. Deux cas peuvent se présenter :

– soit la liquidité est disponible *ex ante* — les établissements détiennent un volume suffisant de réserves auprès de la banque centrale — ; seules les réserves obligatoires calculées en moyenne permettent de répondre éventuellement à cette exigence ;

– soit la liquidité est fournie de manière *ad hoc* par la banque centrale qui utilise ses instruments de refinancement. Trois questions se posent alors : quel instrument utiliser ? La banque centrale peut-elle se garantir contre le risque de crédit ? Compte tenu du souci de ne pas perturber la politique monétaire — de ne pas affecter la réalisation de l'objectif opérationnel —, dans quelle mesure faut-il stériliser l'offre supplémentaire de réserves ?

1.3.3.1. Réserves obligatoires

En tant qu'amortisseur des chocs sur la liquidité bancaire, les réserves obligatoires calculées en moyenne, comme elles le sont d'ailleurs le plus souvent, constituent *a priori* l'instrument idéal pour faire face à un accroissement transitoire du besoin de liquidité. Toutefois, cet instrument peut se révéler insuffisant pour plusieurs raisons :

- le montant des réserves à constituer peut lui-même s'avérer insuffisant ;
- il faut que les établissements confrontés à un besoin pressant de liquidité puissent effectivement recourir à la capacité de remplir leur obligation de constitution de réserves en moyenne, ce qui suppose que la période de constitution ne soit pas en voie d'achèvement ;
- il faut aussi que les établissements en cause ne soient pas illiquides, ce qui signifie que l'instrument est surtout utile au stade précoce du déclenchement d'une crise bancaire, avant que se produisent des « ruées sur les dépôts », à moins que le taux de réserve ne soit de 100 %, ce qui n'est pas réaliste.

1.3.3.2. Instruments de refinancement

- Quel instrument utiliser ?

Le recours à une opération d'*open market* permet en principe à la fois aux contreparties soumises au besoin de liquidité le plus urgent d'obtenir satisfaction de leur demande, pourvu que l'opération soit de nature compétitive — par exemple un appel d'offres à taux variable — et de ne pas entraver le fonctionnement du marché interbancaire. Il soulève toutefois le risque de « sélection adverse ». En outre, s'agissant d'une procédure très ouverte (cf. supra 1.3.2.), il revient à reconnaître l'existence d'un dysfonctionnement financier, ce qui peut n'être pas souhaitable¹.

L'utilisation d'une facilité permanente, c'est-à-dire d'une procédure dans laquelle l'initiative revient non à la banque centrale mais à ses contreparties — par exemple, une facilité de fin de journée —, permet d'allouer la liquidité aux établissements qui en ont le plus besoin et à eux seuls — à la différence d'une opération d'*open market* qui s'adresse au marché. Par son caractère automatique, elle emporte néanmoins un « risque moral », les établissements pouvant être dissuadés d'assurer un suivi étroit de leur situation de liquidité dans la mesure où ils sont assurés de pouvoir compter sur l'intervention de la banque centrale. Cela justifie d'assortir la facilité permanente d'un taux pénalisateur et d'une durée très brève, cette dernière caractéristique étant par nature détenue par les facilités de fin de journée.

Enfin, une procédure de type bilatéral et discrétionnaire — comme l'escompte tel qu'il pratiqué aux États-Unis, c'est-à-dire à des conditions pénalisatrices — peut être mieux adaptée à la résolution de difficultés individuelles qu'à faire face à un véritable dysfonctionnement du système financier.

- La banque centrale peut-elle se garantir ?

Les statuts des banques centrales leur font en général obligation de n'effectuer de prêts que sur la base de garanties appropriées (cf., par exemple, les articles 7 et 18 du statut de la Banque de France, de même que l'article 18 des statuts du SEBC et de la BCE). À cette fin, elles établissent des listes des garanties qu'elles acceptent. Cependant, en période de crise, les garanties, *a priori* acceptées par la banque centrale, dont les établissements disposent, peuvent s'avérer en quantité insuffisante, en raison de l'accroissement du besoin de liquidité. Dans ces circonstances, la banque centrale peut être amenée à étendre le champ des sûretés qu'elle accepte à des garanties de moindre qualité qu'en temps normal.

¹ Cela peut néanmoins être recherché délibérément afin de rétablir la confiance. Ainsi, selon Mishkin [1996], le Système de réserve fédérale a recouru à des opérations d'*open market* pour fournir la liquidité nécessaire lors du krach boursier d'octobre 1987, le président du Système de réserve fédérale déclarant parallèlement que la banque centrale était prête à « servir de source de liquidité pour soutenir le système économique et financier ».

– Dans quelle mesure faut-il stériliser ?

La question peut sembler sans objet puisque la fourniture de liquidité répond à un besoin. Néanmoins, il peut se faire que la crise de liquidité soit résorbée avant l'échéance des opérations de refinancement. En outre, si la banque centrale a satisfait le besoin supplémentaire de liquidité par recours à des opérations d'*open market*, elle aura dû en augmenter le volume pour laisser son taux d'intervention inchangé, avec pour conséquence que certains établissements pourront être désireux de se défaire d'un excédent de réserves à des conditions de taux en baisse. Dans les deux cas, la stérilisation pourra s'effectuer par diminution d'autres apports de liquidité, par reprise de liquidité, ou par combinaison des deux approches.

2. La contribution des banques centrales au maintien d'un environnement financier stable, favorable à la conduite efficace de la politique monétaire

Cette contribution s'exerce dans deux directions : les banques centrales veillent au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement, d'une part ; même lorsqu'elles n'assument pas directement de mission dans ces domaines, elles s'intéressent à la stabilité des marchés et à la solidité des intermédiaires financiers, d'autre part (Trichet, 1994 et 1995).

2.1. Les banques centrales veillent au bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement

Les banques centrales promeuvent le bon fonctionnement des systèmes de paiement et de règlement afin d'assurer la mise en œuvre efficace de la politique monétaire ; les mesures qu'elles prennent ou qu'elles soutiennent dans ce domaine ont pour effet de limiter le risque de système.

2.1.1. Un lien étroit avec l'efficacité de la politique monétaire

2.1.1.1. Ce lien étroit provient d'abord de ce que les réserves détenues par les banques commerciales auprès de la banque centrale sont à la fois le vecteur des impulsions de politique monétaire et le moyen d'échange dans les transactions interbancaires.

Comme le relèvent Angelini et Passacantando [1993], ce double usage des réserves ne va pas de soi puisque les banques commerciales peuvent également s'échanger des dépôts détenus auprès de l'une d'entre elles ou auprès d'une chambre de compensation ; toutefois, la monnaie de banque centrale est plus acceptable que d'autres moyens d'échange car les coûts liés au risque de crédit et à la surveillance de la qualité de signature sont nuls lorsqu'on l'utilise (il existe néanmoins un coût d'opportunité lié à la détention de réserves, dans la mesure où elles ne sont pas rémunérées).

Préoccupation courante des banques centrales, la nécessité pour la mise en œuvre efficace de la politique monétaire de disposer de systèmes de paiement performants est apparue dès les premières réflexions sur la politique monétaire unique : cette dernière se définissant par un niveau identique des taux d'intérêt sur les échéances les plus courtes, à l'échelle de l'Union monétaire, il était indispensable de fournir un système de paiement de gros montant entre banques centrales permettant aux établissements d'effectuer des arbitrages en transférant instantanément des fonds d'une place à l'autre (Jaillet et Pfister, 1993). Avec le système *Target*, les banques centrales disposeront d'une telle « courroie de transmission pour les interventions de politique monétaire » puisque l'usage de *Target* sera obligatoire pour les paiements directement liés aux opérations de politique monétaire du SEBC et que le système permettra d'effectuer en toutes circonstances le règlement en valeur jour des paiements transfrontière entre pays de l'UEM (Lucas, 1996).

2.1.1.2. Par ailleurs, les banques centrales sont utilisatrices des systèmes de règlement de change et de titres pour leurs interventions de change et leurs opérations d'*open market* (achats et ventes ferme mais aussi pensions par lesquelles les banques centrales fournissent ou retirent des liquidités contre des garanties généralement constituées par des titres).

2.1.2. Un facteur limitatif du risque systémique

La masse de capitaux qui s'y échangent et surtout l'interdépendance qu'ils créent entre les participants font des systèmes de paiement et de règlement un vecteur de propagation du risque systémique (Nouy, 1992). Les banques centrales interviennent pour réduire ce risque, soit directement en tant que gestionnaires de systèmes de paiement, soit en fournissant des recommandations, notamment au plan international, dans le cadre de rapports publiés sous l'égide de la Banque des règlements internationaux par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CPSS) des banques centrales des pays du Groupe des Dix (G 10).

2.1.2.1. La réduction du risque systémique dans les systèmes de paiement et de règlement est aujourd'hui recherchée essentiellement par diminution du risque de crédit en liaison avec l'abaissement de la durée d'exposition au risque.

Plus précisément, les banques centrales interviennent selon deux axes pour réduire les risques.

– Tout d'abord, agissant en tant qu'agent de règlement, rôle qu'elles assument partout, elles s'efforcent de transférer sur les utilisateurs des systèmes de paiement des risques qu'elles assumaient auparavant elles-mêmes, souvent de manière implicite. Le rapport Lamfalussy sur les systèmes de compensation, publié en novembre 1990 par la Banque des règlements internationaux, énonce ainsi un certain nombre de normes de sécurité que les systèmes nets se doivent de respecter. De plus, les banques centrales mettent en place des systèmes à règlement brut en temps réel, donc sans compensation des opérations ni différé de paiement (systèmes dits RTGS ou *Real Time Gross Settlement*). Ces systèmes ont pour effet de diminuer très fortement les risques liés aux règlements interbancaires en permettant de conférer l'irrévocabilité en cours de journée au règlement des opérations de montant élevé. En France, le système à règlement brut en temps réel TBF qui sera mis en œuvre en 1997 sera le point d'entrée du système *Target* au sein duquel chaque banque centrale nationale disposera de son propre système RTGS (Lachand, 1997 ; Lucas, 1996).

– En outre, les banques centrales cherchent à faire prévaloir des normes de sécurité au sein des systèmes gérés par les utilisateurs. L'adoption des principes de livraison contre paiement (DVP ou *Delivery versus Payment*), s'agissant des systèmes de règlement de titres, et de paiement contre paiement (PVP ou *Payment versus Payment*) s'agissant des systèmes de règlement de change (de Sèze, 1996) a ainsi été préconisée par des rapports du CPSS (Lachand, 1997). Ces principes ont pour effet, comme le règlement brut à temps réel, de réduire les risques par diminution de la durée pendant laquelle les utilisateurs y sont exposés.

2.1.2.2. Dans un nombre croissant de pays, les banques centrales jouent un rôle particulièrement important en assurant, sous certaines conditions, la liquidité des systèmes à règlement brut en temps réel.

En effet, il est rare que les banques centrales ne s'attachent pas à satisfaire le besoin accru de liquidité induit par la mise en place de systèmes RTGS. Une exception est la Banque nationale suisse qui gère le système SIC mais ne fournit pas de liquidité pour le fonctionnement des systèmes de paiement.

La liquidité dont les RTGS ont besoin pour fonctionner est de nature intrajournalière puisqu'ils permettent le règlement irrévocable des opérations en temps réel, donc avant la fin de la journée. Néanmoins, les banques centrales du G 10 qui assurent la liquidité de leur système RTGS n'adoptent pas toutes les mêmes dispositions pour en encadrer le montant. Schématiquement, on peut dégager deux principales modalités de fourniture de liquidité intrajournalière :

– aux États-Unis, le Système de réserve fédérale n'impose pas aux utilisateurs de garantir les crédits intrajournaliers qu'il octroie au sein du système *Fedwire* ; en revanche, il facture ces découverts à un taux très faible (0,25 % l'an) sur la base d'une tarification à la minute ;

– dans l'Union européenne, au contraire, les banques centrales imposent aux utilisateurs de garantir en totalité les avances intrajournalières qu'elles leur accordent mais ne les tarifient pas (Lucas, 1996).

En fait, la différence entre les deux approches n'est pas substantielle.

– On peut ainsi considérer que la tarification des découverts est, pour les utilisateurs de *Fedwire*, d'un coût analogue à l'immobilisation de garanties par les utilisateurs des RTGS européens. Dans les deux cas, le dispositif retenu incite les utilisateurs à surveiller leur exposition au risque et limite le « risque moral » lié à la fourniture de liquidité intrajournalière, semblable à celui noté dans le cas de fourniture de liquidité en situation de crise *via* une facilité permanente. Dans les systèmes de type européen, la réduction du « risque moral » est peut-être encore plus forte dans la mesure où, la garantie des avances intrajournalières éliminant complètement le risque de crédit, la banque centrale n'aurait pas à craindre un éventuel effet de « contagion », facteur de risque systémique, en cas de défaillance d'un des participants, même s'il est important (Folkerts-Landau et *alii*, 1996) ; il est vrai, toutefois, que le risque de crédit persiste dans les systèmes de compensation dont les utilisateurs participent le plus souvent aussi aux systèmes RTGS, mais ce risque est réduit par l'application des « normes Lamfalussy ».

– Surtout, dans les deux cas, la quasi-gratuité des avances intrajournalières empêche la constitution d'un marché des réserves qui s'étendrait des échéances intrajournalières à celles actuellement négociées sur le marché interbancaire où l'échéance la plus courte est celle du jour le jour. Les conditions de fourniture de la liquidité intrajournalière aux systèmes de paiement permettent ainsi de circonscrire le risque d'interférence avec la conduite de la politique monétaire à celui de « débordement » d'un crédit intrajournalier en position débitrice en fin de journée (Pfister, 1997). Ce risque, auquel s'exposerait un trésorier de banque négligent, est lui-même réduit par la facturation des découverts en fin de journée à des taux de pénalité, c'est-à-dire largement supérieurs au taux de l'argent au jour le jour (Lachand, 1996 ; Lucas, 1997).

2.2. Les banques centrales s'intéressent à la stabilité des marchés et à la solidité des intermédiaires financiers

La déréglementation financière a permis un essor sans précédent du rôle des marchés dans le financement des économies des pays de l'OCDE. Cette évolution s'est accompagnée d'une plus grande efficacité dans l'allocation des ressources et dans la transmission des impulsions de politique monétaire mais aussi d'une montée des risques sous l'influence de plusieurs facteurs : formation de bulles spéculatives, intensification de la concurrence conduisant à une diminution des marges d'intermédiation, propagation plus facile du risque systémique liée à l'interdépendance accrue des marchés et au rôle qu'y jouent des intermédiaires puissants (Patat, 1988). Dans ces conditions, les banques centrales ne peuvent pas se désintéresser de la stabilité des marchés et de la solidité des intermédiaires financiers.

2.2.1. La stabilité des marchés

« À l'égard des marchés, la contribution essentielle des banques centrales est de réduire l'incertitude, source de dérèglements dans la sphère financière » (Trichet, 1994). Dans ce but, les banques centrales s'attachent à mener des politiques monétaires crédibles et apportent leur soutien à la mise en place d'un cadre organisationnel et réglementaire clairement défini.

2.2.1.1. La stabilité des marchés est d'abord recherchée à travers la poursuite de politiques monétaires crédibles.

Dans un environnement mouvant, caractérisé par des marchés financiers très développés, l'efficacité de la politique monétaire devient étroitement conditionnée par le degré de confiance qu'elle inspire, ce à quoi l'on fait référence sous l'expression de « crédibilité de la politique monétaire ». En effet, la valorisation d'une fraction importante du patrimoine national, notamment celle détenue sous forme de titres, est soumise à un processus de révision permanent de la part des marchés. Or, si, comme on l'a vu, un dysfonctionnement financier peut être à l'origine d'une « fuite vers la qualité », une politique monétaire crédible contribue au contraire à réduire les primes de risque attachées à la détention d'actifs libellés en monnaie nationale.

La crédibilité de la politique monétaire, qui continue de se fonder sur des facteurs génériques, dépend alors de sa capacité à réduire l'incertitude en ancrant solidement les anticipations nominales des agents ; la politique monétaire répond à cette exigence par la formulation de règles mises en œuvre avec constance (Pfister, 1995).

Parmi les fondements génériques de la crédibilité de la politique monétaire, on peut citer les éléments suivants : une orientation claire de la politique monétaire en faveur de la stabilité des prix ; une combinaison cohérente des différentes composantes de la politique économique, la politique monétaire ne pouvant tout faire à elle-seule ; un système financier sain, éloignant le risque que la stabilité des prix soit mise en danger (cf. 1.1.) ; un minimum de transparence dans les relations entre le gouvernement et la banque centrale, en particulier dans le domaine financier.

Quant à l'adoption de règles requise par l'expansion des marchés, elle peut prendre la forme d'engagements portant soit sur l'objectif final (cible d'inflation), soit sur des objectifs intermédiaires (progression d'agrégats monétaires et/ou niveau du taux de change). Une mesure de plus vaste ampleur consiste à rendre la banque centrale indépendante en confirmant l'objectif de stabilité des prix de la politique monétaire.

2.2.1.2. Les banques centrales s'intéressent aussi de près à l'organisation des marchés.

Dans ce domaine, le rôle principal revient aux intervenants et aux autorités de contrôle plus spécialement en charge de certains marchés. Néanmoins, les banques centrales ont généralement une mission de surveillance du marché monétaire, en particulier le marché interbancaire qui est le théâtre des opérations de politique monétaire. Plus généralement, leur rôle de pourvoyeur de liquidité sur le marché interbancaire et d'agent de règlement dans les systèmes de paiement ainsi que la position d'observateur non partisan des marchés qu'elles occupent amènent les banques centrales à s'intéresser à l'organisation des marchés avec pour préoccupation d'éviter que leur fonctionnement ne vienne interférer avec la conduite de la politique monétaire ; c'est également dans ce but qu'elles se concertent avec les autres autorités.

Afin d'éviter que le fonctionnement des marchés n'interfère avec la conduite de la politique monétaire, les banques centrales sont attentives à la *liquidité des marchés*, particulièrement le marché interbancaire mais aussi les autres dans la mesure où un manque de liquidité sur un marché peut, en cas de dysfonctionnement grave, entraîner une forte dégradation de trésorerie des intervenants, les tensions se répercutant alors sur le marché interbancaire. Dans certains pays, la banque centrale intervient ainsi

sur le marché obligataire, non bien sûr pour influencer le niveau des taux d'intérêt à long terme, car celui-ci dépend des anticipations des agents sur l'évolution de la politique monétaire et donc de l'inflation, mais pour pallier un défaut transitoire de liquidité. Parmi les facteurs qui peuvent contribuer au bon fonctionnement des marchés figurent également la transparence et la sécurité des opérations. Les banques centrales peuvent notamment contribuer à la *transparence des marchés* du fait de leur impartialité, en publiant des taux de référence pour les échéances les plus courtes du marché monétaire, comme le taux de l'argent au jour le jour qu'elles sont d'ailleurs en mesure de contrôler puisqu'elles fixent les conditions d'accès aux réserves ; la banque centrale assure cette publication dans certains pays (France, Espagne, États-Unis). La Banque de France publie également les taux d'émission des titres de créances négociables. S'agissant de la *sécurité des opérations*, elle peut être améliorée en renforçant le cadre juridique entourant les activités de marché. La Banque de France a ainsi contribué à sécuriser le fonctionnement du marché monétaire de Paris en encourageant la substitution de la pension livrée aux opérations de réméré et de prêt en blanc. La banque centrale peut également être amenée à donner un avis sur les *caractéristiques de produits financiers* négociés sur des marchés organisés qui pourraient avoir une incidence sur l'efficacité de ses interventions sur les marchés monétaire ou de change. La Banque de France est ainsi consultée lors de la mise au point de nouveaux contrats. Elle est aussi représentée au conseil d'administration des deux entreprises de marché (SBF et Matif SA). Enfin, la banque centrale peut être invitée à donner son avis sur les *règles de fonctionnement des marchés*. C'est le cas en France depuis l'adoption récente de la loi de modernisation des activités financières.

Condition d'une intervention rapide permettant d'endiguer la propagation d'un risque systémique, les banques centrales se concertent avec les autorités de marché afin d'échanger des informations. En France, l'échange d'information est, en particulier, assuré à travers la présence de la Banque centrale dans les instances en charge de l'organisation des marchés : Conseil des marchés financiers (CMF) et Commission des opérations de bourse (COB).

2.2.2. La solidité des intermédiaires

2.2.2.1. Les conditions économiques d'exercice des activités d'intermédiation peuvent être plus ou moins favorables à la solidité des intermédiaires.

Ces conditions se rapportent notamment au degré de concentration du système bancaire, à la réglementation bancaire et à l'assurance des dépôts.

La relation entre solidité des intermédiaires et *degré de concentration* est controversée (Lambert et alii, 1997). Une forte concentration est *a priori* facteur de réduction de la concurrence et donc de profits élevés, ainsi que de moindre risque systémique (Aglietta et Moutot, 1993b). Mais, dans les faits, le lien entre concentration et profitabilité du secteur bancaire est ténu et, d'un point de vue théorique, on peut montrer qu'une contraction du système bancaire peut, sous certaines conditions, accroître le risque de défaillance des banques restantes et donc placer ces dernières dans une situation de plus grande fragilité, malgré une diminution de la concurrence (Dietsch et Pagès, 1993). À cet égard, l'expérience tend à montrer que la présence d'établissements ou de groupes généralistes constitue un élément stabilisateur au regard du risque systémique, tandis que les conglomerats financiers, structures souvent opaques pour les tiers et partiellement contrôlées, peuvent se révéler particulièrement fragiles.

La *réglementation bancaire*, justifiée par les asymétries d'information entre les banques et leurs clients et par le coût des faillites bancaires, peut, elle aussi, être un facteur d'affaiblissement de la concurrence. En effet, au-delà d'un certain niveau de contrainte, les obligations en matière de capital minimum ou les conditions d'ouverture de guichets peuvent constituer des « barrières à l'entrée ». Néanmoins, la surveillance de la composition du capital et de l'organisation de la gestion des établissements contribue à la solidité des intermédiaires ; cette mission est assurée, en France, par le

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI). Surtout, la réglementation des taux d'intérêt est de nature ambiguë : la réglementation des taux débiteurs peut conduire à une diminution des marges d'intermédiation et celle des taux créditeurs peut provoquer un « risque moral », les gestionnaires de banque étant moins incités à surveiller les risques encourus par les établissements lorsqu'ils engagent des ressources artificiellement bon marché ; dans les deux cas, il peut donc se produire *in fine* une fragilisation bancaire.

Enfin, l'*assurance des dépôts*, dont la justification est similaire à celle de la réglementation bancaire, participe en outre « à la gestion du risque systémique puisqu'elle fait en sorte qu'une difficulté locale (d'une banque) ne dégénère pas en problème global » (de Boissieu, 1996). Mal dessinée ou appliquée dans un contexte défavorable — faiblesse de la concurrence, situation des banques initialement fragile, bouleversement des conditions d'exercice des activités sous l'effet, par exemple, de l'ouverture de nouveaux champs d'intervention aux intermédiaires... —, elle aussi peut, toutefois, être source de « risque moral » et donc à terme de fragilisation bancaire.

2.2.2.2. Une surveillance prudentielle efficace est en toute hypothèse indispensable.

Compte tenu de la position centrale qu'occupent les établissements de crédit au regard du risque systémique, « la réglementation prudentielle constitue une excellente ligne de défense du prêteur en dernier ressort » (Trichet, 1995). L'efficacité de cette « ligne de défense » est conditionnée par son adaptation au développement des marchés et à l'innovation financière d'une part, par la qualité de la relation entre la banque centrale et l'autorité en charge du contrôle bancaire d'autre part.

Selon Padoa-Schioppa [1994], l'univers de la finance tend à voir s'effacer les frontières géographiques, institutionnelles et fonctionnelles, appelant une triple réponse de la part des autorités de contrôle prudentiel.

– Renforcement de la coopération entre contrôleurs bancaires tant dans le cadre européen que sous l'égide du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Le Comité de Bâle a, en particulier, élaboré dès 1975 un concordat pour le contrôle des implantations des banques à l'étranger, concordat qui a été périodiquement enrichi et renforcé jusqu'à l'établissement, en 1992, de normes minimales pour le contrôle de groupes bancaires internationaux et de leur implantation à l'étranger.

– Harmonisation internationale de la réglementation bancaire : dès 1988, le Comité de Bâle a instauré le « ratio Cooke » qui fixe une norme minimale de fonds propres sur base consolidée par les établissements de crédit en fonction de leurs engagements pondérés selon leur risque de crédit, ratio repris au niveau européen et complété par des normes relatives à la division des risques ; plus récemment, le Comité de Bâle a étendu le champ de l'harmonisation au-delà des principaux pays développés avec l'adoption en avril 1997 de « principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace » applicables, notamment aux pays émergents, à la mise en œuvre desquels le FMI et la Banque mondiale pourront apporter leur contribution.

– Extension du champ de l'harmonisation au-delà du champ des seuls établissements de crédit par la recherche d'une réglementation uniforme pour les risques de même type encourus par différents types d'institutions financières. Aussi la directive européenne sur l'adéquation des fonds propres de mars 1993 a-t-elle instauré à partir de début 1996 de nouvelles exigences de fonds propres visant à couvrir les risques de marché, qui s'appliquent tant aux établissements de crédit qu'aux entreprises d'investissement. De façon plus ambitieuse, le Comité de Bâle, l'Organisation internationale des commissions de valeurs et l'Association internationale des contrôleurs des assurances travaillent à l'élaboration de normes communes pour le contrôle des conglomérats financiers.

En outre, la réglementation prudentielle a cherché à s'appuyer davantage sur une discipline de marché, plutôt que de se développer contre le marché. Le « contrôle du contrôle », c'est-à-dire l'évaluation par les contrôleurs de la qualité des systèmes de mesure de risques et de contrôle interne, a ainsi pris une importance croissante tandis que les exigences en matière de divulgation de l'information étaient renforcées.

S'agissant de la relation entre autorités chargées respectivement de la politique monétaire et du contrôle prudentiel, les arguments théoriques en faveur de l'indépendance de chacun vis-à-vis de l'autre (éliminer les conflits d'objectifs entre politique monétaire et de contrôle bancaire, donner plus d'importance à la discipline de marché) sont contrebalancés par ceux à l'encontre d'une séparation totale (assurer la sécurité des systèmes de paiement par la gestion de la liquidité, prévenir le risque systémique grâce à la fonction de prêteur en dernier ressort) et, en pratique, les relations d'interdépendance des institutions sont plus courantes qu'il n'y paraît (Duquesne, 1997). Au surplus, comme dans le cas de la politique monétaire, « l'indépendance à l'égard des pressions extérieures — et avant tout des pressions politiques — est l'une des conditions essentielles d'un contrôle bancaire efficace : ce principe doit être complété par une coordination adéquate entre contrôle bancaire et politique monétaire (...), quel qu'en soit le cadre institutionnel » (Duquesne, 1997).

Volonté de réduire les risques — y compris les « risques moraux » — et de promouvoir la confiance, recherche de la transparence, meilleure prise en compte des aspects internationaux et des disciplines de marchés, nécessaire indépendance des institutions vis-à-vis des pressions extérieures, notamment politiques : la formulation des règles monétaires et prudentielles semble devoir de plus en plus emprunter des voies parallèles. Une fusion des deux domaines n'est pourtant pas en vue : celui de la politique monétaire est avant tout macro-économique, celui des politiques prudentielles d'abord micro-économique et l'on conçoit bien qu'une politique monétaire ne saurait se résumer à une politique bancaire.

BIBLIOGRAPHIE

Aglietta M., « La crise bancaire en France et dans le monde », *La Lettre du CEPII*, n° 155, mars 1997

Aglietta M. et Moutot P., « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 41, 1993a

Aglietta M. et Moutot P., « L'évolution des structures financières des grands pays et la prévention du risque systémique dans l'Union économique et monétaire », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 41, 1993b

Amable B., Chatelain J.-B. et de Bandt O., « Confiance dans le système bancaire et croissance économique », *Revue économique*, vol. 48 – n° 3, mai 1997

Angelini P. et Passacantando F., « Central Banks' Role in the Payment System and its Relationship with Monetary Policy and Banking Supervision », *Prudential Regulation, Supervision and Monetary Policy*, F. Bruni Ed., Università Commerciale Luigi Bocconi, Milan, 1993

Balstensperger E., « Central Bank Policy and Lending of Last Resort », *Prudential Regulation, Supervision and Monetary Policy*, F. Bruni Ed., Università Commerciale Luigi Bocconi, Milan, 1993

Banque des règlements internationaux, « Implementation and Tactics of Monetary Policy », *Conference Papers*, vol. 3, Bâle, mars 1997

Boissieu (de) C., « Libéralisation financière et politiques de contrôle prudentiel », *Turbulences et spéculation dans l'économie mondiale*, A. Cartapanis Ed., Economica, 1996

Bordes C., « Faillites bancaires et politique monétaire », *Revue d'Économie Financière*, n° 19, Hiver 1991

Dietsch M. et Pagès H., « Contagions et risque de faillite dans le système bancaire », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 41, 1993

Duquesne P., « Le rôle de la banque centrale dans le contrôle bancaire », intervention au séminaire du FMI sur « Banking Soundness and Monetary Policy in a World of Global Capital Markets », *Bulletin de la Commission bancaire*, n° 16, avril 1997

Edey M. et Hviding K., « Une évaluation de la réforme financière dans les pays de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n° 25, 2^e trimestre 1995

Folkerts-Landau D., Garber P. et Schoenmaker D., « The Reform of Wholesale Payment Systems and its Impact on Financial Markets », *Occasional Papers*, n° 51, Group of Thirty, Washington DC, 1996

Jaillet P. et Pfister C., « Du SME à la monnaie unique », *Économie et Statistique* n° 262-263, 1993

Lachand J., « Le système TBF », *Bulletin de la Banque de France*, n° 39, mars 1997a

Lachand J., « Les rapports récents adoptés par le Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement du Groupe des Dix », *Bulletin de la Banque de France*, n° 42, juin 1997b

Lagayette Ph., « Le rôle des banques centrales dans l'environnement actuel », *Revue d'Économie Financière*, n° 19, Hiver 1991

Lambert T., Le Cacheux J. et Mahuet A., « L'épidémie de crises bancaires dans les pays de l'OCDE », *Revue de l'OFCE*, n° 61, avril 1997

Lindgren C.-J., García G. et Saal M., « Bank Soundness and Macroeconomic Policy », FMI, Washington DC, 1996

Lucas Y., « Le système *Target* », *Bulletin de la Banque de France*, n° 35, novembre 1996

Mishkin F.-S., « What Monetary Policy Can and Cannot Do », intervention à la conférence organisée par la Banque nationale d'Autriche sur « Monetary Policy in Transition », Vienne, 17-19 novembre 1996

Nouy D., « Le risque systémique », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 40, 1992

Padoa-Schioppa T., « La régulation des marchés – L'avenir de la régulation face à l'expansion de la liberté des marchés », *Futuribles*, novembre 1994

Patat J.-P., « Les autorités monétaires face à l'instabilité et aux nouveaux risques du système financier », *Revue d'Économie Politique*, n° 5, 1988

Pfister C., « Déréglementation dans le domaine de la monnaie et du crédit ? », *Bulletin de la Banque de France* – supplément « Études », 3^e trimestre 1995

Pfister C., « French Monetary Policy : some Implementation Issues », *Implementation and Tactics of Monetary Policy*, *Conference Papers*, vol. 3, BRI, Bâle, mars 1997

Sèze (de) N., « Le risque de règlement dans les opérations de change », *Bulletin de la Banque de France*, n° 33, septembre 1996

Trichet J.-C., « La stabilité des marchés de l'argent – Le rôle des banques centrales », *Futuribles*, novembre 1994

Trichet J.-C., « Y a-t-il une montée des risques systémiques et comment y faire face ? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 20, août 1995

A N A L Y S E S

L'AMÉLIORATION- ENTRETIEN DU LOGEMENT – BILAN 1996 ET PREMIER TRIMESTRE 1997

La dégradation du volume d'activité observée en 1996 dans l'ensemble du bâtiment a été moins prononcée dans le secteur de l'entretien. Dans le logement (– 2,9 %), ce phénomène a, selon les statistiques du ministère de l'Équipement, été caractéristique : la construction neuve a affiché un repli sensible (– 4,4 %), tandis que l'amélioration-entretien ne connaissait qu'une érosion limitée (– 1,7 %).

Au cours du premier trimestre 1997, une quasi-stabilité de l'activité a été enregistrée par rapport au premier trimestre 1996. Les différentes mesures de soutien au secteur prises en 1996 ont continué d'avoir un impact positif. En outre, la nouvelle mesure de déduction fiscale applicable du 1^{er} janvier 1997 au 31 décembre 2001 a été bien accueillie, tant par les professionnels que les particuliers, en raison de sa simplicité et du large champ de travaux éligibles. Ces éléments peuvent laisser espérer une certaine croissance du courant d'affaires sur l'ensemble de l'année.

BRUNO RIZZARDO
Direction de la Conjoncture
Pôle logement

1. Bilan de l'année 1996

1.1. Évolution de l'activité

La dégradation du volume d'activité observée en 1996 dans l'ensemble du bâtiment a été moins prononcée dans le secteur de l'entretien. Dans le logement (-2,9 %), ce phénomène a, selon les statistiques du ministère de l'Équipement, été caractéristique : la construction neuve a affiché un repli sensible (-4,4 %), tandis que l'amélioration-entretien n'enregistrait qu'une érosion limitée (-1,7 %).

Le chiffre d'affaires de la profession est resté stable, d'une année à l'autre, à 140 milliards de francs. Comme en 1995, les travaux non aidés en ont représenté 86,4 %, contre 13,6 % pour les travaux aidés.

La comparaison des volumes d'activité trimestriels enregistrés à un an d'intervalle montre que la récession qui a marqué le début de l'année (-3 % au premier trimestre 1996, après -2 % au quatrième trimestre 1995), s'est infléchie favorablement dès le deuxième trimestre (-2 %) et s'est limitée à -1 % par la suite. Ce redressement a sans aucun doute été largement imputable, notamment à partir du second semestre, aux mesures de soutien prises par les pouvoirs publics, d'une part dans la loi de finances pour 1996 (prorogation des dispositions relatives à la réduction d'impôts pour grosses réparations afférentes à la résidence principale jusqu'au 31 décembre 1996), d'autre part en cours d'année : abaissement, entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 1996, du montant minimal des travaux d'entretien requis pour pouvoir bénéficier d'un prêt à taux zéro (PTZ) dans l'ancien ; abondement de 200 millions de francs de la prime à l'amélioration de l'habitat (PAH) ; extension, sous condition, des droits à prêt des plans d'épargne-logement (PEL) au financement de travaux d'amélioration-entretien de la résidence principale ; exonération du gain net imposable retiré des cessions de certaines valeurs mobilières effectuées entre le 1^{er} janvier et le 30 septembre ou le 31 décembre 1996 selon que le produit de la vente est réinvesti dans des travaux d'amélioration-entretien d'une résidence principale ou secondaire, ou dans la réhabilitation ou la rénovation d'un immeuble d'habitation.

L'opinion des chefs d'entreprise recueillie dans l'*enquête trimestrielle de la Banque de France sur le BTP*¹ corrobore ce profil d'évolution de l'activité sur l'ensemble de l'année. Au premier trimestre 1996, une accentuation du recul observé au quatrième trimestre 1995 a été enregistrée en raison de l'attentisme des donneurs d'ordre, tant publics que privés. Au deuxième trimestre, une reprise saisonnière a été signalée, qui n'a toutefois pas ramené le volume des affaires au niveau de la période correspondante de 1995. Alors que des retards étaient notés dans les investissements du secteur public, la demande des particuliers, stimulée par divers dispositifs, spécifiques (fiscalité, PEL) ou indirect (PTZ), enregistrait une reprise qui bénéficiait aussi bien à l'habitat individuel qu'au logement collectif. Cette évolution favorable s'est poursuivie au troisième trimestre, avant de connaître en fin d'année un tassement, attendu, sous l'effet de conditions climatiques défavorables.

Tout au long de l'année, l'activité a cependant été jugée en retrait par rapport à la période correspondante de 1995, tant pour le gros œuvre que pour le second œuvre. L'ampleur de cette dégradation, égale dans les deux corps d'état au premier trimestre, a par la suite toujours été estimée moindre pour le second œuvre, qui a bénéficié d'un redressement plus significatif, sous l'effet d'une reprise saisonnière plus importante.

¹ Cf. *Enquête mensuelle de conjoncture* (EMC) d'avril, juillet et octobre 1996 et de janvier 1997 (n° 145, n° 148, n° 150 et n° 153)

1.2. Répartition des aides publiques

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, une légère augmentation, par rapport à 1995, de la consommation totale des principales aides de l'État s'est produite en 1996 (+ 2,6 %). Les demandes se sont, en outre, inscrites en forte progression au quatrième trimestre 1996.

Malgré un taux de consommation en baisse (89 % en 1996, contre 98 % en 1995), la distribution des *primes à l'amélioration de l'habitat* (PAH), qui s'adressent aux propriétaires habitant leur logement construit depuis plus de 20 ans, a été stimulée par l'abondement de 200 millions de francs apporté en début d'année à la dotation initialement prévue dans la loi de finances pour 1996. Elle s'est finalement inscrite en hausse par rapport à 1995 (+ 30 %), pour atteindre 764 millions de francs, contre 586 millions en 1995, les crédits totaux mis à la disposition des directions départementales de l'Équipement (DDE) se montant à 860 millions de francs (dotation budgétaire abondée + reliquat de l'année antérieure). Elle a concerné environ 72 000 logements, contre 55 500 en 1995.

De même, la distribution par l'État de la *prime à l'amélioration du logement à usage locatif et à occupation sociale* (Palulos), réservée aux bailleurs sociaux (HLM, sociétés d'économie mixte, collectivités locales) a enregistré une hausse (+ 6 %), se montant à 1 500 millions de francs, contre 1 414 millions en 1995. La diminution de la dotation à la ligne, fongible, *prêts locatifs aidés* (PLA) – Palulos, s'est répercutée sur la consommation des seuls PLA. Au total, plus de 136 000 logements ont bénéficié de cette aide en 1996.

En 1996, la dotation budgétaire allouée à l'Agence nationale pour l'amélioration de l'habitat (ANAH), dont la mission est d'attribuer des aides pour l'amélioration du parc locatif privé destiné à l'habitation principale, a été ramenée de 2 475,5 millions de francs en 1995 à 2 110 millions (– 14,7 %). Selon cet organisme, le montant total des subventions engagées (y compris l'utilisation du reliquat de l'exercice précédent) a représenté 2 595 millions de francs (– 5 % par rapport à 1995, avec 2 731 millions de francs).

Par rapport au record de 1994 (54 170 unités), le nombre de dossiers agréés est en diminution : – 3,6 % en 1995, puis – 7,0 % en 1996, où il est revenu à 48 550 unités, niveau légèrement supérieur à 1992 (+ 4,0 %). De même, le nombre de logements subventionnés a suivi une évolution baissière : – 11,9 % en 1995 et – 11,6 % en 1996, année durant laquelle il a atteint 111 800 unités.

La répartition des subventions s'est faite principalement au bénéfice des propriétaires du secteur diffus (48,2 % des engagements pour 1 251 millions de francs), puis des *opérations programmées d'amélioration d'habitat* (OPAH) (33,3 % pour 865 millions) et des *programmes sociaux thématiques* (PST) (18,5 % pour 479 millions).

La baisse des crédits mis à la disposition de l'ANAH s'est répercutée sur les subventions accordées au secteur diffus. Leur part a, en effet, enregistré un recul, significatif, de presque 7 points en 1996, revenant de 55,0 % à 48,2 % (– 17,6 % en valeur).

Les subventions allouées au titre des OPAH, qui sont des programmes concertés entre une ou plusieurs communes, l'État et l'ANAH, se sont, en revanche, accrues (+ 10 % en valeur). Alors que le nombre d'OPAH nouvelles est relativement stable chaque année (187 en 1996), le cumul des opérations en cours tend à augmenter (649 en 1996). Le nombre de logements subventionnés a, par contre, légèrement diminué (– 3,2 % pour 27 500 unités).

Les PST, qui font l'objet d'une convention entre une collectivité locale, l'État et l'ANAH, ont également bénéficié de subventions plus élevées qu'en 1995 (+ 12,4 % en valeur). Après une baisse en 1994, le nombre de logements subventionnés est en hausse pour la seconde année consécutive (+ 2,4 % en 1996, après + 16,7 % en 1995).

Les logements construits avant 1948 ont reçu 89,1 % des subventions. Les opérations ont été majoritairement menées dans des communes rurales et de moins de 100 000 habitants (respectivement 31,4 % et 35,5 % des subventions, les communes de plus de 100 000 habitants en recevant 23,8 % et l'agglomération de Paris 9,2 %). Les opérations du secteur diffus ont été principalement réalisées dans des agglomérations ; les OPAH et les PST sont surtout intervenues dans des communes de moins de 100 000 habitants et en zones rurales.

1.3. Répartition des crédits utilisés par les ménages pour le financement des travaux d'amélioration-entretien du logement

Selon l'enquête sur les *centralisations de crédits nouveaux à l'habitat (CNH) en 1996*¹, le montant des crédits mis en force accordés aux ménages en 1996 pour des travaux d'amélioration-entretien de l'habitat s'est élevé à 32 395 millions de francs (+ 7,79 % par rapport à 1995) ; les *crédits non aidés* distribués sur ce marché ont représenté 32 385 millions (+ 8,05 %) et les *crédits aidés* seulement 10 millions de francs (- 87,65 % en raison de la suppression des PAP à partir du 1^{er} octobre 1995 et de la non-éligibilité directe de ce type de travaux au PTZ).

La part, au sein de l'ensemble des crédits, des mises en force consacrées à l'amélioration-entretien du logement a diminué (12,20 % après correction des renégociations², contre 14,12 % en 1995), cette contraction intervenant de façon très nette au second semestre. Elle s'explique par les reprises des ventes, enregistrées tant dans le logement neuf que dans l'ancien, qui ont fortement gonflé les mises en force des crédits afférents (respectivement + 24,13 % et + 29,27 % après correction des renégociations), tandis que l'évolution des mises en force de crédits pour les travaux d'amélioration-entretien connaissait une progression beaucoup plus limitée.

Il en a été de même pour la part, au sein des crédits non aidés, des mises en force consacrées à l'amélioration-entretien du logement (12,88 % après correction des renégociations, contre 15,30 % en 1995). Là encore, la progression des mises en force consacrées à l'amélioration-entretien a été plus faible que celles enregistrées pour le neuf (+ 44,46 %) et pour l'ancien (+ 27,42 % après correction des renégociations).

La part des mises en force de crédits aidés destinée à l'amélioration-entretien du logement, déjà négligeable en 1995 (0,48 %), a disparu courant 1996, en raison de la diminution rapide des reliquats de *prêts à l'accession à la propriété* (PAP). Ce type de travaux n'étant pas éligible en tant que tel au PTZ, il en résulte qu'aucune nouvelle mise en force de crédit aidé n'est désormais comptabilisée dans les centralisations CNH sous cette rubrique.

Deux types de crédits non aidés ont été surtout utilisés par les ménages : l'épargne-logement et les prêts libres non éligibles au marché hypothécaire.

La part de l'*épargne-logement* a atteint 46,82 % des mises en force en moyenne annuelle, mais a régressé jusqu'au second semestre avant de se stabiliser autour de 45 %.

Cette diminution s'est faite au bénéfice des *prêts libres non éligibles au marché hypothécaire*, dont la part a augmenté de plus de 4 points entre le premier trimestre (42,50 %) et le quatrième (46,66 %). Elle s'est établie à 45,32 % en moyenne annuelle.

Les mises en force de *prêts libres éligibles au marché hypothécaire* et de *prêts conventionnés* sur ce marché ont été stables, se situant respectivement à 5,31 % et 2,55 % en moyenne annuelle.

¹ Cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 40 (avril 1997) : « Les crédits au logement consentis aux ménages en 1996 »

² Cf. *Bulletin de la Banque de France* n° 42 (juin 1997) : « Les crédits au logement consentis aux ménages en 1996 – Évaluation du mouvement de renégociation et correction des statistiques »

1.4. Répartition du marché de l'amélioration-entretien du logement en fonction de la taille des entreprises

Les entreprises du BTP présentes sur ce secteur n'ont pas ressenti de la même façon la décélération de la baisse constatée tout au long de 1996. Les petites et moyennes entreprises (PME) et, surtout, les artisans ont bénéficié de l'atténuation régulière de la baisse d'activité, tandis que les grandes entreprises enregistraient, après un deuxième trimestre en progrès à un an d'intervalle, une rechute prononcée au troisième, puis plus modérée au quatrième.

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, environ 85 % des entreprises artisanales sont, en 1996 comme en 1995, intervenues sur le marché de l'amélioration-entretien du logement. En revanche, 65 % des PME déclaraient effectuer ce type de travaux au quatrième trimestre 1996, alors qu'elles étaient 72 % fin 1995. Enfin, la proportion de grandes entreprises présentes sur ce marché s'est située dans une fourchette comprise entre 40 % et 50 %, en baisse par rapport à 1995.

Par ailleurs, la part d'entreprises artisanales *spécialisées* dans ce type de travaux est restée assez stable, oscillant autour de 44 % au cours de l'année ; celle des PME s'est légèrement accrue, pour atteindre 8 % fin 1996.

Ces résultats contiennent cependant un biais du fait que nombre de PME sont des filiales de grandes entreprises ou sous-traitent des travaux pour leur compte.

2. L'évolution enregistrée au cours du premier trimestre 1997

Une quasi-stabilité de l'activité a été enregistrée par rapport au premier trimestre 1996, qui a confirmé l'atténuation de la baisse du courant d'affaires constatée au cours des trimestres précédents. Les différentes mesures de soutien au secteur prises en 1996 ont continué d'avoir un impact positif au premier trimestre 1997. En outre, la nouvelle mesure de déduction fiscale applicable du 1^{er} janvier 1997 au 31 décembre 2001 a été bien accueillie, tant par les professionnels que par les particuliers, en raison de sa simplicité et du large champ de travaux éligibles.

Les travaux non aidés et, dans une moindre mesure, l'effet de la quotité de travaux induite par l'acquisition d'un logement ancien au moyen d'un PTZ, ont notamment été à l'origine de cette relative amélioration qu'ils devraient continuer de soutenir. Par contre, le volume de travaux encouragés par des aides directes de l'État et de l'ANAH devrait régresser, sous l'effet de la diminution des dotations budgétaires : 600 millions de francs pour la PAH (-25,5 % par rapport à 1996), 1 715 millions pour les Palulos, soit environ 120 000 équivalents logements, 2 015 millions pour l'ANAH (-4,5 % par rapport à 1996). Fin mars 1997, une baisse des consommations était d'ores et déjà enregistrée par rapport au premier trimestre 1996 : -32,5 % pour la PAH, -60,4 % pour les Palulos et -10,4 % pour l'ANAH.

Les mises en force de crédits nouveaux affectés à des travaux d'amélioration-entretien du logement se sont montées à 7 245 millions de francs (+11,51 % par rapport au premier trimestre 1996, -18,27 % par rapport au quatrième trimestre 1996). Leur part, en hausse par rapport au quatrième trimestre 1996, s'est élevée à 12,02 % des mises en force de l'ensemble des crédits et à 12,64 % des seuls crédits non aidés, sous l'effet du recul plus important de la distribution de crédits nouveaux pour l'acquisition de logements neufs et anciens.

Le recours aux prêts libres non éligibles au marché hypothécaire a continué de se développer, puisqu'il a représenté 51,26 % des mises en force. Dans le même temps, la part de l'épargne-logement régressait de nouveau, revenant à 39,49 % des mises en force. Les prêts conventionnés et les prêts libres éligibles au marché hypothécaire ont vu leur importance sur ce marché s'accroître très légèrement et représenter respectivement 3,41 % et 5,84 % des mises en force.

Les entreprises artisanales ont encore montré une meilleure résistance que les autres entreprises sur ce secteur, entraînant, selon la Confédération de l'artisanat et des petites entreprises du bâtiment (Capeb), une hausse de l'activité au cours de ce premier trimestre 1997, par rapport, il est vrai, à un premier trimestre 1996 en chute sensible. Tous les corps de métier auraient profité de cette embellie, les travaux d'électricité et de sanitaire-chauffage ayant bénéficié de la plus forte amélioration.

Au total, le volume d'activité de l'amélioration-entretien du logement devrait, sur l'ensemble de l'année 1997, légèrement progresser par rapport à 1996 (de + 0,4 % à + 1,1 %, selon le ministère de l'Équipement).

REPÈRES

Chiffre d'affaires du bâtiment en 1996 (marché intérieur) : 456 milliards de francs, dont :

- *logement* : 251 milliards de francs (55,0 %) ;
- *bâtiments non résidentiels et travaux publics induits par l'activité bâtiment* : 205 milliards de francs (45,0 %).

Chiffre d'affaires du logement : 251 milliards de francs, dont :

- *construction neuve* : 111 milliards de francs (44,2 %) ;
- *amélioration-entretien* : 140 milliards de francs (55,8 %).

Chiffre d'affaires de l'amélioration-entretien du logement : 140 milliards de francs, dont :

- *travaux aidés, hors PTZ* : 19 milliards de francs (13,6 %) ;
- *autres travaux* : 121 milliards de francs (86,4 %).

Source : Ministère de l'Équipement – Direction des Affaires économiques et internationales, mars 1997 (données provisoires)

E N Q U Ê T E S

LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES EN FRANCE AU PREMIER TRIMESTRE 1997

Les résultats de l'enquête-titres pour le premier trimestre 1997¹ reflètent à la fois la poursuite de l'évolution favorable du marché des actions dans un contexte international porteur et l'atonie des cours des obligations malgré une bonne orientation pendant les deux premiers mois de l'année.

Le fait marquant du premier trimestre 1997, dans la continuité de l'année 1996, est l'accroissement très sensible des investissements en obligations étrangères recensés par les établissements français dépositaires de titres².

¹ L'enquête du premier trimestre 1997 a porté sur les opérations de la clientèle des informateurs (les plus grandes banques, les sociétés de bourse, la Caisse des dépôts et consignations, le Trésor public, La Poste et les caisses d'épargne), à l'exclusion de celles que les établissements font pour leur propre compte.

² Ces évolutions corroborent celles qui sont observées au travers de la balance des paiements, le niveau des acquisitions nettes d'obligations étrangères par des résidents, plus élevé dans la balance des paiements que dans l'enquête-titres (72,6 milliards de francs, contre 32 milliards) s'expliquant par la moindre exhaustivité de cette dernière enquête en ce qui concerne notamment les opérations réalisées par les établissements de crédit. Par ailleurs, les flux nets d'actions étrangères des résidents s'élèvent respectivement à + 4,5 milliards de francs et + 7 milliards en balance des paiements et dans l'enquête-titres.

L'examen, sur la même période, des principales évolutions sectorielles montre que :

- après correction des indices de cours, le *portefeuille des ménages diminue* ;
- *l'épargne investie en obligations françaises par les sociétés se développe à un rythme soutenu*. Par ailleurs, les sociétés marquent de nouveau un intérêt pour les titres d'OPCVM français, en particulier monétaires. En revanche, le portefeuille d'actions françaises détenu par les sociétés se contracte dans les mêmes proportions qu'au cours des trois derniers mois de 1996 ;
- dans le prolongement des trimestres précédents, les *entreprises d'assurance et les caisses de retraite continuent d'accroître leurs placements en obligations françaises et étrangères ; les non-résidents clients des dépositaires français se sont portés acquéreurs nets de titres français sur les différents marchés de valeurs mobilières*, tendance conforme à celle indiquée par la balance des paiements. Dans le portefeuille de ces derniers, les titres étrangers ont également progressé de manière significative ;
- le portefeuille des *OPCVM* augmente sensiblement.

À fin mars 1997, on dénombrait dans l'enquête *11,9 millions de comptes-titres de ménages, dont environ 2,7 millions de plans d'épargne en actions (PEA)*.

Le portefeuille moyen des ménages était de 159 000 francs, contre 147 000 francs environ un an plus tôt. Le montant moyen des PEA s'établissait à 86 000 francs, soit une augmentation de 9 % par rapport à fin décembre 1996.

L'enquête porte sur les opérations de la clientèle, à l'exclusion de celles que les établissements informateurs effectuent pour leur propre compte.

L'échantillon couvrait, à fin mars 1997, 57,4 % des actions françaises cotées, 84,7 % des obligations françaises et 78,3 % des titres d'OPCVM français (89,0 % des titres d'OPCVM monétaires).

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

Direction des Études et Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières

AVERTISSEMENT MÉTHODOLOGIQUE

L'objectif de l'enquête-titres est de décrire l'évolution conjoncturelle des comportements de placement en valeurs mobilières des différents secteurs économiques à partir d'informations provenant des comptes-titres conservés chez les principaux établissements français dépositaires.

Cette approche, résultant d'une démarche participative entre les établissements de crédit et la Banque de France, se différencie de facto du champ statistique servant de base à d'autres travaux quantitatifs comparables publiés par la Banque, notamment ceux de la direction de la Balance des paiements sur la détention des valeurs françaises par les non-résidents et des titres étrangers par les résidents. À cet égard, les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent au recensement de l'enquête-titres. À l'inverse, les valeurs étrangères détenues en France par des non-résidents ont logiquement leur place dans l'enquête-titres, alors qu'elles n'ont pas lieu d'être couvertes par la balance des paiements.

Par ailleurs, une différence de méthode réside dans le fait que l'enquête-titres comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille des cessionnaires, alors que, dans la balance des paiements, elles demeurent à l'actif du cédant.

1. Résultats globaux**1.1. Représentativité de l'enquête par rapport à la capitalisation boursière globale**

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1996	Mars 1997
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIÈRE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	57,0	57,4
Obligations françaises.....	84,3	84,7
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	78,3	78,3
OPCVM monétaires.....	88,3	89,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82		
Mise à jour le 2 juillet 1997		

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête est restée pratiquement stable pour toutes les catégories de valeurs.

1.2. Importance relative des actions françaises cotées et des obligations françaises dans l'enquête et dans la capitalisation boursière

STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE				
<i>(en pourcentage)</i>				
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Actions françaises cotées.....	31,5	34,2	40,5	43,4
Obligations françaises.....	68,5	65,8	59,5	56,6
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82				
Mise à jour le 2 juillet 1997				

Comme pour les enquêtes précédentes, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est de l'ordre de 9 points. Les actions émises au nominatif pur, conservées et gérées par les émetteurs, expliquent la sous-représentativité des actions cotées dans l'enquête en dépit de l'importance de l'échantillon sur lequel elle repose, dans la mesure où cette catégorie de titres n'est pas appréhendée par l'actuel circuit de collecte des informations constitué par les conservations des principaux établissements dépositaires de titres.

1.3. Évolution des portefeuilles selon les catégories de titres

ÉVOLUTION DES ENCOURS ET STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	2 247 280	2 539 528	13,0		
Françaises cotées.....	1 754 129	2 018 006	15,0	19,7	21,3
Françaises non cotées.....	190 305	169 202	- 11,1	2,1	1,8
Étrangères.....	302 846	352 320	16,3	3,4	3,7
OBLIGATIONS.....	4 457 507	4 584 029	2,8		
Françaises.....	3 812 678	3 879 945	1,8	42,7	41,0
Étrangères.....	644 829	704 084	9,2	7,2	7,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	2 169 570	2 279 054	5,0		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	853 776	871 897	2,1	9,6	9,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	496 835	509 117	2,5	5,6	5,4
OPCVM actions.....	213 245	242 605	13,8	2,4	2,6
OPCVM diversifiés.....	145 040	168 870	16,4	1,6	1,8
OPCVM garantis.....	84 269	92 250	9,5	0,9	1,0
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	<i>376 405</i>	<i>394 315</i>	<i>4,8</i>		
OPCVM monétaires.....	145 749	142 410	- 2,3	1,6	1,5
Autres titres d'OPCVM.....	230 656	251 905	9,2	2,6	2,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	44 716	52 028	16,4	0,5	0,6
TOTAL.....	8 919 073	9 454 639	6,0	100,0	100,0
Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse du trimestre (évaluation fraction courue du coup comprise, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un fait montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent au siège des sociétés.					
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 2 juillet 1997		

Au cours du premier trimestre 1997, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a augmenté de 6,0 % (+ 4,3 % au cours de la même période de 1996).

Pour les *actions françaises cotées*, l'augmentation enregistrée apparaît importante dans la continuité du trimestre précédent (respectivement 15,0 % et 8,6 %).

Pour les *obligations françaises*, la progression a été de 1,8 %, contre 2,8 % au trimestre précédent.

L'encours global des *titres d'OPCVM français* a augmenté de manière significative (+ 5,0 %) après une légère diminution au trimestre précédent (- 0,4 %). Au sein de cette catégorie, les titres d'OPCVM monétaires, obligations et actions ont progressé respectivement de 1,5 %, 2,5 % et 13,8 % (contre - 6,7 %, + 1,8 % et + 7,2 % au dernier trimestre 1996).

Pour les seules *Sicav*, toutes catégories confondues, les statistiques d'*Europerformance* indiquent des résultats moins favorables que ceux de l'enquête-titres : l'actif net a progressé de 2,2 % (contre - 5,0 % sur la dernière période de l'année 1996).

Un certain rééquilibrage est observé toutefois pour les *Sicav de trésorerie* entre les performances (+ 6,3 milliards de francs) et l'excédent des rachats sur les souscriptions qui apparaît beaucoup plus atténué qu'au cours du trimestre précédent (- 10 milliards). Les performances des *Sicav obligataires* ont compensé les revenus négatifs du trimestre (respectivement + 3,7 milliards de francs et - 3,3 milliards). Les bonnes performances des *Sicav actions et diversifiées*, ajoutées aux souscriptions nettes positives (30 milliards de francs et 7,5 milliards) ont permis une progression des encours de 13,8 % au cours du trimestre.

Les évolutions qui sont intervenues au premier trimestre 1997 ont quelque peu modifié la *structure de l'ensemble des portefeuilles* par rapport à ce qu'elle était à fin décembre 1996 au niveau des actions françaises cotées et des obligations françaises (respectivement + 1,6 point et - 1,7 point).

1.4. Évolution des marchés selon les catégories de titres

ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES					
<i>(capitalisation en milliards de francs)</i>					
	Capitalisation boursière (a)		Variation (en pourcentage)	Indices (en pourcentage) (b)	Enquête-titres (en pourcentage)
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Mars 1997/ Décembre 1996	Mars 1997/ Décembre 1996
	Actions françaises cotées.....	3 078	3 517	14,3	14,2
Obligations françaises.....	4 523	4 582	1,3	0,3	1,8
Titres d'OPCVM français (c).....	2 772	2 912	5,1	-	5,0
- OPCVM monétaires.....	1 132	1 140	0,7	-	1,5
Valeurs étrangères.....	-	-	-	-	11,7

(a) Sources : COB - Sicovam
 (b) Indice SBF 250 pour les actions françaises cotées et indice Crédit lyonnais pour les obligations françaises
 (c) Actif net des OPCVM

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

L'évolution de la valeur des portefeuilles pendant la période considérée résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes¹.

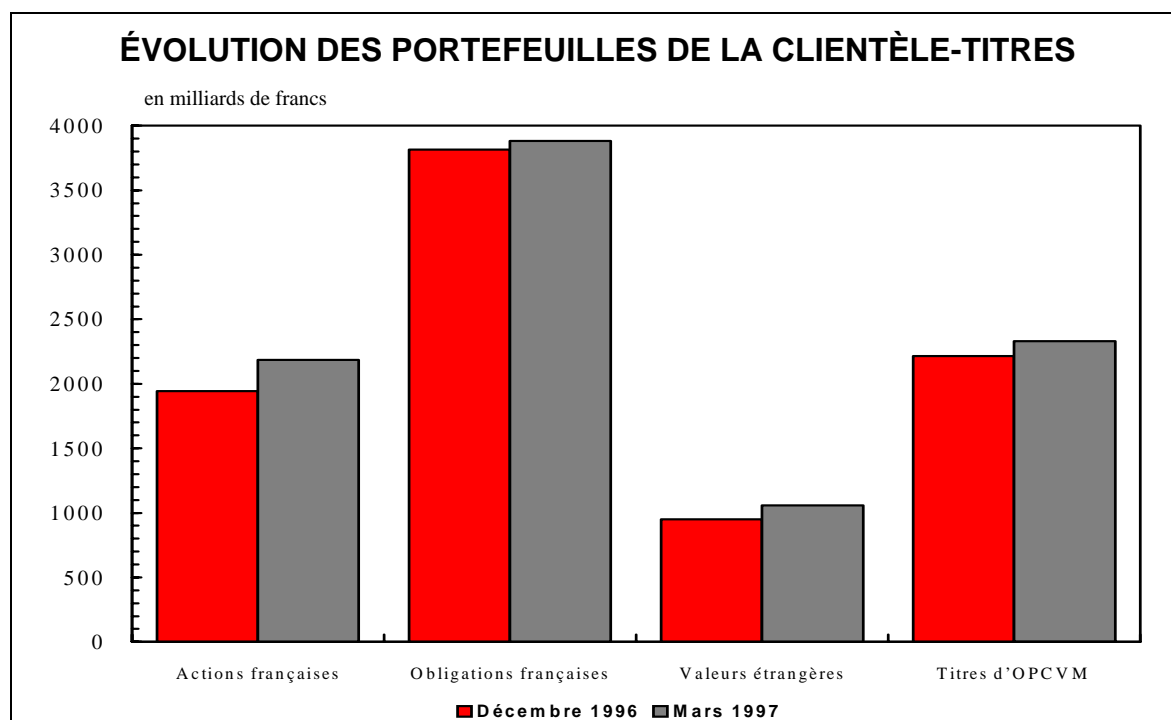
Au premier trimestre 1997, l'augmentation des portefeuilles d'actions françaises cotées dans l'enquête a été légèrement supérieure à celle de l'indice SBF 250 (respectivement + 15,0 % et + 14,2 %). Le solde des transactions sur ces valeurs semble donc avoir été positif. On observe, par ailleurs, une progression de la capitalisation boursière de 14,3 % au cours de la même période.

¹ Souscriptions + achats - ventes, pour les actions
 Souscriptions + achats - ventes - remboursements, pour les obligations
 Souscriptions - demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

Pour les *obligations françaises*, l'enquête-titres fait apparaître une augmentation des encours supérieure à celle de l'indice Crédit Lyonnais (+ 1,8 %, contre + 0,3 %). L'évolution des obligations dans l'enquête est à rapprocher également de celle de la capitalisation boursière (+ 1,8 %, contre + 1,3 %).

L'encours global des portefeuilles en *titres d'OPCVM français* recensés dans l'enquête ainsi que l'actif net de ces organismes¹ ont augmenté l'un et l'autre de 5,0 % (respectivement + 1,5 % et + 0,7 % pour les *titres d'OPCVM monétaires*).

On observe enfin, dans la continuité des années précédentes, une progression importante des valeurs étrangères dans l'enquête (+ 11,7 %).



2. Répartition des valeurs selon les groupes de porteurs

2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

Au premier trimestre 1997, l'augmentation globale des encours (+ 6,0 %) résulte de la progression, plus ou moins importante, des portefeuilles des groupes de porteurs. Les modifications les plus remarquables sont enregistrées par les non-résidents, clients des dépositaires français (+ 13,7 %), les OPCVM (+ 7,0 %) et les sociétés et les entreprises d'assurance et caisses de retraite (+ 6 % environ).

¹ Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

Le portefeuille des ménages

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS	433 866	478 037	10,2		
Françaises cotées.....	324 969	361 214	11,2	17,6	19,2
Françaises non cotées.....	41 854	42 549	1,7	2,3	2,3
Étrangères.....	67 043	74 274	10,8	3,6	4,0
OBLIGATIONS	532 707	523 529	- 1,7		
Françaises.....	511 131	502 007	- 1,8	27,7	26,7
Étrangères.....	21 576	21 522	- 0,3	1,2	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS ...	860 279	857 063	- 0,4		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	233 794	213 296	- 8,8	12,7	11,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	339 174	333 132	- 1,8	18,4	17,7
OPCVM actions.....	135 859	150 528	10,8	7,4	8,0
OPCVM diversifiés.....	38 659	43 606	12,8	2,1	2,3
OPCVM garantis.....	58 074	58 497	0,7	3,1	3,1
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	54 719	58 004	6,0		
OPCVM monétaires.....	16 981	17 171	1,1	0,9	0,9
Autres titres d'OPCVM.....	37 738	40 833	8,2	2,0	2,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	21 002	20 970	- 0,2	1,1	1,1
TOTAL	1 847 854	1 879 599	1,7	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 2 juillet 1997		

Le portefeuille des ménages (22 % des valeurs de l'enquête) a augmenté de 1,7 % au premier trimestre 1997. Les actions françaises cotées et les actions étrangères ont contribué à hauteur de 2,3 points à cette évolution.

Cependant, corrigés de l'évolution des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises cotées ont baissé de 3 % (- 2 % pour les obligations françaises).

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français se sont légèrement contractés (- 0,4 %, dont - 8,1 % pour les titres d'OPCVM monétaires et - 1,8 % pour les titres d'OPCVM obligataires et titres de créances, contre - 16,5 % et - 0,7 % au trimestre précédent). Les rachats sont à l'origine de la baisse des encours des titres d'OPCVM monétaires, qui représentent encore plus du quart (26,9 %) des titres d'OPCVM français détenus par les ménages.

Enfin, les titres d'OPCVM actions et diversifiés ont progressé de plus de 11 %, contre 5 % au quatrième trimestre de l'année 1996.

Ces diverses évolutions se sont répercutées sur la *structure du portefeuille des ménages*. Les obligations françaises et les titres d'OPCVM français ont perdu respectivement 1 point de détention au profit des actions françaises cotées (+ 1,6 point) et des actions étrangères (+ 0,4 point).

Dans le portefeuille des ménages, le PEA bancaire représentait 231,7 milliards de francs à fin mars 1997.

STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA AU 31 MARS 1997

	Encours des portefeuilles-titres		Encours des PEA		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres (en pourcentage)
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions.....	403 711	34,9	96 708	41,7	24,0
Obligations.....	501 984	43,3	35 231	15,2	7,0
Titres d'OPCVM « actions, diversifiés et garantis ».....	252 612	21,8	99 789	43,1	39,5
TOTAL.....	1 158 307	100,0	231 678	100,0	20,0

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Il ressort du tableau précédent que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions », « diversifiés » et « garantis » est nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 13 points), alors que l'inverse est observé dans le PEA (écart de 1,4 point au bénéfice des OPCVM « actions », « diversifiés » et « garantis »).

On remarque par ailleurs que, dans les portefeuilles-titres, l'importance des titres gérés sous dossier PEA est plus d'une fois et demie plus grande pour les titres d'OPCVM « actions », « diversifiés » et « garantis » que pour les actions gérées en direct (respectivement 39,5 % et 24,0 %).

Les portefeuilles des sociétés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	376 658	401 172	6,5		
Françaises cotées.....	223 009	240 282	7,7	19,8	20,2
Françaises non cotées.....	85 169	73 171	- 14,1	7,6	6,2
Étrangères.....	68 480	87 719	28,1	6,1	7,4
OBLIGATIONS.....	299 908	304 945	1,7		
Françaises.....	236 547	248 583	5,1	21,0	20,9
Étrangères.....	63 361	56 362	- 11,0	5,6	4,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	440 705	475 631	7,9		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	295 428	312 948	5,9	26,3	26,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	38 791	42 833	10,4	3,5	3,6
OPCVM actions.....	10 711	12 601	17,6	1,0	1,1
OPCVM diversifiés.....	20 916	24 496	17,1	1,9	2,1
OPCVM garantis.....	6 049	9 700	60,4	0,5	0,8
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	68 810	73 053	6,2		
OPCVM monétaires.....	44 591	45 088	1,1	4,0	3,8
Autres titres d'OPCVM.....	24 219	27 965	15,5	2,2	2,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	6 785	7 515	10,8	0,6	0,6
TOTAL.....	1 124 056	1 189 263	5,8	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 2 juillet 1997		

Les portefeuilles des sociétés (13,3 % des valeurs de l'enquête) ont poursuivi leur progression à un rythme plus soutenu qu'au trimestre précédent (+ 5,8 %, contre + 2,8 %).

Corrigés de l'évolution des indices de cours, les portefeuilles en obligations françaises ont continué de se développer (+ 4,8 %, contre + 6,8 % au trimestre précédent). À l'inverse, les actions françaises cotées se sont de nouveau contractées (en volume : - 6,5 %, contre - 4,9 % précédemment).

L'encours des titres d'OPCVM français a progressé de près de 8 % (- 1,4 % au trimestre précédent). Parmi ceux-ci, les titres d'OPCVM monétaires ont renoué avec l'évolution positive des quatre dernières années, qui avait été interrompue ponctuellement entre septembre et décembre 1996 (respectivement + 5,3 %, contre - 5,2 %).

La structure des portefeuilles des sociétés a subi peu de modifications au cours du trimestre sous revue.

Les portefeuilles des entreprises d'assurance et des caisses de retraite

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ENTREPRISES D'ASSURANCE ET DES CAISSES DE RETRAITE					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	196 059	225 911	15,2		
Françaises cotées.....	167 869	191 040	13,8	7,4	8,0
Françaises non cotées.....	3 692	4 878	32,1	0,2	0,2
Étrangères.....	24 498	29 993	22,4	1,1	1,3
OBLIGATIONS.....	1 653 200	1 741 891	5,4		
Françaises.....	1 428 329	1 480 415	3,6	63,3	61,8
Étrangères.....	224 871	261 476	16,3	10,0	10,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	400 998	417 564	4,1		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	89 731	87 584	- 2,4	4,0	3,7
OPCVM obligataires et titres de créances.....	63 592	67 740	6,5	2,8	2,8
OPCVM actions.....	51 773	58 947	13,9	2,3	2,5
OPCVM diversifiés.....	47 607	53 890	13,2	2,1	2,3
OPCVM garantis.....	13 775	15 453	12,2	0,6	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	<i>134 520</i>	<i>133 950</i>	<i>- 0,4</i>		
OPCVM monétaires.....	42 157	34 310	- 18,6	1,9	1,4
Autres titres d'OPCVM.....	92 363	99 640	7,9	4,1	4,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	5 430	9 443	73,9	0,2	0,4
TOTAL.....	2 255 687	2 394 809	6,2	100,0	100,0

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Dans le prolongement des trimestres précédents, les *portefeuilles d'entreprises d'assurance et caisses de retraite* (27,4 % des valeurs de l'enquête) ont continué de progresser au premier trimestre 1997 (+ 6,2 %, contre + 6,6 % précédemment).

Ainsi, corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'*obligations françaises* ont augmenté de 3,3 % et la progression des *obligations étrangères* est très significative (+ 16,3 %).

Cette évolution reflète l'importance des fonds collectés par les sociétés d'assurance (notamment dans le cadre de l'assurance-vie) et réinvestis en titres longs.

En volume, le portefeuille des *actions françaises cotées* est resté pratiquement inchangé, dans la continuité du trimestre précédent. On observe par ailleurs que les entreprises d'assurance et les caisses de retraite ont encore renforcé leurs encours en *titres d'OPCVM français*, à l'exception des titres d'OPCVM monétaires dont l'encours a fléchi de 7,5 %.

Dans le portefeuille des entreprises d'assurance et caisses de retraite, la *part relative* de chaque catégorie de titres est restée relativement stable au cours de la période considérée.

Les portefeuilles des associations et groupements divers

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	16 376	15 645	- 4,5		
Françaises cotées.....	10 208	9 951	- 2,5	6,2	5,6
Françaises non cotées.....	1 896	1 050	- 44,6	1,2	0,6
Étrangères.....	4 272	4 644	8,7	2,6	2,6
OBLIGATIONS.....	34 353	28 180	- 18,0		
Françaises.....	28 120	26 077	- 7,3	17,1	14,7
Étrangères.....	6 233	2 103	- 66,3	3,8	1,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	112 866	132 746	17,6		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	74 008	85 956	16,1	44,9	48,4
OPCVM obligataires et titres de créances.....	17 326	20 609	18,9	10,5	11,6
OPCVM actions.....	2 766	3 293	19,1	1,7	1,9
OPCVM diversifiés.....	4 606	5 378	16,8	2,8	3,0
OPCVM garantis.....	1 792	2 918	62,8	1,1	1,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	12 368	14 592	18,0		
OPCVM monétaires.....	8 846	10 699	20,9	5,4	6,0
Autres titres d'OPCVM.....	3 522	3 893	10,5	2,1	2,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 105	1 206	9,1	0,7	0,7
TOTAL.....	164 700	177 777	7,9	100,0	100,0

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Les portefeuilles des associations et groupements divers (2,0 % des valeurs de l'enquête) ont progressé de 7,9 % au premier trimestre 1997 ; les titres d'OPCVM français ont contribué à hauteur de 12 points à cette évolution.

En conséquence, la structure des portefeuilles des associations et groupements divers a subi quelques modifications au deuxième trimestre 1996 au bénéfice des titres d'OPCVM monétaires pour l'essentiel (+ 4 points) et au détriment des obligations françaises et étrangères (- 5 points).

Les portefeuilles des administrations publiques

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	42 778	53 822	25,8		
Françaises cotées.....	42 641	53 665	25,9	25,0	29,8
Françaises non cotées.....	9	9	0,0	0,0	0,0
Étrangères.....	128	148	15,6	0,1	0,1
OBLIGATIONS.....	55 372	44 388	- 19,8		
Françaises.....	53 549	42 475	- 20,7	31,4	23,6
Étrangères.....	1 823	1 913	4,9	1,1	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	72 613	81 972	12,9		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	30 552	34 701	13,6	17,9	19,3
OPCVM obligataires et titres de créances.....	8 628	10 535	22,1	5,1	5,8
OPCVM actions.....	1 963	2 013	2,5	1,1	1,1
OPCVM diversifiés.....	1 523	1 777	16,7	0,9	1,0
OPCVM garantis.....	1 700	1 898	11,6	1,0	1,1
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	28 247	31 048	9,9		
OPCVM monétaires.....	10 712	10 167	- 5,1	6,3	5,6
Autres titres d'OPCVM.....	17 535	20 881	19,1	10,3	11,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	20	23	15,0	0,0	0,0
TOTAL.....	170 783	180 205	5,5	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 2 juillet 1997

Les portefeuilles des administrations publiques (2,1 % des valeurs de l'enquête) ont progressé de 5,5 % au premier trimestre 1997.

L'augmentation des actions et des titres d'OPCVM a plus que compensé la diminution des obligations françaises.

Les titres d'OPCVM arrivent en tête dans la composition des portefeuilles des administrations publiques (environ 45 % des encours, contre 30 % pour les actions françaises cotées et 24 % pour les obligations françaises).

Les portefeuilles des non-résidents clients des dépositaires français ¹

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES NON-RÉSIDENTS CLIENTS DES DÉPOSITAIRES FRANÇAIS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	733 090	864 722	18,0		
Françaises cotées.....	677 582	810 728	19,7	55,5	58,4
Françaises non cotées.....	29 510	20 643	- 30,0	2,4	1,5
Étrangères.....	25 998	33 351	28,3	2,1	2,4
OBLIGATIONS.....	456 373	488 559	7,1		
Françaises.....	290 069	313 664	8,1	23,8	22,6
Étrangères.....	166 304	174 895	5,2	13,6	12,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	28 977	32 278	11,4		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	12 314	12 076	- 1,9	1,0	0,9
OPCVM obligataires et titres de créances.....	5 072	5 349	5,5	0,4	0,4
OPCVM actions.....	2 878	3 972	38,0	0,2	0,3
OPCVM diversifiés.....	2 832	3 838	35,5	0,2	0,3
OPCVM garantis.....	318	347	9,1	0,0	0,0
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	5 563	6 696	20,4		
OPCVM monétaires.....	1 461	1 547	5,9	0,1	0,1
Autres titres d'OPCVM.....	4 102	5 149	25,5	0,3	0,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 528	2 146	40,4	0,1	0,2
TOTAL.....	1 219 968	1 387 705	13,7	100,0	100,0

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Les portefeuilles des non-résidents, clients de dépositaires français, recensés dans l'enquête (15,9 % de l'ensemble des valeurs) ont augmenté de 13,7 % au premier trimestre 1997 (+ 12,5 % au quatrième trimestre 1996).

Corrigées de l'évolution des indices de cours, les *actions françaises* cotées ont augmenté de près de 5,5 % et les obligations françaises se sont accrues de près de 8 %. Les non-résidents, clients des dépositaires français, ont également développé de manière sensible la part des titres étrangers dans leur portefeuille.

La *part relative* des actions françaises cotées a progressé de près de 3 points au cours du trimestre, au détriment de celle des obligations.

¹ Cf. Avertissement méthodologique figurant en tête de l'étude

Les portefeuilles des établissements de crédit et assimilés

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	108 816	101 675	- 6,6		
Françaises cotées.....	63 006	57 246	- 9,1	8,9	8,0
Françaises non cotées.....	20 886	18 539	- 11,2	2,9	2,6
Étrangères.....	24 924	25 890	3,9	3,5	3,6
OBLIGATIONS.....	454 493	460 054	1,2		
Françaises.....	395 092	389 302	- 1,5	55,7	54,3
Étrangères.....	59 401	70 752	19,1	8,4	9,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	142 638	151 632	6,3		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	52 529	55 400	5,5	7,4	7,7
OPCVM obligataires et titres de créances.....	16 584	17 695	6,7	2,3	2,5
OPCVM actions.....	1 946	2 094	7,6	0,3	0,3
OPCVM diversifiés.....	21 703	24 744	14,0	3,1	3,5
OPCVM garantis.....	1 252	2 018	61,2	0,2	0,3
<i>Autres titres d'OPCVM.....</i>	<i>48 624</i>	<i>49 681</i>	<i>2,2</i>		
OPCVM monétaires.....	6 941	6 686	- 3,7	1,0	0,9
Autres titres d'OPCVM.....	41 683	42 995	3,1	5,9	6,0
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2 958	2 997	1,3	0,4	0,4
TOTAL.....	708 905	716 358	1,1	100,0	100,0

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Les résultats du tableau ci-dessus ne représentent que de façon partielle *l'évolution et la structure du portefeuille des établissements de crédit*, les portefeuilles propres de ces établissements n'étant recensés dans l'enquête que lorsqu'ils sont gérés par d'autres organismes.

Les *établissements de crédit* font actuellement l'objet de travaux statistiques en vue de l'intégration de leur portefeuille propre. Ces données seront disponibles d'ici à la fin de l'année 1997.

Les portefeuilles des OPCVM

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES OPCVM					
<i>(encours en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>					
	Encours		Variation (en pourcentage)	Structure	
	Décembre 1996	Mars 1997	Mars 1997/ Décembre 1996	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS.....	339 637	398 544	17,3		
Françaises cotées.....	244 845	293 880	20,0	17,2	19,2
Françaises non cotées.....	7 289	8 363	14,7	0,5	0,5
Étrangères.....	87 503	96 301	10,1	6,1	6,3
OBLIGATIONS.....	971 101	992 483	2,2		
Françaises.....	869 841	877 422	0,9	61,0	57,4
Étrangères.....	101 260	115 061	13,6	7,1	7,5
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS....	110 494	130 168	17,8		
<i>OPCVM « maison »</i>					
OPCVM monétaires.....	65 420	69 936	6,9	4,6	4,6
OPCVM obligataires et titres de créances.....	7 668	11 224	46,4	0,5	0,7
OPCVM actions.....	5 349	9 157	71,2	0,4	0,6
OPCVM diversifiés.....	7 194	11 141	54,9	0,5	0,7
OPCVM garantis.....	1 309	1 419	8,4	0,1	0,1
<i>Autres titres d'OPCVM</i>	23 554	27 291	15,9		
OPCVM monétaires.....	14 060	16 742	19,1	1,0	1,1
Autres titres d'OPCVM.....	9 494	10 549	11,1	0,7	0,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	5 888	7 728	31,3	0,4	0,5
TOTAL.....	1 427 120	1 528 923	7,1	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 2 juillet 1997		

L'encours total des OPCVM (17,5 % des valeurs de l'enquête) a sensiblement augmenté au cours du premier trimestre 1997 (+ 7,1 %, contre + 4,9 % au quatrième trimestre 1996).

En volume, les portefeuilles d'actions françaises cotées se sont accrus de 5,8 % alors que les obligations françaises, qui représentent 57 % environ des portefeuilles de ce secteur, n'ont progressé que de 0,6 %. Les titres étrangers — actions, obligations et titres d'OPCVM — et les titres d'OPCVM français se sont développés de manière considérable, amplifiant le mouvement observé précédemment (respectivement + 12,6 % et + 17,8 %, contre + 8,7 % et + 7,1 % au trimestre précédent).

La structure des portefeuilles des OPCVM s'est modifiée au cours du trimestre (+ 2 points de détention pour les actions françaises cotées et – 3,6 points pour les obligations françaises).

2.2. Répartition par groupe de porteurs des valeurs détenues par des agents autres que les établissements de crédit

Les tableaux ci-après indiquent dans quelle proportion chaque catégorie de titres recensés dans l'enquête est détenue par les différents groupes de porteurs autres que les établissements de crédit.

RÉPARTITION PAR GROUPE DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Actions					
	Françaises cotées		Françaises non cotées		Étrangères	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages	19,2	18,4	24,7	28,2	24,1	22,8
Sociétés	13,2	12,3	50,3	48,6	24,6	26,9
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	9,9	9,7	2,2	3,2	8,8	9,2
Associations et groupements divers.....	0,6	0,5	1,1	0,7	1,5	1,4
Administrations publiques	2,5	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Non-résidents	40,1	41,3	17,4	13,7	9,4	10,2
OPCVM	14,5	15,0	4,3	5,6	31,5	29,5
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	Titres d'OPCVM français				Titres d'OPCVM étrangers	
	OPCVM français		dont monétaires			
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages	42,4	40,3	26,7	24,2	50,3	42,8
Sociétés	21,7	22,4	36,2	37,6	16,2	15,3
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	19,8	19,6	14,0	12,8	13,0	19,3
Associations et groupements divers.....	5,6	6,2	8,8	10,2	2,6	2,5
Administrations publiques	3,6	3,9	4,4	4,7	0,0	0,0
Non-résidents	1,4	1,5	1,5	1,4	3,7	4,4
OPCVM	5,5	6,1	8,5	9,1	14,1	15,8
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 2 juillet 1997						

RÉPARTITION PAR GROUPE DE PORTEURS DES VALEURS DÉTENUES PAR DES AGENTS AUTRES QUE LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères		Décembre 1996	Mars 1997
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997		
Ménages.....	15,0	14,4	3,7	3,4	22,5	21,5
Sociétés.....	6,9	7,1	10,8	8,9	13,7	13,6
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	41,8	42,4	38,4	41,3	27,5	27,4
Associations et groupements divers.....	0,8	0,7	1,1	0,3	2,0	2,0
Administrations publiques.....	1,6	1,2	0,3	0,3	2,1	2,1
Non-résidents.....	8,5	9,0	28,4	27,6	14,9	15,9
OPCVM.....	25,5	25,1	17,3	18,2	17,4	17,5
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82					Mise à jour le 2 juillet 1997	

Selon les statistiques de la balance des paiements et du tableau des opérations financières (TOF), le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées serait d'environ 23 % de la capitalisation boursière à fin décembre 1995 (dernier chiffre connu), contre 35 % dans l'enquête. Il est de 41 % dans l'enquête à fin mars 1997.

L'écart entre ces deux estimations peut s'expliquer, du moins pour partie, par la relative sous-représentation actuelle des secteurs détenteurs résidents dans l'enquête-titres. En effet, on rappelle que celle-ci n'inclut pas pour le moment le portefeuille propre des établissements de crédit résidents, ni les actions émises au nominatif pur, qui sont vraisemblablement détenues dans leur grande majorité par des agents résidents. Ces éléments sont en cours de collecte et devraient pouvoir être repris prochainement dans l'enquête.

La répartition par groupe de porteurs des valeurs autres que celles détenues par les établissements de crédit s'est légèrement modifiée au premier trimestre 1997.

Les entreprises d'assurance et caisses de retraite, premiers détenteurs de valeurs mobilières, possédaient à fin mars 27,4 % des portefeuilles. Leurs placements dépassent de 6 points ceux des ménages (21,5 %) et de 10 points ceux des OPCVM.

Dans cette étude qui ne représente que 57,4 % de la détention des actions françaises cotées (cf. 1.1.), les non-résidents, clients des dépositaires français, arrivent en tête pour la détention de ces valeurs (41,3 %, contre 36,0 % à fin mars 1996) ; les ménages occupent la deuxième place (18,4 %), soit un niveau inférieur à celui de mars 1996 (- 2,4 points).

À fin mars 1997, les entreprises d'assurance et caisses de retraite détenaient 42,4 % des obligations françaises (contre 39,4 % à fin mars 1996).

Les titres d'OPCVM français sont détenus par les ménages à hauteur de 40,3 % (contre 46,0 % un an auparavant).

Au cours de la même période, les *sociétés*, deuxième détenteurs de ces valeurs avec 22,4 %, ont gagné environ 1 point de détention et les *entreprises d'assurance et caisses de retraite*, qui occupent la troisième place (19,6 %), ont un taux de détention supérieur de 2,2 points à celui de mars 1996.

En ce qui concerne la détention des *titres d'OPCVM monétaires*, on observe que les *sociétés* ont devancé les *ménages* dans la détention de ce type de valeurs depuis près d'une année.

Au premier trimestre 1997, les sociétés ont encore gagné 1,4 point de détention, leur part atteignant désormais 37,6 % (24,2 % pour les ménages).

2.3. Répartition par groupe de porteurs des valeurs d'État autres que celles détenues par les établissements de crédit

Parmi les obligations, les *valeurs d'État* (autres que celles détenues par les établissements de crédit), qui représentent 50 % des obligations recensées dans l'enquête à fin mars 1997¹, sont détenues essentiellement par les entreprises d'assurance et caisses de retraite (40,6 %), par les OPCVM (32,3 %), et les non-résidents, clients des dépositaires français (13,0 %)².

RÉPARTITION PAR GROUPE DE PORTEURS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT AUTRES QUE CELLES DÉTENUES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT (a)

	<i>(en pourcentage)</i>	
	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages.....	6,3	6,0
Sociétés.....	4,9	6,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	39,7	40,6
Associations et groupements divers.....	0,6	0,5
Administrations publiques.....	2,2	1,5
Non-résidents.....	12,3	13,0
OPCVM.....	33,9	32,3
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0

(a) Sous-échantillon

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

¹ Pour un sous-échantillon représentant lui-même 93 % des encours d'obligations

² Le taux de détention des emprunts d'État élaboré par la direction de la Balance des paiements (décembre 1996 : 8,5 % ; mars 1997 : 7,6 %) est différent de celui affiché par l'enquête-titres, principalement du fait du non-recensement actuel du portefeuille propre des établissements de crédit dans cette étude.

**2.4. Répartition par groupe de porteurs des titres d'OPCVM
autres que ceux détenus par les établissements de crédit**

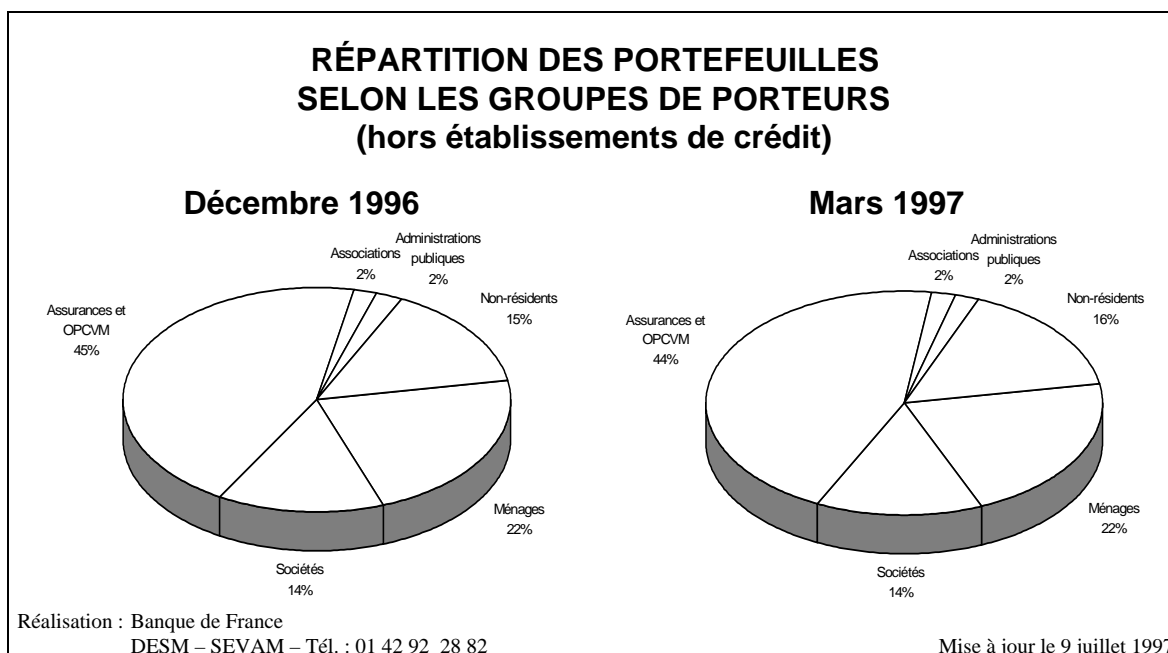
RÉPARTITION PAR GROUPE DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
<i>(en pourcentage)</i>						
	OPCVM « maison »					
	monétaires		obligataires et titres de créances		actions	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages.....	29,2	26,1	70,6	67,8	64,3	62,6
Sociétés.....	36,9	38,3	8,1	8,7	5,1	5,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	11,2	10,7	13,2	13,8	24,5	24,5
Associations et groupements divers.....	9,2	10,5	3,6	4,2	1,3	1,4
Administrations publiques.....	3,8	4,2	1,8	2,1	0,9	0,8
Non-résidents.....	1,5	1,5	1,1	1,1	1,4	1,7
OPCVM.....	8,2	8,6	1,6	2,3	2,5	3,8
TOTAL (hors établissements de crédit)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	OPCVM « maison »					
	diversifiés		garantis			
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages.....	31,3	30,3	70,0	64,8		
Sociétés.....	17,0	17,0	7,3	10,8		
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	38,6	37,4	16,6	17,1		
Associations et groupements divers.....	3,7	3,7	2,2	3,2		
Administrations publiques.....	1,2	1,2	2,0	2,1		
Non-résidents.....	2,3	2,7	0,4	0,4		
OPCVM.....	5,8	7,7	1,6	1,6		
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0		
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82						Mise à jour le 2 juillet 1997

RÉPARTITION PAR GROUPE DE PORTEURS DES TITRES D'OPCVM AUTRES QUE CEUX DÉTENUS PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT				
<i>(en pourcentage)</i>				
	OPCVM « non maison »			
	monétaires		autres titres d'OPCVM	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages.....	12,2	12,7	20,0	19,5
Sociétés.....	32,1	33,2	12,8	13,4
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	30,4	25,3	48,9	47,7
Associations et groupements divers.....	6,4	7,9	1,9	1,9
Administrations publiques.....	7,7	7,5	9,3	10,0
Non-résidents.....	1,1	1,1	2,2	2,5
OPCVM.....	10,1	12,3	5,0	5,0
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
	OPCVM étrangers		TOTAL OPCVM	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Ménages.....	50,3	42,8	42,6	40,3
Sociétés.....	16,2	15,3	21,6	22,2
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	13,0	19,3	19,6	19,6
Associations et groupements divers.....	2,6	2,5	5,5	6,2
Administrations publiques.....	0,0	0,0	3,5	3,8
Non-résidents.....	3,7	4,4	1,5	1,6
OPCVM.....	14,1	15,8	5,6	6,3
TOTAL (hors établissements de crédit).....	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82			Mise à jour le 2 juillet 1997	

À fin mars 1997, les ménages détenaient 40,3 % de l'ensemble des titres d'OPCVM (autres que ceux détenus par les établissements de crédit), contre 46,2 % un an auparavant (26,1 %, contre 35,5 %, pour les OPCVM monétaires « maison »¹ et 67,8 %, contre 75,0 %, pour les OPCVM obligataires et autres titres de créances).

Les sociétés, au deuxième rang des détenteurs des titres d'OPCVM, possédaient 22,2 % du sous-ensemble analysé, contre 21,1 % à fin mars 1996. Mais, comme cela a déjà été souligné, les sociétés occupent désormais le premier rang pour la détention des titres d'OPCVM monétaires « maison » (38,3 %, soit 3,7 points supplémentaires par rapport à mars 1996).

¹ OPCVM dont l'établissement est gestionnaire



2.5. Compte-titres moyen des groupes de porteurs

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS				
<i>(en francs)</i>				
	Ménages		Sociétés	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
Actions.....	35 824	40 335	1 204 465	1 261 377
Obligations.....	43 985	44 173	959 037	958 817
OPCVM.....	72 767	74 085	1 430 970	1 519 122
TOTAL.....	152 576	158 593	3 594 472	3 739 316

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

Mise à jour le 2 juillet 1997

Au 31 mars 1997, on dénombrait dans l'enquête 11 851 694 comptes-titres des ménages (- 2,0 % par rapport à décembre 1996), dont environ 2,7 millions de PEA (22,6 % du total des comptes-titres).

Le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires et les sociétés de bourse représentait 1,6 % du total, contre 30,3 % pour les trois grandes banques et 68,1 % pour les autres établissements.

Au premier trimestre 1997, le montant du compte-titres moyen des ménages a progressé de 3,9 % (+ 12,6 % pour la composante « actions » du compte-titres moyen).

À fin mars 1997, le compte-titres moyen des ménages s'élevait à 158 593 francs (contre 146 629 francs à fin mars 1996) ; à la même date, le PEA moyen était de 86 442 francs.

Le montant du compte-titres moyen des sociétés a progressé de 4,0 % au premier trimestre 1997 et de 21,8 % sur un an. Il s'élevait à 3,7 millions de francs à fin mars 1997 (contre 3,1 millions à fin mars 1996).

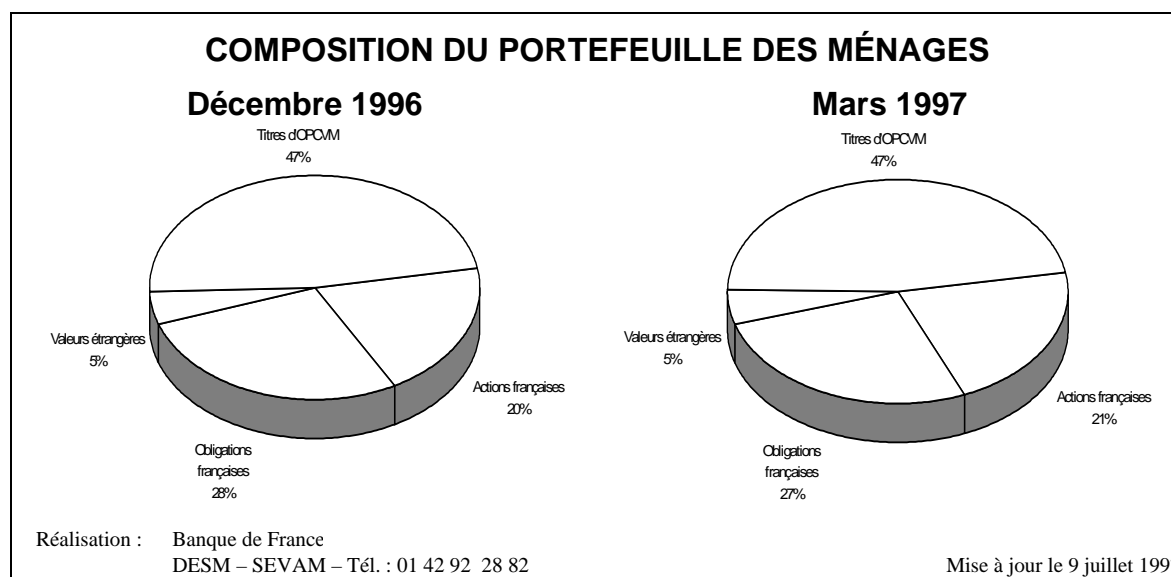
3. Structure du portefeuille des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires¹, dans les trois grandes banques et dans les autres établissements

Les tableaux ci-après font ressortir certaines particularités dans le comportement des sociétés et des ménages en matière de placements en valeurs mobilières, selon le type d'établissement dépositaire.

3.1. Structure du portefeuille des ménages

Quelques différences de structure apparaissent à fin mars 1997 dans les portefeuilles gérés par les différents groupes. *Les titres d'OPCVM sont toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire* (entre 42 % et 50 % à fin mars 1997), mais leur part relative a diminué en raison des désinvestissements ayant affecté les titres monétaires. Pour ces derniers, la part de détention s'est réduite d'environ 2 points chez les banques d'affaires, 1 point chez les trois grandes banques et chez les autres établissements.

À fin mars 1997, près de 37 % du portefeuille-titres est composé d'actions françaises cotées chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse. Cette part tombe à 23 % chez les trois grandes banques et à 14 % chez les autres établissements, au bénéfice de celle des obligations françaises.



¹ Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES MÉNAGES EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	33,5	36,6	21,9	23,1	12,5	13,9
Actions françaises non cotées.....	0,8	0,7	1,0	0,9	3,3	3,3
Actions étrangères.....	11,9	12,3	4,2	4,5	1,9	2,1
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	8,2	7,2	22,2	21,4	34,0	33,3
Obligations étrangères.....	0,8	0,6	0,4	0,5	1,6	1,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
<i>OPCVM « maison »</i>						
OPCVM monétaires.....	20,1	17,7	10,9	9,7	12,5	11,2
OPCVM obligataires et titres de créances.....	11,3	10,6	22,1	21,8	17,3	16,6
OPCVM actions.....	5,2	5,8	8,0	8,4	7,3	8,2
OPCVM diversifiés.....	3,5	3,9	3,1	3,5	1,3	1,3
OPCVM garantis.....	1,3	1,0	3,2	3,3	3,4	3,4
<i>Autres titres d'OPCVM</i>						
OPCVM monétaires.....	0,8	0,8	0,4	0,4	1,2	1,2
Autres titres d'OPCVM.....	1,0	1,2	1,0	1,1	2,8	3,0
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1,5	1,5	1,7	1,5	0,8	0,8
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82						
Mise à jour le 2 juillet 1997						

3.2. Structure du portefeuille des sociétés

Au premier trimestre 1997, la *part des obligations françaises des sociétés* s'est réduite chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse ainsi que chez les trois grandes banques. Elle a progressé, en revanche, chez les autres établissements.

Les *actions françaises et étrangères* sont majoritaires chez la clientèle des banques d'affaires et des sociétés de bourse (54 %). Elles occupent la deuxième place chez les trois grandes banques, après les titres d'OPCVM (44 % et 49 %). Elles arrivent en dernière position chez les autres établissements (13 %), derrière les obligations (36 %) et les titres d'OPCVM (51 %).

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES SOCIÉTÉS EN FONCTION DES GROUPES DE GESTIONNAIRES

(en pourcentage)

	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997	Décembre 1996	Mars 1997
ACTIONS						
Actions françaises cotées.....	33,5	34,2	18,5	18,8	10,5	10,2
Actions françaises non cotées.....	6,9	5,7	20,0	17,2	0,9	0,9
Actions étrangères.....	11,4	14,0	6,9	8,0	1,7	2,0
OBLIGATIONS						
Obligations françaises.....	23,1	20,9	9,1	5,8	26,4	28,6
Obligations étrangères.....	3,3	3,4	1,1	1,0	9,9	7,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
<i>OPCVM « maison »</i>						
OPCVM monétaires.....	15,3	14,5	33,4	36,6	30,2	30,1
OPCVM obligataires et titres de créances.....	2,3	2,3	3,9	4,3	4,0	4,2
OPCVM actions.....	0,5	0,6	1,6	1,8	0,9	1,0
OPCVM diversifiés.....	1,9	2,4	2,6	2,7	1,5	1,5
OPCVM garantis.....	0,3	0,7	0,7	1,4	0,6	0,6
<i>Autres titres d'OPCVM</i>						
OPCVM monétaires.....	0,6	0,7	0,8	0,9	8,3	7,7
Autres titres d'OPCVM.....	0,6	0,5	0,7	1,0	4,1	4,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	0,1	0,2	0,5	0,5	1,0	1,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

DESM – SEVAM – Tél. : 01 42 92 28 82

Mise à jour le 2 juillet 1997

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 591 déclarations
et portant sur la période du 1^{er} au 14 avril 1997)

Entre début janvier 1997 et début avril 1997, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont tous réduits. Sur un an, ils marquent tous également des baisses.

ÉVELYNE FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Entre début janvier 1997 et début avril 1997

1.1. La réduction des taux moyens des crédits aux entreprises s'est poursuivie

Les baisses de taux, qui ont concerné les prêts de toute nature tant à court terme qu'à moyen et long terme, se sont étagées de 0,31 point pour la catégorie « autres crédits à court terme » à 0,82 point pour l'escompte.

Le TBB, quant à lui, est resté stable à 6,30 %.

Entre fin janvier 1997 et fin avril 1997, le taux moyen au jour le jour a fléchi de 0,1 point.

Le TIOP à un mois a diminué de 0,03 point tandis que le TIOP à trois mois a progressé de 0,05 point.

**1.2. S'agissant des évolutions du coût des crédits
selon la nature des concours et les tranches de montant,
les réductions de taux ont été relativement sensibles
pour toutes les catégories**

Les baisses les plus marquées ont notamment concerné l'escompte d'un montant supérieur à 10 000 000 de francs (- 1,52 point) ainsi que les découverts compris entre 2 000 000 de francs et 10 000 000 de francs (- 1,33 point).

2. Sur un an, soit entre avril 1996 et avril 1997

**Les taux moyens des prêts aux entreprises
marquent tous des baisses comprises entre 1,55 point
pour les « Autres crédits à court terme »
et 2,32 points pour l'escompte.**

L'examen par montant fait ressortir que toutes les catégories ont connu une réduction sur un an, allant de 0,53 point pour les découverts d'un montant supérieur à 10 000 000 de francs à 2,77 points pour les autres prêts à court terme d'un montant compris entre 500 000 francs et 2 000 000 de francs.

Sur la même période, le TBB, qui se situait à 7 % durant l'enquête d'avril 1996, s'est réduit de 0,70 point.

Entre fin avril 1996 et fin avril 1997, le taux moyen au jour le jour s'est réduit de 0,70 point, le TIOP à un mois de 0,62 point et celui à trois mois de 0,60 point.

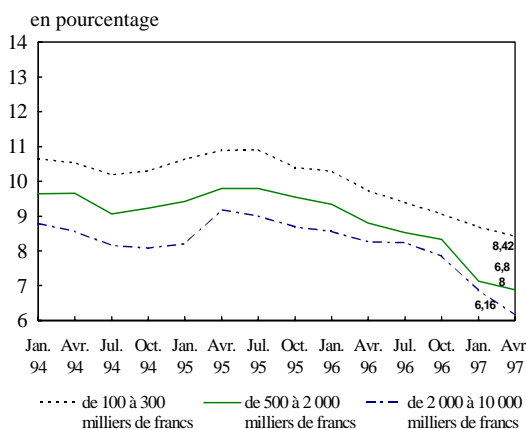
TAUX OBSERVÉS							
<i>(en pourcentage)</i>							
Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs						Ensemble (taux moyen)
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	9,18	8,42	7,61	6,88	6,16	(5,35)	6,37
Taux minimum.....	3,81	3,31	3,76	3,49	3,49	(4,30)	
maximum.....	12,33	12,33	11,30	12,25	9,90	(6,90)	
DÉCOUVERT							
moyen.....	10,29	8,67	7,65	6,74	6,07	(5,92)	6,67
Taux minimum.....	4,28	3,53	3,59	3,53	3,47	(3,55)	
maximum.....	13,53	13,53	13,50	13,53	12,80	(7,65)	
AUTRES COURT TERME							
moyen.....	7,71	7,57	6,55	5,77	5,33	5,31	5,46
Taux minimum.....	3,98	3,80	3,86	3,46	3,58	3,43	
maximum.....	12,33	12,30	9,80	9,55	10,30	10,50	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	6,50	6,35	5,97	5,85	5,28	(a)	5,78
Taux minimum.....	4,01	4,10	3,81	3,50	3,71	(a)	
maximum.....	9,85	9,85	9,85	8,70	7,50	(a)	

NB : Les taux issus de moins de 30 observations sont entre parenthèses.

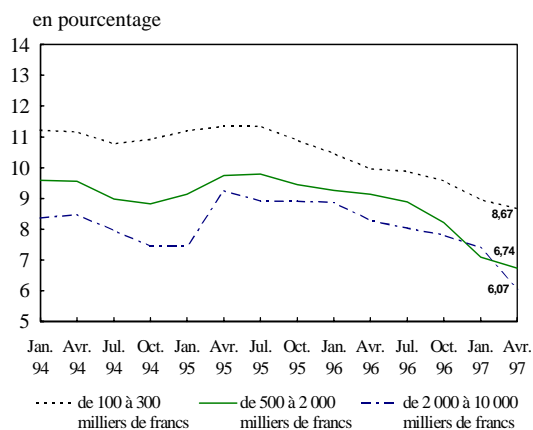
(a) Aucun crédit n'a été recensé pour cette catégorie durant la période sous revue.

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

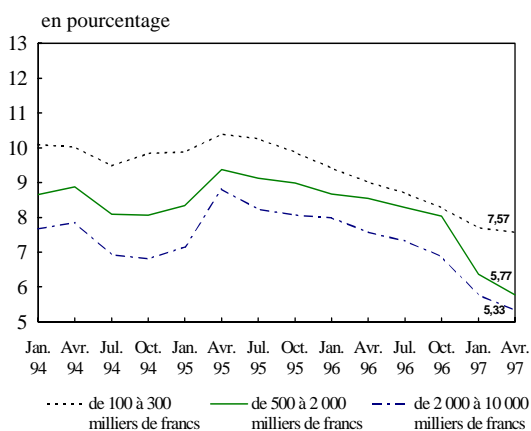
ESCOMPTE



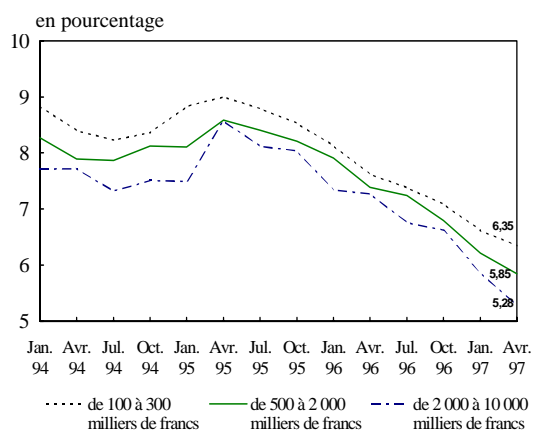
DÉCOUVERT



AUTRES COURT TERME



CRÉDITS À MOYEN ET LONG TERME



BULLETIN OFFICIEL

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement

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

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

Décisions de retrait d'agrément prises au cours du mois de mai 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)

- ♦ M-R Futures, société en nom collectif, Paris 9^e, 16 boulevard Montmartre, *(prise d'effet immédiat)*
- ♦ Société auxiliaire pour l'expansion de l'industrie et du commerce – Auxilex, SA, Paris 8^e, 4 Place des Saussaies, *(prise d'effet immédiat)*.

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

du 1^{er} au 30 juin 1997

Banque de France

***Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2007,
8,50 % octobre 2008 et TEC 10 janvier 2009
(Communiqué de la Banque de France)***

– en date du 3 juin 1997

Le jeudi 5 juin 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 20 milliards de francs et 22 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 25 juin 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 25 juin 1997, soit 18,38 francs par obligation.

2. OAT 8,50 % octobre 2008 de 2 000 francs. Jouissance du 25 octobre 1996. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 juin de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2008.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1996 au 25 juin 1997, soit 113,18 francs par obligation.

3. 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 25 juin 1997, soit 15,64 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 juin 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 jeudi 5 juin 10 heures 55 pour la première tranche de 10 % ;

– jusqu'au vendredi 6 juin 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
98,02	700 000 000	700 000 000	98,02
98,00	5 700 000 000	6 400 000 000	98,00
97,98	6 892 000 000	13 292 000 000	97,99
97,98	3 708 000 000	17 000 000 000	97,99
97,96	3 750 000 000	20 750 000 000	97,98
97,90	3 600 000 000	24 350 000 000	97,97
97,88	200 000 000	24 550 000 000	97,97
97,86	400 000 000	24 950 000 000	97,97
97,80	1 500 000 000	26 450 000 000	97,96
97,50	1 000 000 000	27 450 000 000	97,94
Prix limite retenu : 97,98 % (taux de rendement : 5,77 %) Demandes servies à ce prix limite : 65,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 97,99 % (taux de rendement : 5,77 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 30 avril 1997	Séance du 5 juin 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	16 340	13 292	- 3 048
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,76	5,77	0,01
– au prix moyen pondéré.....	5,76	5,77	0,01

OAT 8,50 % OCTOBRE 2008			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
121,26	500 000 000	500 000 000	121,26
121,24	2 550 000 000	3 050 000 000	121,24
121,22	1 225 000 000	4 275 000 000	121,24
121,22	1 225 000 000	5 500 000 000	121,23
121,20	2 000 000 000	7 500 000 000	121,22
121,18	450 000 000	7 950 000 000	121,22
121,16	400 000 000	8 350 000 000	121,22
121,14	100 000 000	8 450 000 000	121,22
121,10	1 100 000 000	9 550 000 000	121,20
121,08	1 200 000 000	10 750 000 000	121,19
121,06	400 000 000	11 150 000 000	121,19
121,00	200 000 000	11 350 000 000	121,18
Prix limite retenu : 121,22 % (taux de rendement : 5,88 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 121,24 % (taux de rendement : 5,87 %)			

OAT TEC 10 JANVIER 2009			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
101,84	550 000 000	550 000 000	101,84
101,82	3 300 000 000	3 850 000 000	101,82
101,80	2 800 000 000	6 650 000 000	101,81
101,78	1 150 000 000	7 800 000 000	101,81
101,76	650 000 000	8 450 000 000	101,80
101,74	650 000 000	9 100 000 000	101,80
101,72	300 000 000	9 400 000 000	101,80
101,70	3 000 000 000	12 400 000 000	101,77
101,66	200 000 000	12 600 000 000	101,77
101,64	300 000 000	12 900 000 000	101,77
101,62	100 000 000	13 000 000 000	101,77
101,60	800 000 000	13 800 000 000	101,76

Prix limite retenu : 101,82 %
 Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %
 Prix moyen pondéré des titres adjugés : 101,82 %

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 30 avril 1997	Séance du 5 juin 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	2 800	3 850	1 050

– *Résultat global de l'adjudication du 5 juin 1997*
 (Communiqué de la Banque de France en date du 6 juin 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 5 juin 1997, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 229 millions de francs pour les offres d'avant séance et 3 244 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 21 417 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 24 890 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	13 292	131	2 003	15 426
OAT 8,50 % octobre 2008	4 275	–	643	4 918
OAT TEC 10 janvier 2009.....	3 850	98	598	4 546
Total.....	21 417	3 473		24 890

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

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % avril 2002
et de 5,50 % avril 2007 en écus
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 10 juin 1997

Le jeudi 12 juin 1997, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

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

Les caractéristiques des OAT sont les suivantes :

1. OAT 6,75 % avril 2002 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 33,75 écus payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2002.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1997 au 26 juin 1997, soit 5,735 écus par obligation.

2. OAT 5,50 % avril 2007 de 500 écus. Jouissance du 25 avril 1997. Coupon annuel : 27,50 écus payable le 25 avril 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 juin 1997, soit 4,67 écus par obligation.

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 13 juin 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjudgé en séance pour chacune des lignes de titres.

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

OAT 6,75 % AVRIL 2002 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,86	120 000 000	120 000 000	106,86
106,84	85 000 000	205 000 000	106,85
106,82	100 000 000	305 000 000	106,84
106,80	95 000 000	400 000 000	106,83
106,78	85 000 000	485 000 000	106,82
106,76	60 000 000	545 000 000	106,82
106,74	30 000 000	575 000 000	106,81
106,72	45 000 000	620 000 000	106,81
106,70	100 000 000	720 000 000	106,79
106,60	50 000 000	770 000 000	106,78
Prix limite retenu : 106,84 % (taux de rendement : 5,11 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,85 % (taux de rendement : 5,11 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 10 avril 1997	Séance du 12 juin 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	265	205	- 60
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,35	5,11	- 0,24
– au prix moyen pondéré.....	5,34	5,11	- 0,23

OAT 5,50 % AVRIL 2007 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
95,88	10 000 000	10 000 000	95,88
95,86	10 000 000	20 000 000	95,87
95,84	5 000 000	25 000 000	95,86
95,50	5 000 000	30 000 000	95,80
95,48	30 000 000	60 000 000	95,64
95,46	55 000 000	115 000 000	95,55
95,44	60 000 000	175 000 000	95,52
95,42	55 000 000	230 000 000	95,49
95,42	55 000 000	285 000 000	95,48
95,40	140 000 000	425 000 000	95,45
95,38	80 000 000	505 000 000	95,44
95,36	80 000 000	585 000 000	95,43
95,34	65 000 000	650 000 000	95,42
95,32	80 000 000	730 000 000	95,41
95,30	95 000 000	825 000 000	95,40
95,28	20 000 000	845 000 000	95,39
95,24	10 000 000	855 000 000	95,39
95,20	150 000 000	1 005 000 000	95,36
95,18	40 000 000	1 045 000 000	95,36
95,10	30 000 000	1 075 000 000	95,35
Prix limite retenu : 95,42 % (taux de rendement : 6,13 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 95,49 % (taux de rendement : 6,12 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 7 mai 1997	Séance du 12 juin 1997	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	451	230	- 221
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,15	6,13	- 0,02
– au prix moyen pondéré.....	6,15	6,12	- 0,03

– *Résultat global de l'adjudication du 12 juin 1997*
 (Communiqué de la Banque de France en date du 13 juin 1997)

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % avril 2002 et 5,50 % avril 2007 en écus du 12 juin 1997, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor s'élève à 119 millions d'écus.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 435 millions d'écus.

Le montant nominal global des titres émis s'élève donc au total à 554 millions d'écus se répartissant comme suit.

(en millions d'écus)

	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
OAT 6,75 % avril 2002.....	205	58	263
OAT 5,50 % avril 2007.....	230	61	291
Total.....	435	119	554

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

**Journal officiel du 19 juin 1997 –
Seuils de l'usure applicables à compter du 1^{er} juillet 1997**

TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Taux effectif praticqué au 2 ^e trimestre 1997	Seuil de l'usure applicable à compter du 1 ^{er} juillet 1997
CRÉDITS AUX PARTICULIERS		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe	7,82	10,43
– Prêts à taux variable	6,64	8,85
– Prêts relais	7,89	10,52
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs	15,03	20,04
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs	12,96	17,28
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs	10,02	13,36
CRÉDITS AUX ENTREPRISES		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament	8,55	11,40
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable	5,79	7,72
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe	7,40	9,87
– Découverts en compte (a)	9,84	13,12
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans	8,37	11,16
<p><i>Note :</i> Les taux moyens ont été calculés à partir des données des enquêtes sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers effectuées par la Banque de France.</p> <p>(a) <i>Commissions de plus fort découvert :</i> ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1997 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois. La commission de plus fort découvert a été calculée à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.</p>		
<p>Sources : Journal officiel – Banque de France Réalisation : Banque de France Direction de la Conjoncture – SSC – Tél. : 01 42 92 49 43</p>		

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 1^{er} AU 30 JUIN 1997

JO DU 1^{er} JUIN

Arrêté du 30 mai 1997 relatif à la mise en extinction des primes à la construction convertibles en bonifications d'intérêt, des prêts spéciaux du Crédit foncier de France et des subventions complémentaires de l'État, accordés pour financer des logements destinés à l'accession à la propriété dans les départements d'outre-mer.

JO DES 2 ET 3 JUIN

Arrêté du 22 mai 1997 relatif aux aides de l'État pour la réalisation d'opérations groupées de logements sociaux en accession à la propriété.

Arrêté du 22 mai 1997 relatif aux aides de l'État pour la réalisation de logements d'insertion par les accédants à la propriété avec l'assistance d'un maître d'ouvrage.

Arrêté du 22 mai 1997 modifiant l'arrêté du 20 février 1996 relatif aux aides de l'État à l'acquisition-amélioration de logements à vocation très sociale et à l'amélioration des logements dans les départements d'outre-mer.

JO DU 12 JUIN

Décret n° 97-710 du 11 juin 1997 relatif aux attributions du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

JO DU 19 JUIN

Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 27 JUIN

Décret n° 97-731 du 26 juin 1997 portant relèvement du salaire minimum de croissance.

Arrêté du 25 juin 1997 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % 25 octobre 2007.