

COMMUNAUTES EUROPEENNES

COMITE MONETAIRE

**LA POLITIQUE
DU MARCHE OBLIGATAIRE
DANS LES PAYS DE LA CEE**

**Instrumentes existants et leurs applications
de 1966 à 1969**

**Rapport d'un groupe d'experts constitué par le Comité monétaire
Bruxelles – octobre 1970**

COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES,

COMITÉ MONÉTAIRE

LA POLITIQUE
DU MARCHÉ OBLIGATAIRE
DANS LES PAYS DE LA CEE

Instrumentes existants et leurs applications
de 1966 à 1969

SOMMAIRE

	<u>Page</u>
<u>INTRODUCTION</u>	1
 <u>PREMIERE PARTIE :</u>	
Procédures et instruments destinés à assurer l'équilibre des marchés obligataires dans les pays de la CEE	3
 <u>Chapitre I :</u>	
L'intervention des pouvoirs publics au stade de l'émission	5
A. Comparaison des objectifs et méthodes	5
1. Objectifs	5
2. Méthodes	6
B. Fondement légal et étendue des pouvoirs des autorités de tutelle des marchés pour des émissions publiques effectuées par des résidents	9
1. Principales caractéristiques des bases légales	9
2. Possibilités d'intervention sur le marché primaire par pays	10
C. Le contrôle des émissions au robinet et des émissions placées de manière privée ...	22
1. Les émissions au robinet	22
2. Les émissions placées de manière privée	26
D. Le contrôle des émissions dans les relations avec l'étranger	29
 <u>Chapitre II :</u>	
Instruments de régulation du marché secondaire	38
A. Possibilités d'intervention d'autorités publiques en vue de la régulation et du soutien des cours des obligations	38
B. Interventions de politique monétaire se répercutant sur le marché des valeurs à revenu fixe	40
C. Mécanismes de soutien des cours des obligations relevant de l'initiative privée ...	42
 <u>DEUXIEME PARTIE :</u>	
Analyse des politiques pratiquées par les Etats membres à l'égard de leurs marchés obligataires de 1966 à la mi-1969	47

Chapitre I :

Conception d'ensemble des politiques des pouvoirs publics à l'égard de leurs
marchés obligataires 49

Chapitre II :

Politique à l'égard de la demande intérieure de capitaux 53

Chapitre III :

Politique à l'égard de l'offre intérieure de capitaux 70

Chapitre IV :

Politique à l'égard de l'offre et de la demande de capitaux en provenance et à
destination de l'étranger 80

CONCLUSIONS 92

ANNEXE STATISTIQUE

LISTE DES MEMBRES

INTRODUCTION

Créé par décision du Comité monétaire du 30 octobre 1967 et composé d'experts désignés par les Etats membres et la Commission, le groupe de travail "Marchés des valeurs mobilières" a reçu pour mission de rassembler des informations concernant les conditions suivant lesquelles est réalisé l'équilibre du marché obligataire dans chacun des pays membres.

Le groupe a d'abord procédé à un inventaire des procédures et instruments destinés à assurer un tel équilibre. Puis, à partir d'octobre 1968, il a effectué une analyse des politiques pratiquées par les Etats membres à l'égard de leurs marchés obligataires de 1966 à la mi-1969. Cette analyse s'est appuyée sur une documentation statistique établie par un groupe restreint.

Les résultats de ces travaux ont été synthétisés dans un rapport en deux parties dont la première a été achevée à la fin de 1968 et la seconde au début de 1970 et qui ont été successivement transmises au Comité monétaire. Au cours de l'élaboration du rapport, et depuis son achèvement, des modifications appréciables dans les conditions de réalisation de l'équilibre sur les marchés obligataires se sont produites; il n'a pas été toujours possible d'en rendre compte. En effet, il est certain que l'évolution très rapide des marchés obligataires impose d'une manière générale aux autorités une adaptation permanente des instruments et procédures existants pour assurer leur équilibre et plus encore des changements dans les conditions d'utilisation de ces instruments. Cette adaptation a été particulièrement importante au cours de la période couverte par l'étude, fertile en événements politiques et monétaires qui ont profondément marqué l'évolution des marchés financiers, ainsi que la politique des autorités à leur égard.

Devant l'impossibilité de mettre à jour le rapport pour rattraper cette réalité mouvante, il a été jugé préférable d'arrêter les réflexions que comportent les deux parties du rapport aux dates auxquelles elles ont été chacune transmises au Comité monétaire en tenant compte des informations statistiques qui étaient alors disponibles. Toutefois, l'annexe statistique a pu être complétée dans une large mesure jusqu'à la fin de 1969.

La première utilité de ces travaux est sans doute d'avoir fourni l'occasion aux représentants des autorités nationales et de la Commission de procéder à des échanges de vues approfondis sur les conditions d'ajustement de l'équilibre des marchés obligataires et par là même d'améliorer la connaissance des mécanismes et la compréhension de leur utilisation. En effet cette amélioration des connaissances permet à chaque Etat membre de tirer parti plus facilement de l'expérience des pays partenaires et constitue un premier pas nécessaire pour tout rapprochement sur un plan communautaire.

Il est apparu en outre au Comité monétaire que l'intérêt de ces études comparatives justifiait leur diffusion en dehors des instances communautaires et des autorités nationales auxquelles elles étaient principalement destinées. Pour cette raison le Comité monétaire a décidé de publier ce rapport.

Les travaux du groupe ont démontré l'opportunité d'une coopération plus étroite dans l'élaboration des réformes de structure des marchés financiers et dans la mise en oeuvre des politiques des Etats membres à leur égard. Aussi le Comité monétaire a-t-il décidé, en approuvant le rapport, de maintenir en activité le groupe "Marchés des valeurs mobilières" et de lui confier une mission élargie à l'ensemble des problèmes des marchés financiers.

Le groupe aura notamment pour tâche :

- d'élaborer, à la demande du Comité monétaire, les avis qu'il serait amené à donner en ce domaine;
- de procéder à des échanges de vues périodiques sur l'évolution des marchés de la Communauté et leurs liaisons avec les marchés internationaux;
- d'examiner tous les aspects des politiques suivies par les Etats membres à l'égard des marchés financiers et les possibilités concrètes de promouvoir et de faciliter leur intégration progressive.

PREMIERE PARTIE

PROCEDURES ET INSTRUMENTS DESTINES A ASSURER
L'EQUILIBRE DES MARCHES OBLIGATAIRES DANS
LES PAYS DE LA CEE

(Octobre 1968)

Dans tous les pays membres, les pouvoirs publics se soucient d'assurer l'équilibre sur les marchés obligataires. Ils recourent à des instruments et à des procédures qui comportent des parts variables d'intervention des pouvoirs publics et d'autodiscipline des émetteurs. Elaborés après la grande crise, mais surtout après la seconde guerre mondiale, ces instruments et ces procédures ont été modifiés à l'intérieur de chaque pays où ils sont adaptés au cadre institutionnel.

En effet, la situation des marchés caractérisés après la guerre par une pénurie structurelle de capitaux due à un déséquilibre fondamental entre l'offre et la demande de capitaux à long terme, a évolué de telle sorte que les tensions apparaissent aujourd'hui dans la plupart des cas comme susceptibles d'être atténuées par un ajustement dans le temps de l'offre et de la demande et des conditions des émissions.

Par ailleurs, les pouvoirs publics de certains Etats membres ont modifié leurs méthodes de régulation des marchés à la lumière de leur expérience propre et de celle des autres pays en vue d'obtenir une meilleure efficacité. Alors que des options sensiblement différentes avaient été prises, résolument libérales dans certains pays, plus interventionnistes dans d'autres, les systèmes ont connu dans certains pays des modifications successives qui ont tendu à les rapprocher.

L'étendue des interventions des pouvoirs publics sur le marché ne peut toutefois être appréciée seulement à partir des textes légaux qui régissent leurs possibilités d'action; elle ressort plus précisément de l'examen de la pratique des interventions sur les marchés : dans certains cas les autorités n'ont en effet pas utilisé les pouvoirs dont elles disposaient; dans d'autres cas, elles ont agi par la persuasion et leur intervention a été plus profonde qu'il n'était permis de le penser, compte tenu des pouvoirs limités dont elles disposaient formellement.

Toutefois, il existe une difficulté particulière à décrire le système français. En effet, ce système a été radicalement modifié, dans le sens d'une libéralisation en avril 1968; mais en raison des événements survenus en mai dans ce pays, les émissions ont été partiellement suspendues pendant trois mois, de telle sorte que les nouvelles procédures n'ont été expérimentées que pendant une période assez brève. Il a donc été jugé utile, non seulement de décrire les principes et les modalités du système actuellement en vigueur, mais aussi de rappeler certains aspects du système tel qu'il existait avant la réforme d'avril 1968.

CHAPITRE I : L'INTERVENTION DES POUVOIRS PUBLICS AU STADE DE L'EMISSION

Le lancement d'une émission publique d'obligations est soumis dans tous les pays membres à certains contrôles garantissant au moins l'information des autorités de tutelle du marché et, le plus souvent, l'équilibre du marché.

Des différences substantielles existent néanmoins dans les objectifs de ces contrôles, dans leur fondement légal, et dans l'organisation de la procédure.

A. Comparaison des objectifs et méthodes

Bien qu'il soit très difficile de schématiser les ressemblances et les différences entre les objectifs des autorités des pays membres et les méthodes par lesquelles l'équilibre du marché y est assuré, on peut les résumer, sous réserve des explications plus détaillées et plus nuancées fournies plus loin pour chaque pays.

1. Objectifs

Les objectifs poursuivis par les autorités des pays membres de façon explicite ou implicite dans les faits sont les suivants :

- protection de l'épargne : tous les pays;
- élimination des surcharges temporaires du marché : tous les pays;
- stabilisation des taux de rendement : France, Italie, Pays-Bas;
- satisfaction prioritaire en fait des besoins du secteur public (1) : Belgique, Italie, France (surtout avant la réforme);
- satisfaction prioritaire des émetteurs internes par rapport aux émetteurs étrangers : tous les pays sauf l'Allemagne et le Luxembourg.

(1) Le secteur public doit être compris ici au sens large et inclut l'Etat, les collectivités locales, les institutions de crédit et les entreprises publiques et semi-publiques.

2. Méthodes

Pour parvenir à ces objectifs, les pays essaient d'obtenir un échelonnement des émissions plus ou moins rigoureux selon des méthodes qui peuvent être classées comme suit :

- établissement d'un calendrier par les pouvoirs publics : Belgique (pour les emprunts du secteur public), Italie, France (avant la réforme);
- établissement d'une concertation entre les pouvoirs publics et les banques : Pays-Bas, France (après la réforme);
- concertation séparée en vue de la détermination de l'ordre des émissions, d'une part au sein d'un comité des banques pour les émissions intérieures par série du secteur privé ainsi que pour les émissions étrangères en DM, et d'autre part au sein d'un comité des émetteurs publics pour les émissions du secteur public; fixation des conditions et des dates des émissions par les banques : Allemagne;
- fixation de la date des émissions par les banques de manière autonome : Luxembourg;
- possibilité d'utilisation de règles principalement destinées à la protection de l'épargne et permettant aussi éventuellement d'éviter une surcharge grave du marché : Allemagne, Belgique, Luxembourg;
- possibilité de limiter les émissions du secteur privé de manière administrative : France, Italie;
- possibilité de limiter les émissions du secteur public de manière administrative : tous les pays en période de crise.

En fait les méthodes utilisées par les pays membres apparaissent plus différentes en situation normale qu'en situation de crise sur le marché. En effet, même dans les pays où l'on compte sur l'autodiscipline des émetteurs et sur les lois du marché pour assurer la régulation de celui-ci, les autorités disposent de pouvoirs, qu'elles n'utilisent qu'en cas de tension grave, pour limiter les émissions du secteur public (Allemagne et Pays-Bas), voire l'ensemble des émissions du secteur public et du secteur privé (France).

D'autre part, bien qu'il existe une concertation dans trois pays pour l'échelonnement des émissions, elle revêt des modalités différentes.

En Allemagne, en temps normal, les émissions se font sans que l'Etat intervienne pour réglementer le montant ou le moment, non plus que les conditions. La décision appartient aux banques qui se règlent sur la situation du marché. Les tensions passagères sont, elles aussi, éliminées sans intervention de l'Etat, grâce à la discipline librement pratiquée par les emprunteurs.

Certains groupes d'émetteurs ont un organisme spécifique de concertation : le Comité central du marché des capitaux (Zentraler Kapitalmarktausschuss des Bankgewerbes, ZKA) pour les émissions du secteur privé placées par l'intermédiaire d'un consortium bancaire, et le Conseil conjoncturel (Konjunkturrat) pour les émissions du secteur public. Mais il convient de souligner que la concertation pour l'échelonnement des émissions est organisée séparément pour les émissions du secteur public et celles du secteur privé dans deux enceintes distinctes.

Les possibilités des pouvoirs publics d'influencer l'échelonnement des émissions sur le marché concernent exclusivement les émissions du secteur public en situation normale et leur action se limite à organiser la concertation des émetteurs publics entre eux.

En cas de perturbation exceptionnelle, ce qui ne s'est produit jusqu'ici qu'une fois, en 1965/1966, période où le volume des opérations avait baissé de près de 60 %, les autorités peuvent rationner la demande du secteur public (à condition qu'un décret à cet effet ait été publié auparavant) et freiner aussi dans une certaine mesure celle du secteur privé pour ce qui concerne les émissions publiques.

Toutefois, les placements privés qui sont importants (25 % du marché) ne sont pas soumis au contrôle des pouvoirs publics, même en situation de crise. Ces placements portent surtout sur des titres de créance (Schuldscheine), les principaux bailleurs de fonds étant les entreprises privées d'assurance : 2,4 milliards de DM en 1967, et ensuite sur des obligations nominatives dont le volume, représentant en 1967 10 % environ du volume total des émissions brutes d'obligations bancaires, était encore plus faible au cours des années normales antérieures (ce sont surtout les établissements de crédit immobilier qui se procurent des ressources supplémentaires au moyen des obligations nominatives).

En France, au contraire, après la réforme d'avril 1968, la concertation entre les pouvoirs publics et le Comité bancaire porte sur l'ensemble des émissions du secteur public comme du secteur privé.

En cas de tension grave, le ministre de l'économie et des finances peut utiliser ses pouvoirs pour différer ou suspendre toute émission.

Aux Pays-Bas, la Banque centrale a des possibilités d'influencer les banques surtout quant à la date et éventuellement quant aux conditions de réalisation des émissions publiques aussi bien pour les émissions du secteur privé que pour certaines émissions du secteur public.

En situation de tension, le gouvernement peut d'autre part, par une procédure relativement lourde, limiter la demande du secteur public sur le marché. Mais il n'existe pas de moyens de limiter la demande du secteur privé, sauf en agissant sur les banques par persuasion.

En toutes hypothèses, les placements privés qui sont plus importants que dans tous les autres pays de la CEE (4 fois les émissions publiques intérieures nettes au lieu de 1/4 ou 1/5 de celles-ci au maximum dans les autres pays), ne sont pas soumis au contrôle des pouvoirs publics, ce qui limite singulièrement la portée de celui-ci.

En Belgique et en Italie, où les pouvoirs publics influencent largement ou même déterminent l'échelonnement des émissions sans que les banques participent à ces décisions, il convient de remarquer que les émissions du secteur privé sont relativement faibles par rapport à celles du secteur public (État, entreprises publiques, institutions publiques de crédit). On explique ce phénomène non par un rationnement du secteur privé en vue de réserver les ressources du marché à la satisfaction prioritaire des besoins du secteur public, mais notamment par deux facteurs : d'une part il existe peu d'entreprises du secteur privé ayant une dimension suffisante pour accéder directement au marché; d'autre part, les entreprises qui le peuvent s'adressent de préférence à des institutions de crédit; celles-ci octroient des prêts bénéficiant de bonifications dont le coût est ainsi abaissé en dessous des conditions du marché des obligations. Or, étant donné la très large pratique des crédits bonifiés dans ces pays, de nombreuses entreprises y ont accès (1).

Il faut ajouter qu'en Italie, même en dehors de toute bonification, du fait que les emprunts du secteur privé sont soumis à l'impôt sur la richesse mobilière, tandis que ceux du secteur public en sont exemptés, les institutions publiques de crédit sont à même d'emprunter des capitaux sur le marché et de les prêter aux entreprises à un taux plus faible que si celles-ci s'adressaient directement au marché.

Par ailleurs, il existe en Belgique une importante demande latente du secteur public qui se traduit par des appels au marché tant que celui-ci est à même de les absorber; ceci contribue sans doute à écarter des émetteurs privés potentiels, sans qu'il soit besoin pour cela d'une décision formelle, ni même d'une recommandation des autorités de tutelle du marché.

(1) En France, le problème de la dimension minimum pour l'accès au marché a été résolu en partie par des emprunts groupés. Des prêts à taux d'intérêt inférieurs à ceux du marché existent également, mais sont moins largement accordés qu'en Belgique et en Italie.

Ainsi explique-t-on en Italie et en Belgique, par la structure de la demande de capitaux sur le marché, le fait que le calendrier des émissions soit fixé par les pouvoirs publics sans concertation officielle avec les banques. Ce calendrier tient compte, principalement, des projets d'émission du secteur public.

B. Fondement légal et étendue des pouvoirs des autorités de tutelle des marchés pour des émissions publiques effectuées par des résidents

1. Principales caractéristiques des bases légales

Il existe d'assez grandes différences dans le fondement légal des interventions des pouvoirs publics, leurs bases juridiques sont de trois sortes :

- Certains textes fondent explicitement des interventions des pouvoirs publics en vue de préserver l'équilibre du marché par un rationnement de la demande : c'est le cas en Allemagne et aux Pays-Bas seulement en situation exceptionnelle de déséquilibre pour la demande du secteur public exclusivement, en France seulement en cas de tension pour toutes les émissions, en Italie dans tous les cas pour toutes les émissions.
- Certains textes visent principalement à assurer la protection de l'épargne et peuvent être utilisés exceptionnellement ou régulièrement afin de préserver l'équilibre du marché en rationnant la demande du secteur privé : c'est le cas en Allemagne où ils n'ont été utilisés qu'une seule année (1966) et en Belgique où ils n'ont été utilisés qu'à certains moments et seulement de façon informelle, au Luxembourg où ils pourraient être utilisés de cette manière bien que cela ne soit encore jamais arrivé.

Dans ces pays, c'est moins l'usage effectif de ce pouvoir formel que les recommandations informelles adressées par les autorités qui sont dotées de ce pouvoir, qui constituent l'instrument de régulation du marché à l'égard des émissions du secteur privé.

- Enfin aux Pays-Bas, il existe une base juridique originale pour des interventions de la banque centrale à l'égard des émissions publiques : il s'agit d'un gentlemen's agreement conclu avec les banques, qui fonde des obligations d'information à l'égard de la banque centrale sur les projets d'émission et le pouvoir de recommandation de celle-ci quant à la date et aux conditions de réalisation des émissions.

2. Possibilités d'interventions sur le marché primaire par pays

Allemagne

a) Emissions du secteur privé et des communes

Les articles 795 et 808 a) du "BGB" (code civil) soumettent à autorisation toutes les émissions d'obligations au porteur ou à ordre, sauf celles du Bund, des Länder, des chemins de fer et postes fédéraux, du Fonds de péréquation. Les émissions des communes y sont par contre soumises, ainsi que les émissions étrangères faites et signées en Allemagne. L'autorisation est nécessaire également pour les émissions "continues" (obligations hypothécaires et communales des institutions de crédit foncier, et titres à moyen terme émis par les établissements de crédit en vue du refinancement de crédits d'investissement à moyen terme).

Cette procédure d'autorisation vise principalement à assurer la protection de l'épargne, mais peut aussi être utilisée exceptionnellement en cas de crise afin d'échelonner les émissions qui y sont soumises pour mieux les répartir dans le temps et assurer l'équilibre du marché.

Une loi du 26.6.1954 a précisé les compétences du ministère de l'économie dans cette procédure et a redonné leur plein effet aux dispositions de l'article 795, en remplaçant les lois de 1949 et 1952 sur la circulation des capitaux qui les avaient rendues caduques.

Néanmoins, il convient d'observer que ces pouvoirs conférés au ministère de l'économie n'ont été utilisés que de manière exceptionnelle en 1965-1966 pour espacer les émissions : il n'y a d'ailleurs pas eu décision formelle de suspension des émissions mais seulement un comportement d'attente, en accord avec les émetteurs, quant à l'octroi des autorisations.

Normalement les fluctuations temporaires du marché sont évitées par une concertation et une autodiscipline des intermédiaires participant au lancement des émissions, sans intervention des pouvoirs publics. Cette concertation est réalisée au sein du "ZKA" (Comité central du marché des capitaux) qui comprend 11 représentants des banques, dont 6 des établissements de crédit qui émettent leurs propres titres (en émission continue) et un représentant de la banque centrale à titre d'observateur qui informe le comité des projets d'émissions du secteur public.

b) Emissions du secteur public

Une loi du 8.6.1967, pour favoriser la stabilité et la croissance économique, a conféré au gouvernement fédéral certains pouvoirs d'intervention.

Cette loi a créé un "Conseil conjoncturel pour les pouvoirs publics" (Konjunkturrat für die Öffentliche Hand) qui réunit, sous la présidence du ministre fédéral de l'économie, des représentants du ministère fédéral des finances, des Länder, des communes ainsi qu'un observateur de la banque centrale.

En situation normale, ce Conseil conjoncturel se borne à être une enceinte de concertation et d'autodiscipline volontaire pour les émetteurs publics. Il examine les besoins de crédit du secteur public, évalue les possibilités du marché, puis formule des recommandations concernant l'offre de priorité et le montant des émissions des emprunteurs publics. En cela le Conseil conjoncturel tient compte de la priorité des besoins de financement du secteur privé, dont il a connaissance par les demandes d'autorisation adressées au ministère de l'économie et par les informations qui lui sont communiquées par le ZKA. Les conditions d'émission sont examinées par le Conseil conjoncturel seulement sur un plan général, leur fixation étant en principe réservée aux banques. Ainsi ce conseil officialise la procédure des "tables rondes" qui étaient déjà organisées par le ministère fédéral de l'économie depuis 1965, avec les mêmes participants et les mêmes objectifs.

En situation exceptionnelle de déséquilibre du marché, le gouvernement fédéral disposerait cependant de pouvoirs accrus d'intervention en vertu de cette loi. Il pourrait rendre obligatoire par arrêt les recommandations du Conseil conjoncturel et ainsi :

- limiter l'endettement du secteur public sous forme d'emprunt ou de crédit pendant une période déterminée;
- fixer le montant maximum et les conditions des emprunts;
- rendre obligatoire pendant 3 mois le calendrier des émissions.

Ces décisions devraient cependant être approuvées par le Bundesrat (deuxième chambre du Parlement).

La banque centrale intervient aussi à l'occasion des emprunts du Bund, des chemins de fer fédéraux, des postes fédérales et des Länder. Les émissions se font soit par l'intermédiaire de la banque soit en accord avec elle (article 20, paragraphe 2 de la Bundesbankgesetz). Comme la banque centrale est représentée d'une part au Conseil conjoncturel

et au ZKA et que d'autre part elle est en contact permanent, en raison de son activité, avec les banques et les bourses et qu'elle a ainsi une vue d'ensemble de la situation du marché des capitaux, elle peut exprimer des avis concernant la date, le volume et les conditions des emprunts publics. Dans ses avis elle tient compte des recommandations du Conseil conjoncturel.

c) Formalités à remplir avant l'émission

Pour l'obtention de l'autorisation au titre des articles 795 et 808 bis du BGB, l'émetteur introduit une demande auprès du ministère fédéral de l'économie en passant par le ministère compétent du Land où l'émetteur réside (généralement le ministère de l'économie du Land, mais parfois le ministère des finances du Land) qui donne un avis sur la solvabilité de la société ou l'endettement de la commune émettrice. Le délai jusqu'à l'octroi de l'autorisation est en général de trois semaines au plus; il peut cependant aller jusqu'à 5 ou 6 semaines lorsqu'il s'agit d'entreprises pour lesquelles l'examen de leur solvabilité demande plus de temps. Les frais sont minimes (0,025 % du montant de l'émission, avec un plafond de 2.000 DM). Une autorisation écrite est délivrée par le ministère fédéral de l'économie pour un an et renouvelée gratuitement en cas de besoin.

Belgique

a) Emissions du secteur privé

L'arrêté royal n° 185 du 9.7.1935 instituant la Commission bancaire, modifié par l'arrêté royal n° 67 du 30.11.1939 (article 8 e)) a instauré un contrôle de cet organisme sur les émissions du secteur privé.

Ce contrôle a pour but, outre la protection de l'épargne, de veiller à la réduction ou à l'échelonnement des émissions lorsque celles-ci sont de nature à déséquilibrer le marché des capitaux. A cette fin, la Commission bancaire adresse à la société émettrice et aux banques ayant introduit le dossier, des recommandations, compte tenu des informations dont elle dispose concernant les projets d'émission du secteur public et de la situation du marché. Si son avis n'est pas suivi, elle peut, par décision motivée, différer l'opération pendant 3 mois.

Elle adresse aussi des recommandations en matière de taux d'intérêt, en veillant à ce que les taux de rendement à l'émission des emprunts du secteur privé ne s'écartent pas trop de ceux du secteur public, ni des taux de rendement en bourse.

Il n'y a pas de problème de coordination entre la commission bancaire, qui contrôle les projets d'émission du secteur privé, et le ministre des finances qui établit le calendrier des émissions du secteur public, étant donné le volume relativement faible des émissions publiques du secteur privé par rapport à celles du secteur public (les premières représentant environ 15 % du total des émissions publiques nettes des années 1966-1967-1968). Il existe des contacts entre fonctionnaires pour des échanges d'information sur les projets d'émission.

b) Emissions du secteur public

La loi du 16 mars 1954 et les statuts des divers organismes paraétatiques qui comportent tous une clause selon laquelle leurs possibilités d'émission sont subordonnées à l'autorisation préalable du ministre des finances, lui donnent des possibilités d'action étendues quant à la fixation du calendrier.

Les emprunts des organismes paraétatiques doivent être aussi autorisés par leur ministre de tutelle.

Le ministre des finances dresse annuellement un tableau d'ensemble des besoins de l'Etat et des divers emprunteurs publics et établit en début d'année le calendrier des émissions en tenant compte du budget de l'Etat et de l'équilibre financier des divers organismes paraétatiques, de la capacité du marché, de l'évolution de la conjoncture et de la balance des paiements, des échéances d'amortissement des emprunts précédents. Il tient compte aussi des projets d'émission du secteur privé dont l'informe la commission bancaire. Les modifications du calendrier en cours d'année sont rares. Malgré le déficit structurel de l'Etat et les obligations d'amortissement, il subsiste néanmoins une certaine marge de souplesse.

Le ministre peut être assisté dans sa tâche de régulation du marché par deux organismes consultatifs :

- le Conseil des institutions publiques de crédit (statut de 1937 modifié par l'arrêté royal n° 18 du 25.5.1967) peut être consulté par exemple pour les conditions d'émission des organismes paraétatiques de crédit;

- le Conseil supérieur des finance (statuts modifiés par l'arrêté royal n° 17 du 23.5.1967) pourra être chargé d'assister le ministre dans l'élaboration et l'application des mesures de politique financière concernant les divers marchés des capitaux; mais il n'a pas encore été constitué.

En définitive le ministre des finances contrôle par son action non seulement la régulation à court terme du marché, mais aussi l'évolution structurelle des taux d'intérêt.

c) Formalités à remplir avant l'émission

Quiconque se propose "d'exposer en vente, d'offrir en vente ou de vendre publiquement soit des actions, des titres ou parts bénéficiaires de sociétés, soit des obligations" doit aviser la commission bancaire au moins 15 jours avant la date prévue pour l'émission des caractéristiques de l'opération envisagée, en joignant au dossier toutes les informations et documents comptables justificatifs requis en pareil cas.

La commission bancaire peut demander des informations complémentaires et adresser des recommandations à la société de manière informelle par des contacts avec ses dirigeants.

Si cet avis n'est pas suivi, elle peut, par décision motivée adressée par lettre recommandée, retarder l'émission pendant 3 mois maximum à partir de la date de la notification de cette décision de l'intéressé.

Les institutions paraétatiques transmettent leur demande au ministre des finances par l'intermédiaire de leur ministre de tutelle qui donne un avis.

France

a) Les pouvoirs du ministre de l'économie et des finances

La loi du 23.12.1946 (article 82) a instauré une procédure d'autorisation préalable par le ministre de l'économie et des finances pour "toute augmentation de capital sous quelque forme que ce soit, toute émission, exposition, mise en vente, introduction sur le marché en France, d'emprunts, d'obligations, actions et titres de collectivités publiques et sociétés françaises".

Ainsi pour les émissions supérieures à 250.000 FF, ce texte donne en fait au ministre le pouvoir de régler toutes les conditions de l'émission : date de réalisation, montant,

taux d'intérêt, prix d'émission, prix de remboursement, durée et modalités d'amortissement et avantages accessoires éventuels, et d'établir un calendrier des émissions, véritable instrument d'allocation des ressources selon les orientations du Plan.

Diverses décisions ministérielles (des 16.1.1958, 16.6.1958, 7.3.1959, 22.8.1963 et 7.1.1966) avaient cependant dispensé de l'autorisation préalable certaines opérations d'émission, en maintenant l'obligation d'informer le ministre, et son pouvoir d'ajourner ces émissions ou d'en modifier les conditions. Malgré ces assouplissements, toute émission d'obligation supérieure à 15 millions de FF restait soumise à autorisation préalable, et toute émission supérieure à 30 millions de FF devait être inscrite au calendrier.

Par une décision ministérielle du 18 avril 1969, le ministre de l'économie et des finances a renoncé à certaines prérogatives prévues par la loi de 1946, en supprimant l'obligation de demander l'autorisation pour toutes les émissions d'obligations et en maintenant une simple obligation de notification pour les émissions égales ou supérieures à 15 millions de FF.

Toutefois, il s'est réservé le droit de revenir sans formalité ni préavis sur cette réglementation plus libérale. Depuis cette réforme du marché des obligations, la procédure de 1946 n'a donc plus pour objet que de fonder le pouvoir discrétionnaire du ministre de différer ou suspendre les émissions en cas de tension grave sur le marché (droit de veto).

b) Le rôle des banques et du Comité bancaire

Le rôle des banques et les modalités de la concertation qui a été instaurée entre elles et le ministère de l'économie et des finances ont été précisés par une déclaration d'intention commune du ministre et des principaux établissements bancaires en mars 1968.

La fixation autoritaire par le ministre du calendrier et de toutes les conditions de l'émission qui était de règle avant cette réforme a été remplacée par une concertation entre le ministère et les banques, portant sur la programmation des émissions et sur le niveau général des taux à l'émission. Ainsi les dates, montants et conditions des émissions sont fixés en commun, mais en cas de conflit le ministre déciderait en dernier ressort (1). Cela vaut non seulement pour les émissions du secteur privé mais aussi pour celles des

(1) Il a été indiqué que lors de la crise du marché financier due aux événements de mai 1968, la suspension provisoire des émissions avait été décidée d'un commun accord par le ministre et les banques.

secteurs public et semi-public; leurs besoins sont encore considérés comme prioritaires, bien que les ajustements nécessaires aient en 1968 affecté d'abord les secteurs public et semi-public. En raison de la réforme des techniques de placement, l'émission des emprunts du secteur public dépend, dans une plus grande mesure qu'auparavant, de la bonne coopération des banques étant donné que celles-ci pourraient refuser désormais de prendre ferme une émission du secteur public dont le montant leur paraîtrait excessif ou les conditions inadaptées à la situation du marché (1).

L'unité de vue des banques et la concertation sont réalisées au sein du Comité bancaire, composé de représentants des trois banques nationalisées, de deux banques de dépôt non nationalisées et d'une banque d'affaires.

c) Formalités à remplir avant l'émission

Depuis la réforme d'avril 1968, les sociétés doivent simplement notifier au ministère de l'économie et des finances, 15 jours à l'avance, les projets d'émission, lorsque leur montant est égal ou supérieur à 15 millions de FF.

Aucune autre procédure écrite n'a lieu, mais un délai de deux semaines environ est nécessaire pour les contacts qui s'établissent entre les banquiers participant à l'émission et le ministère dans le cadre de la concertation.

Les émissions des secteurs public et semi-public sont soumises à l'autorisation par décret ou par arrêté ministériel suivant les cas, en vertu des dispositions particulières qui régissent les emprunts de l'Etat et de ses satellites ainsi que ceux des collectivités locales et des entreprises ou établissements publics.

Italie

Les pouvoirs conjoints des ministres du trésor, de l'industrie, du commerce et de l'artisanat, de la banque centrale, et du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne permettent de fixer toutes les conditions des émissions d'obligations et de canaliser les ressources vers les objectifs prioritaires de la politique économique poursuivie par le gouvernement.

(1) En fait, le volume des émissions des entreprises publiques a baissé pour la première fois depuis 10 ans au début de 1968, et la mise en oeuvre de la réforme a été accompagnée d'une hausse des taux de rendement à l'émission pour les adapter aux conditions du marché (d'environ 1/4 % pour les émissions des secteurs public et semi-public et d'environ 1/3 % pour les émissions non garanties par l'Etat) et d'une compression des commissions de placement des banques.

a) Fondements des interventions des autorités dans la procédure d'autorisation

Suivant la qualité de l'émetteur et les méthodes de l'émission, les compétences des diverses autorités sont quelque peu différentes.

La loi bancaire n° 375 du 13.3.1936 (articles 2, 44 et 45) subordonne à l'autorisation de la Banque d'Italie toutes les émissions de valeurs mobilières dans l'un des cas suivants :

- émission assurée par l'intermédiaire d'établissements de crédit soumis à la surveillance de la Banque d'Italie (sauf pour titres d'Etat et garantis par l'Etat);
- titres admis ou destinés à être admis dans une bourse italienne;
- toutes les émissions des établissements et institutions de crédit, sauf celles d'obligations hypothécaires (cartelle fondiaria) réalisées par les institutions habilitées à pratiquer le crédit foncier et celles réalisées par des institutions de crédit pratiquant le financement des travaux publics (cartelle opere pubbliche) et des institutions pratiquant le crédit agricole (cartelle agraria) assimilées au régime des cartelle fondiaria par des dispositions législatives particulières.

La loi n° 428 du 3.5.1955 subordonne à l'autorisation préalable des ministères du trésor, de l'industrie, du commerce et de l'artisanat, après avis du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne, les émissions des sociétés supérieures à 500 millions de livres.

Enfin, divers statuts et lois de certains organismes et collectivités réglementent leurs conditions d'émission :

- pour les collectivités locales (article 300 du texte unique de la loi communale et provinciale modifié par la loi n° 10 du 5.1.1950) : autorisation par les ministères du trésor et de l'intérieur, après avis de la Commission centrale des finances locales et du Conseil administratif provincial (Giunta);
- pour l'IRI : autorisation par la Banque d'Italie;
- pour l'ENI : autorisation par les ministres du trésor, de l'industrie, du commerce et de l'artisanat, et des participations de l'Etat, ainsi que par la Banque d'Italie;
- pour l'ENEL : autorisation du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne et de la Banque d'Italie;
- pour les offices autonomes de gestion (cinéma et établissements thermaux) : autorisation par décret des ministres du trésor et des participations de l'Etat, après avis du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne;

- pour les sociétés d'autoroutes : autorisation des ministères du trésor, de l'industrie, du commerce et de l'artisanat, de la Banque d'Italie et du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne;
- pour les sociétés financières prévues par lois spéciales : autorisation par le Comité interministériel pour le crédit et l'épargne.

b) Rôle des diverses autorités

Chaque autorité a une mission particulière que l'on peut brièvement caractériser de la manière suivante :

Le Comité interministériel pour le crédit et l'épargne, présidé par le ministre du trésor et comportant des représentants de tous les ministères précités susceptibles d'intervenir ainsi que de la Banque d'Italie, doit donner parfois son autorisation mais plus souvent un simple avis; il assume une mission de gardien de la stabilité des taux d'intérêt en arrêtant des directives générales concernant les conditions et modalités des émissions et en veillant, lorsqu'il intervient dans la procédure d'autorisation pour donner son accord exprès ou son avis, à ce que les rendements de titres analogues ne présentent pas de différences injustifiées.

Le ministère du trésor examine si les émissions peuvent être absorbées par le marché, compte tenu des besoins des administrations publiques, et a un rôle central dans l'instruction des demandes.

Les divers ministères de l'industrie, du commerce et de l'artisanat, des participations visent à orienter les ressources conformément aux développements souhaitables des investissements dans les divers secteurs.

La Banque d'Italie a une mission propre de protection de l'épargne et examine les émissions du point de vue juridique et technique ainsi que la situation financière des émetteurs. Mais elle a aussi, en vertu d'un mandat du ministre du trésor et du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne, la mission de fixer les dates et conditions précises de réalisation des émissions. En effet les émissions sont autorisées sans spécification de dates de réalisation et avec une certaine souplesse en ce qui concerne leurs conditions. C'est donc la Banque d'Italie qui arrête finalement, par délégation de pouvoirs, le calendrier des émissions et leurs caractéristiques. Elle entretient des contacts réguliers avec les demandeurs de fonds et les offreurs (les banques notamment) par des réunions trimestrielles informelles.

c) Organisation de la procédure d'autorisation

La loi ne précise pas la procédure suivant laquelle sont délivrées les autorisations d'émissions. Cependant la "pratique administrative" suivante s'est instaurée :

Les demandes soumises à la seule compétence des ministères sont présentées aux ministères de l'industrie ou du commerce et de l'artisanat qui les transmettent au ministère du trésor en lui communiquant directement leur accord. Le ministère du trésor instruit la demande en consultant la Banque d'Italie qui recueille obligatoirement l'avis du Comité interministériel pour le crédit et l'épargne.

Le ministère du trésor délivre ensuite l'autorisation demandée en mentionnant l'avis du Comité et l'accord des ministères de l'industrie, du commerce et de l'artisanat. Le défaut d'autorisation de l'un des ministères bloque la procédure.

Les demandes qui sont soumises aussi à la compétence de la Banque d'Italie suivent la même procédure, mais au moment où la Banque d'Italie transmet le dossier au Comité, elle fait savoir explicitement si elle a l'intention ou non de donner son accord. Si elle ne donne pas son accord, l'autorisation ministérielle peut néanmoins être délivrée, à condition que la société émettrice renonce à effectuer l'opération par l'intermédiaire des banques et (ou) à faire coter ses titres en bourse.

La procédure dure 2 à 4 semaines et son coût est négligeable (celui du papier timbré). Elle aboutit à une autorisation de principe de lancer un emprunt dans un délai variable de quelques semaines à plusieurs mois. La date et les conditions précises de réalisation de l'émission sont ensuite communiquées à l'émetteur par la Banque d'Italie.

Luxembourg

L'arrêté grand-ducal du 19.6.1965 instaurant un Commissariat au contrôle des banques a fixé les rôles respectifs du commissaire au contrôle des banques et du ministre du trésor dans leur mission de maintien de l'équilibre du marché (article 16) ainsi d'ailleurs que de protection de l'épargne (article 17) afin de rendre la loi sur les sociétés commerciales du 10.8.1915 plus efficace à cet égard.

Comme la Commission bancaire belge, dont l'exemple a inspiré sa création, le commissaire au contrôle des banques doit être avisé 15 jours avant une émission des conditions de l'opération et il peut adresser des recommandations à l'émetteur si une émission publique projetée est de nature à déséquilibrer le marché.

Si l'émetteur ne suit pas cet avis, le commissaire au contrôle des banques peut proposer au ministre du trésor de prendre une décision motivée qui peut être rendue publique. Une telle décision permet de retarder au maximum de 3 mois l'émission.

Il est à remarquer que le même pouvoir existe pour assurer la protection de l'épargne et que même dans ce cas, l'émission pourrait être retardée mais non interdite.

En fait jusqu'ici le commissaire au contrôle des banques a recueilli des informations mais n'a jamais usé de ses pouvoirs et les banques disposent d'une totale liberté de fixer la date et les conditions de réalisation des émissions.

Pour les émissions du secteur public, le ministre du trésor fixe indépendamment de toute autre autorité leur date d'émission, tandis que le commissaire au contrôle des banques veille à ce que, pendant cette période, elles ne soient pas entravées par des émissions du secteur privé.

Pays-Bas

a) Pouvoirs de la banque centrale

En situation normale, le pouvoir essentiel de régulation du marché appartient à la banque centrale en vertu d'un gentlemen's agreement conclu avec les banques en 1954. Cet accord, qui découle d'un échange de lettres entre la banque centrale et l'association des banquiers, stipule qu'avant de procéder à une émission publique de plus de 10 millions de florins, les banques, membres de l'association, en informeront la banque centrale. Celle-ci établit donc un calendrier des émissions et peut recommander de différer des émissions afin d'éviter des surcharges du marché et des hausses indésirables des taux; elle procède à des échanges de vues informels avec les différentes banques.

Bien qu'il n'y ait pas de sanction prévue pour le non-respect du gentlemen's agreement, celui-ci a en fait la même force qu'une loi car des dispositions réglementaires pourraient être prises au cas où il s'avérerait insuffisant.

La banque centrale applique ce gentlemen's agreement de manière autonome sous réserve :

- d'adapter son programme lorsque l'Etat veut recourir au marché;
- de tenir compte des besoins permanents des collectivités locales et de faire en sorte que la Banque des communes néerlandaises (Bank voor Nederlandsche Gemeenten) puisse procéder à des émissions publiques une ou deux fois par trimestre.

b) Pouvoirs du gouvernement

Le gouvernement contribue pour sa part à l'équilibre du marché en veillant à proportionner ses emprunts aux capacités du marché, afin d'accorder en principe la priorité aux besoins de financement de l'économie et des communes.

De plus, la loi de 1963 sur les dépenses des communes et des provinces permet au ministre des finances, en accord avec les ministres de l'intérieur et des communications et avec approbation postérieure par le Parlement, de limiter les emprunts des collectivités locales ou de leur imposer certaines formes dans des circonstances déterminées :

- l'article 4 de la loi permet au gouvernement, en cas de surchauffe conjoncturelle ou de menace de surchauffe, d'instaurer un plafond à l'endettement à plus d'un an des communes et organismes de droit public (sous forme d'emprunt public et sous toutes autres formes) pendant une durée d'un an au maximum, afin de limiter indirectement leurs investissements;
- l'article 5 permet par ailleurs au gouvernement, lorsque la tension sur le marché des capitaux est telle qu'elle peut soit mettre en danger l'approvisionnement des communes et organismes de droit public, soit avoir pour effet que cet approvisionnement reste inférieur au plafond fixé en vertu de l'article 4, de décider que les communes et organismes de droit public pourront contracter des emprunts à plus d'un an seulement auprès d'un ou plusieurs organismes désignés, essentiellement la Banque des communes néerlandaise. L'instauration d'un tel financement centralisé vise à pallier autant que possible les conséquences défavorables pour le financement des collectivités locales et organismes de droit public, d'une grave perturbation du marché financier.

Lorsqu'une surchauffe conjoncturelle coïncide en pratique avec une tension sur le marché des capitaux (ce qui n'est pas rare), un choix doit être effectué entre ces deux instruments qui ne peuvent être utilisés simultanément. En pratique, la centralisation des emprunts a été plus utilisée depuis 1965.

c) Organisation de la procédure de contrôle

En plus des contacts réguliers entre la banque centrale et les 4 ou 5 chefs de file habituels des syndicats d'émission, des contacts informels sont pris par les banques avant chaque émission. A cette occasion, la banque centrale peut leur adresser des recommandations officieuses concernant les conditions et les délais de réalisation de l'émission. Les banques fixent la date précise à l'intérieur d'un délai de 2 ou 3 semaines qui leur est indiqué. Il est rare que la banque centrale demande de réduire le montant de l'émission projetée aux entreprises privées et lorsque celles-ci doivent attendre plus de 2 mois, elles préfèrent s'adresser au marché privé auquel elles ont toujours une totale liberté d'accès (1) et qui est trois ou quatre fois plus important selon les années que le marché des émissions publiques. De ce fait, la régulation effectuée par la banque centrale ne porte que sur 1/5ème environ du marché total des emprunts à long terme.

C. Le contrôle des émissions au robinet et des émissions placées de manière privée

Ces émissions, dans tous les pays membres, sont soumises à des formalités plus simples que les émissions par grosses tranches.

1. Les émissions au robinet

Leur définition soulève quelques problèmes. Les titres émis de façon continue, ou par séries régulières, présentent des caractéristiques qui selon les pays, les rendent proches tantôt des obligations, tantôt des dépôts à terme. Malgré ces particularités, on peut considérer qu'ils font partie du marché des valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme dès lors qu'ils sont un moyen alternatif de financement pour l'émetteur ou de placement pour l'épargnant, et que l'évolution de ces émissions est souvent liée à celles de ce marché.

(1) Le taux de rendement sur ce marché privé est un peu plus élevé que pour une émission publique, mais les commissions de placement y sont plus faibles. Il convient de signaler la commission de prise ferme pour une émission publique (1 1/2 %), remarquablement faible par rapport à celles pratiquées dans les autres pays de la CEE.

Ces titres sont pris en considération dans le cadre de cette étude, même s'ils ne sont pas appelés obligations, dès lors qu'ils présentent toutes les caractéristiques suivantes : durée supérieure à 1 an, accessibilité pour le public, possibilité de mobilisation (même si c'est sur un marché particulier ou auprès de l'émetteur seulement), taux de rendement proche de ceux des obligations de même échéance. Il est évident toutefois que les taux de rendement des titres à moyen terme sont généralement inférieurs à ceux des titres de longue durée.

Allemagne

Les émissions au robinet revêtent une importance plus grande en Allemagne que dans les autres pays membres (deux tiers du montant des émissions publiques intérieures nettes de 1960 à 1968).

Les obligations hypothécaires (notamment pour le financement des prêts en faveur de la construction) et les obligations communales (pour le financement des prêts aux personnes morales de droit public, notamment les collectivités locales) sont de loin la plus importante catégorie d'émissions au robinet. Il s'agit d'obligations normales au porteur, cotées en bourse et de longue durée (pour une grande part de 20 à 30 ans mais également de 50 ans et plus). Ces obligations sont émises par les mêmes institutions : banques hypothécaires publiques et privées et organisations centrales des caisses d'épargne (Girozentralen).

Les émissions d'obligations hypothécaires et communales sont soumises à la procédure de l'article 795 BGB. Elles ne font pas l'objet de consultations au sein du ZKA bien que les banques hypothécaires y soient représentées. On doit noter cependant que la construction de logements est relativement sensible aux variations de taux d'intérêt, de sorte que les hausses de taux d'intérêt se répercutent sur les émissions d'obligations hypothécaires et aboutissent à leur limitation automatique en cas de tension sur les marchés. Les émissions d'obligations hypothécaires et communales ne font pas non plus l'objet de consultations au sein du Conseil conjoncturel, même lorsqu'elles servent au financement des pouvoirs publics. Toutefois, elles se ressentent indirectement des délibérations relatives au volume des besoins de crédit du secteur public. Aussi la lacune que représente l'absence de régulation de la plupart des émissions au robinet (en dehors de l'article 795 BGB), malgré l'importance particulière de celles-ci en Allemagne, n'est pas considérée comme grave et les instances compétentes ne voient pas la nécessité de prendre des mesures pour exercer un contrôle direct sur ces émissions.

Une deuxième catégorie d'émissions au robinet est constituée par des obligations à moyen terme émises notamment par les Girozentralen surtout pour le financement de l'industrie.

Bien que ces émissions soient théoriquement publiques, elles sont en fait surtout placées auprès d'investisseurs institutionnels. Ces titres sont soumis aux mêmes procédures que les obligations hypothécaires et communales.

Les "Kassenobligationen" émises, directement ou indirectement, par le Bund, les Länder, la poste et les chemins de fer constituent une troisième catégorie d'émissions au robinet. Ces titres sont également placés en premier lieu auprès d'investisseurs institutionnels. Les émissions de ces titres ne sont pas soumises à la procédure de l'article 795 BGB mais elles sont prises en considération lors de la concertation au sein du Conseil conjoncturel. Depuis la deuxième moitié de 1967, ces titres sont émis par adjudication (système "tender").

Belgique

Les émissions au robinet de sociétés privées (banques, caisses d'épargne, sociétés hypothécaires, sociétés de financement de ventes à tempérament) sont relativement importantes, mais d'un montant variant selon les années entre 30 et 55 % des émissions publiques intérieures nettes. Il s'agit de titres dont la durée peut varier de 1 à 20 ans mais le plus souvent à moyen terme (bons de caisse), non cotés en bourse mais négociables en marge sur un marché particulier et souvent mobilisables auprès de l'émetteur.

Les émissions publiques continues sont soumises au contrôle de la Commission bancaire qui les autorise pour un montant déterminé pendant les 12 mois à venir; elle doit être ensuite avisée de l'émission de chaque tranche. En cas de modification des conditions par l'émetteur en cours d'année, une nouvelle autorisation de la Commission bancaire est nécessaire. Les émissions au robinet du secteur public les plus importantes sont celles des institutions publiques de crédit et du Crédit communal de Belgique. Elles sont limitées par des plafonds annuels fixés par la loi, les statuts ou le ministre des finances. De plus dans la plupart des cas chaque tranche doit être autorisée par le ministre des finances.

France

Les seules émissions au robinet d'obligations à long terme (plus de 5 ans) sont les emprunts unifiés des collectivités locales. Ces emprunts sont soumis au contrôle du ministre de l'économie et des finances et du ministre de l'intérieur.

Il existe par ailleurs des émissions continues de titres à moyen terme (2 à 5 ans), accessibles au public, relativement importantes, notamment les bons du trésor et les bons de

la caisse nationale de crédit agricole qui sont considérés comme faisant partie des instruments d'épargne liquide et à court terme (1).

Toutes ces émissions échappaient à la discipline du calendrier avant la réforme d'avril 1968 et ne sont pas soumises à la "concertation" instituée à l'occasion de cette réforme.

Italie

Les émissions au robinet, qui représentent environ un sixième des émissions publiques intérieures nettes, sont limitées par divers plafonds.

Les titres fonciers "cartelle fondiaria" émis par les établissements habilités à pratiquer le crédit foncier sont des titres hypothécaires délivrés à celui qui emprunte pour construire; l'emprunteur les mobilise donc le plus souvent immédiatement sur le marché secondaire pour disposer des fonds nécessaires; il peut d'ailleurs aussi rembourser son emprunt avec ces titres. L'émission de ces titres n'est pas soumise à autorisation, mais est limitée à des plafonds - représentant 20 à 30 fois le capital social de l'établissement émetteur - qui sont généralement atteints. Un pouvoir de contrôle indirect sur ces émissions existe néanmoins du fait que ces établissements doivent obtenir l'autorisation d'augmenter leur capital pour augmenter leurs possibilités d'émettre des cartelle fondiaria.

Il existe aussi des "cartelle opere pubbliche", pour le financement des travaux publics et des "cartelle agraria" pour le financement de l'agriculture, titres émis par les sections spéciales de certaines institutions de crédit.

D'autre part, des titres "à séries ouvertes" sont émis par des organismes publics importants - IMI (Istituto Mobiliare Italiano), CCOP (Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche), ICIPU (Istituto di Credito per le Imprese di Pubblica Utilita) - après autorisation préalable de la Banque d'Italie pour des plafonds déterminés. L'utilisation de ceux-ci

(1) Il convient de noter que les taux de rendement de ces titres à moyen terme sont inférieurs à ceux des emprunts à long terme (septembre 1968 : 5,80 % au lieu de 7,40 %). Sans doute les autorités françaises n'ont-elles pas l'habitude de rapprocher ces titres des obligations, mais plutôt des dépôts à terme. Il a paru néanmoins préférable pour les besoins de l'étude de les inclure parmi les émissions de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme, afin de faciliter autant que possible les comparaisons avec les autres Etats membres dans la plupart desquels les titres à moyen terme ne sont pas distingués des titres à long terme, bien que leur taux de rendement soit généralement inférieur.

n'est pas réglementée, mais la Banque d'Italie ne délivre pas de nouvelle autorisation si la précédente n'a pas été intégralement utilisée ou engagée. Une nouvelle autorisation est nécessaire en cas de modification des taux d'intérêt pendant l'utilisation du montant autorisé.

Luxembourg

Au Luxembourg les émissions au robinet ne sont pas pratiquées.

Pays-Bas

Les principales émissions au robinet sont celles d'obligations hypothécaires effectuées par les banques hypothécaires et les banques de crédit maritime. Ces banques n'étant pas membres de l'Association des banquiers qui a conclu avec la banque centrale le gentlemen's agreement, celui-ci ne s'applique pas à leurs émissions. Mais les émissions de titres hypothécaires, pour importantes qu'elles soient, le sont moins qu'en Allemagne et en Italie.

Des bons d'épargne à moyen terme (entre 3 et 6 ans) émis par les banques et cotés en bourse sont offerts au public à des taux de rendement voisins de ceux des obligations, mais d'importance relativement faible. Ces émissions sont théoriquement soumises au contrôle de la banque centrale, mais l'autorisation est normalement accordée.

La Banque des communes néerlandaises procède à des émissions de bons d'épargne (ayant une durée de 10 ans en général) qui ne peuvent être limitées qu'indirectement par le gouvernement (1).

Il existe enfin des certificats du trésor émis par l'Etat, mais leur souscription est réservée aux banques et il s'agit plutôt d'un instrument de politique monétaire.

2. Les émissions placées de manière privée

La définition des émissions placées de manière privée soulève également certaines difficultés provenant du fait que ces emprunts se situent entre l'émission publique d'obligations et le recours au crédit. Il convient de considérer comme placements privés les formes intermédiaires qui présentent des caractéristiques juridiques différentes mais remplissent la même fonction économique que l'obligation :

- Le cas le plus fréquent est celui de l'emprunt contracté auprès d'un nombre restreint de bailleurs de fonds, et représenté par des obligations non soumises à toutes les formalités qui doivent précéder l'émission publique; ce type d'émission est à ranger parmi les placements privés.

(1) Dans les cas (prévus par l'article 4 de la loi de 1963) où un plafond est fixé à l'endettement global des collectivités locales, les émissions de la Banque des communes néerlandaises pourraient également être affectées par ce plafond, mais il n'existerait pas de plafond particulier pour cette institution, ni d'ailleurs pour chaque collectivité.

- Le cas des emprunts contre des titres qui ne sont pas des obligations au sens juridique mais qui sont des certificats de reconnaissance de dettes est très important en Allemagne et aux Pays-Bas; ces émissions sont également à ranger parmi les placements privés.

- Le cas des émissions d'obligations nominatives est à ranger parmi les émissions réservées lorsque la pratique de la nominativité n'est pas obligatoire et qu'il y est recouru précisément afin de réserver les titres à certains souscripteurs (1).

Par contre, les bons du trésor émis par l'Etat dont la souscription est réservée à certaines institutions ne doivent pas être considérés comme placements privés. Souvent utilisés comme instrument de la politique monétaire, de même que comme instrument de financement de l'Etat, ces titres sont en effet soumis à des conditions particulières d'émission et de négociation.

L'émission ayant rempli les formalités auxquelles est soumise une émission publique mais qui est entièrement placée avant même d'être annoncée doit être rangée parmi les émissions publiques. En effet, bien que leur placement ait été privé, ces titres sont souvent cotés en bourse, donc susceptibles d'être revendus dans le public.

Les placements privés (ou émissions réservées) dans les pays membres ne sont assujettis à aucun contrôle des pouvoirs publics sauf en France; toutefois leur importance est très différente.

Allemagne

Les placements privés sous forme d'obligations nominatives et de prêts contre titres de créance (Schuldscheindarlehen) ne sont pas soumis à la procédure d'autorisation de l'article 795 du code civil et sont donc totalement libres. Ces placements privés ne pourraient être limités qu'en cas exceptionnel de déséquilibre grave et seulement pour les emprunteurs publics pour autant que leur endettement global soit limité suivant la procédure prévue par la loi de 1967.

(1) En Allemagne, par exemple, les obligations nominatives se distinguent juridiquement des obligations au porteur ou à ordre et leurs conditions sont fréquemment adaptées aux besoins des souscripteurs.

La forme la plus importante d'émission non publique est celle des *Schuldscheindarlehen*. Ces certificats de dettes, n'étant pas des valeurs fongibles, ne sont pas négociables en bourse et n'ont pas de marché secondaire. Les titres sont cependant mobilisables car ils peuvent être cédés (sauf disposition contraire), la cession étant limitée, en principe, à une seule fois.

Le volume des émissions de certificats de dettes a été estimé à 2 milliards de DM par an en moyenne entre 1962 et 1967. Ces titres sont émis principalement par l'industrie, mais aussi de plus en plus par les pouvoirs publics, et placés auprès des compagnies d'assurance-vie et auprès des établissements de crédit foncier (lorsqu'il s'agit de certificats de dettes du Bund, des Länder et des communes).

L'émission d'obligations nominatives effectuée en général par les établissements de crédit foncier, ne représentait en 1967 que 10 % environ du volume des émissions brutes d'obligations bancaires; cette part était encore sensiblement plus faible pour des années normales antérieures et s'est élevée exceptionnellement à 22 % en 1966, en raison des tensions régnant sur le marché et du freinage des émissions d'obligations au porteur par les autorités.

Belgique

Les émissions réservées d'obligations sont libres et échappent à la compétence de la commission bancaire. Elles atteignent des montants variables d'une année à l'autre, mais pouvant représenter jusqu'à 20 % des émissions publiques intérieures nettes. La forme la plus pratiquée est celle des placements privés d'obligations, ayant les mêmes caractéristiques que pour une émission publique, mais n'ayant pas subi les contrôles qui leur permettraient d'être placées dans le public. On recourt néanmoins, dans certains cas, pour leur placement, à la technique de la prise ferme.

France

Les émissions réservées ont représenté environ 4 % du volume total des émissions brutes en 1966 et 6 % en 1967. Elles sont placées auprès des compagnies d'assurance et des organismes de prévoyance ou de retraite; mais la réglementation propre à ces institutions limitant en fait leurs souscriptions aux titres cotés en bourse ou garantis par l'Etat, un arrêté de garantie est nécessaire pour le placement de ces émissions réservées; celles-ci sont donc effectuées essentiellement par le secteur public ou semi-public.

Italie et Luxembourg

Dans ces deux pays, il n'existe aucun contrôle ni limite à ces émissions réservées, mais cette technique est très peu utilisée, sauf pour les emprunts internationaux placés hors de ces pays.

Pays-Bas

Les placements privés de certificats de dettes (onderhandse leningen) sont très importants et représentent, selon les années, trois à quatre fois la valeur des émissions publiques. Ils ne sont soumis à aucun contrôle ni de la banque centrale ni du gouvernement.

Ce n'est que dans le cas où l'endettement global des collectivités locales serait limité par le gouvernement suivant la procédure de l'article 4 de la loi de 1963, en situation de surchauffe conjoncturelle, que cette forme d'emprunt pourrait être limitée pour ces émetteurs seulement.

Du fait que ces emprunts privés (ainsi que les émissions d'obligations hypothécaires) échappent au contrôle de la banque centrale, celui-ci ne porte que sur une fraction modeste du marché des emprunts à revenu fixe. Ainsi la portée limitée des contrôles des autorités néerlandaises tient moins à leur fondement légal (le gentlemen's agreement et la loi de 1963 donnent finalement des pouvoirs assez étendus) qu'à leur champ d'application restreint.

En 1966, les certificats de dettes (onderhandse leningen) et les emprunts hypothécaires émis sur le marché ont atteint un montant net de 4.800 millions de florins (sur 7.000 millions de florins pour l'ensemble du marché des capitaux). Ce total comprenait 3.200 millions de florins provenant des fonds (fonds de pension, compagnies d'assurances et fonds d'Etat) et 1.400 millions de florins provenant des caisses d'épargne. Les placements nets des collectivités locales ont atteint 400 millions de florins, ceux de l'Etat, 1.100 millions de florins et ceux du secteur privé, 3.300 millions de florins.

D. Le contrôle des émissions dans les relations avec l'étranger

Des différences appréciables caractérisent le contrôle des émissions dans les relations financières avec l'étranger, tant du point de vue de son champ d'application que de son degré de sévérité (1).

Il faut distinguer :

(1) La description qui suit, arrêtée en octobre 1968, ne tient pas compte des dispositions prises depuis lors dans plusieurs pays membres. Celles-ci ont le plus souvent renforcé le contrôle des émissions dans les relations avec l'étranger.

- les émissions étrangères sur le marché national;
- la diffusion sur le marché national de titres émis à l'étranger (notamment des euro-émissions);
- les émissions de résidents à l'étranger.

Dans la plupart des pays membres - Belgique, France, Italie, Pays-Bas - les émissions étrangères font l'objet, en règle générale, de contrôles spécifiques, qui s'ajoutent aux contrôles habituels appliqués aux émissions intérieures. En Allemagne, la quasi-totalité des émissions étrangères est faite et signée à l'étranger et, de ce fait, n'est pas soumise - à la différence de la plupart des émissions intérieures - au contrôle du ministère fédéral de l'économie; depuis novembre 1968 leur échelonnement dans le temps est toutefois assuré - de même que pour les émissions intérieures par série du secteur privé - sujet à consultation au sein du ZKA. Dans le cas exceptionnel de crise les émissions étrangères pourraient être assujetties à un contrôle spécifique moyennant une procédure assez lourde. Au Luxembourg le régime des émissions intérieures et étrangères est toujours le même en toutes circonstances.

Allemagne

a) Les émissions étrangères sont soumises à la procédure d'autorisation par le ministre de l'économie, suivant les articles 795 et 808 bis du code civil, seulement si les émissions sont faites et signées en Allemagne. En pratique, la quasi-totalité des émissions étrangères est signée hors d'Allemagne et échappe ainsi à cette procédure d'autorisation; le fait qu'elles soient organisées avec l'aide de consortiums totalement ou partiellement composés de banques allemandes n'entre pas en considération.

Sauf cas exceptionnel de l'émission faite et signée en Allemagne, ni les émissions étrangères ni la vente de titres émis à l'étranger à des résidents ne sont soumises à contrôle en Allemagne. La publicité et le démarchage sont libres également.

b) En temps de crise, la distribution des titres étrangers peut néanmoins être restreinte sur la base de l'article 22 de la loi du 23 avril 1961; cette disposition n'habilite toutefois pas directement les autorités à intervenir et il faut en outre qu'en cas de perturbation grave de l'économie (balance des paiements, marché financier), le gouvernement fédéral prenne un décret soumettant à l'autorisation du ministre de l'économie l'offre publique en Allemagne de titres émis à l'étranger ou l'acquisition à titre onéreux de titres étrangers par un résident. L'article 73 du traité CEE s'appliquerait toutefois dans les relations avec les

autres pays membres. Aucune restriction n'a jusqu'ici été introduite ou envisagée au titre de cette loi sur les relations économiques extérieures.

c) En raison du développement important des euro-émissions en DM, la banque centrale et le ministère fédéral de l'économie ont conclu, au printemps 1968, un gentlemen's agreement avec les banques, afin d'être informés sur le nombre et le montant des émissions en DM projetées, leurs conditions et leur calendrier. Toutefois une limitation des émissions étrangères en DM n'a pas été envisagée.

Lors de sa réunion du 4.11.1968, le ZKA a décidé que les émissions étrangères en DM feront désormais l'objet d'une consultation en son sein en vue de parvenir à un échelonnement équilibré de ces émissions. Comme auparavant, on ne prévoit pas, pour le traitement des émissions étrangères en DM, une concertation avec les pouvoirs publics au sein du ZKA.

Selon les statistiques de la banque centrale, les quotes-parts prises par les banques allemandes dans les emprunts étrangers en DM et en devises auraient atteint, de 1964 à 1967, 4,5 milliards de DM (1) dont on estime qu'environ 1/3 seulement aurait été placé en Allemagne. En 1968, on a assisté à un vif développement des emprunts étrangers en Allemagne qui ont atteint 5,2 milliards de DM (1), la proportion placée en Allemagne ayant fortement augmenté (estimée aux 3/4 au moins) étant donné que les taux de rendement des euro-émissions ont dépassé les taux de rendement des emprunts intérieurs allemands.

d) Les émissions des résidents allemands à l'étranger sont totalement libres.

Belgique

a) Les émissions publiques des sociétés privées étrangères sont soumises au contrôle de la Commission bancaire comme les émissions intérieures. Les projets sont examinés selon la même procédure, dans les mêmes délais et suivant les mêmes critères.

b) En outre, toutes les émissions étrangères sont soumises à une procédure d'autorisation par le ministre des finances fondée sur l'article 108, livre I, titre 5 du code de commerce, modifié par l'arrêté royal n° 61 du 10.11.1967 (article 13). Celui-ci peut donc suspendre ou interdire toute émission qui serait susceptible de rompre l'équilibre du marché. En fait, le montant des émissions étrangères est insignifiant, étant donné que le marché est sollicité en permanence par des émetteurs nationaux. Toutefois, les opérations projetées par les émetteurs résidant dans un autre pays membre de la CEE et par des organismes internationaux seraient susceptibles d'être accueillies plus libéralement.

(1) Ces chiffres concernent les quotes-parts dans les euro-émissions (placées par des consortiums internationaux) et dans les émissions étrangères "traditionnelles" (placées par des consortiums exclusivement allemands). Ils comprennent également les placements privés, et jusqu'en 1967, les quotes-parts prises par les banques étrangères dans les consortiums dont le chef de file était une banque allemande.

En vertu d'un accord entre le ministère des finances et la commission bancaire, les dossiers sont introduits en double exemplaire à la commission et après examen et avis, cette dernière les transmet au ministère.

c) Les acquisitions par des résidents belges de titres étrangers sur des marchés étrangers sont libres (1). Ainsi, la plupart des euro-émissions étant lancées hors de Belgique les souscriptions de résidents belges à ces emprunts ne sont soumises à aucun contrôle en Belgique.

Les banques belges ont une totale liberté de participer aux syndicats de placement et de placer (2) ces titres dans leur clientèle. Toutefois, la publicité et le démarchage pour ces titres sont interdits et les résidents peuvent être avisés de ces émissions par les banques, seulement à leur demande.

d) Les émissions de sociétés privées belges à l'étranger sont libres, mais soumises à obligation d'information à la Commission bancaire. Une autorisation est nécessaire pour les émissions à l'étranger du secteur public.

France

a) Les émissions étrangères sont soumises à autorisation préalable du ministre de l'économie et des finances, en vertu de la loi n° 66-1008 du 28.12.1966 relative aux relations financières avec l'étranger et de l'article 5 du décret du 27.1.1967 fixant les modalités d'application de cette loi.

Il s'agit du régime de l'autorisation préalable, prévue à l'article 82 de la loi du 23.12.1946, qui ne serait appliqué aux émissions intérieures qu'en situation de tension grave dans l'hypothèse où la "concertation" avec les banques se révélerait insuffisante à assurer l'équilibre du marché. Sont toutefois dispensés d'autorisation les emprunts bénéficiaires de la garantie de l'Etat français.

b) De même sont soumis à autorisation la publicité et le démarchage en faveur de toutes valeurs mobilières étrangères dont la vente en France n'aurait pas été autorisée. Cependant, les banques françaises qui participent largement à l'organisation des émissions internationales peuvent acheter pour le compte de leur clientèle en France - sous réserve de ne pas

(1) Les transferts de capitaux doivent néanmoins passer par le marché libre et non par le marché réglementé; voir les explications à ce sujet données plus loin dans la description de la situation au Luxembourg, ces deux pays ayant un régime commun des changes dans le cadre de l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

(2) Toutefois les possibilités de placement ont été restreintes en 1969.

solliciter ses ordres - des obligations internationales; en fait, elles placent en France environ 1/5ème de leur quote-part dans les euro-émissions.

Les résidents français peuvent librement acquérir à l'étranger toutes valeurs mobilières étrangères ou internationales, cotées ou non.

En 1967, les souscriptions françaises aux euro-émissions, effectuées en France, peuvent être évaluées à 40 millions de dollars, la quote-part des banques françaises dans les euro-émissions étant d'environ 200 millions de dollars, soit 10 % des euro-émissions.

c) Les émissions de résidents français à l'étranger sont, comme tous les emprunts à l'étranger, également soumises à autorisation préalable du ministère de l'économie et des finances, en vertu de l'article 6 du décret du 27.1.1967 et de la loi du 28.12.1966 cités plus haut. Sont toutefois dispensés d'autorisation, outre certains emprunts constituant un investissement direct ou liés à des transactions commerciales, ou d'un faible montant (moins de 2 millions de FF), les emprunts contractés par des banques inscrites et établissements de crédit à statut légal.

En fait, on a assisté à un octroi plus libéral des autorisations aux entreprises françaises désireuses d'accéder aux marchés étrangers depuis 1967. Les euro-émissions françaises ont atteint 770 millions de FF en 1967 (soit environ 5 % des émissions intérieures en France). Ce sont des entreprises qui avaient des activités productrices de devises ou qui devaient financer des investissements à l'étranger, qui ont été autorisées à accéder au marché des euro-émissions, afin d'alléger le programme des émissions internes.

Italie

a) Les émissions étrangères sont soumises à autorisation préalable par les ministres du trésor et du commerce extérieur, après avis de la Banque d'Italie, sur la base des dispositions du contrôle des changes (DLL n° 1955 du 12.12.1917 pour les émissions en Italie de sociétés étrangères et d'organismes internationaux assimilés à des sujets étrangers). Une fois cette autorisation obtenue, l'émetteur étranger est soumis aux mêmes formalités que l'émetteur national.

b) La souscription et l'achat par des résidents italiens d'obligations étrangères non émises ou cotées en Italie sont également soumis à des restrictions de change (décret ministériel du 26.10.1967, articles 9, 10 et 11).

Il est permis aux résidents d'acquérir et de vendre, par l'intermédiaire de la Banque d'Italie ou des établissements de crédit autorisés, des valeurs cotées dans les bourses étrangères. Mais elles doivent être obligatoirement déposées en garde sous dossier dans une banque italienne agréée. Il n'existe pas de restriction ni de contrôle pour la publicité en faveur de titres émis à l'étranger, mais le démarchage est contrôlé.

Les établissements de crédit qui participent au placement ou à la garantie d'une émission étrangère doivent demander l'autorisation préalable de la Banque d'Italie (article 45 de la loi bancaire) (1).

La quote-part des banques italiennes dans les euro-émissions a atteint 142 millions de dollars en 1966 et 221 millions de dollars en 1967 (soit environ 12 % des euro-émissions). Les souscriptions italiennes ont représenté 99 millions de dollars en 1966 et 155 millions de dollars en 1967, le reste ayant été placé auprès de la clientèle non résidente. L'afflux de capitaux italiens vers le marché des euro-émissions est dû notamment au fait que les rendements sur ce marché sont nettement plus élevés que sur le marché intérieur.

c) Les émissions des ressortissants italiens à l'étranger sont soumises aussi au contrôle des changes (DL n° 476 du 6.6.1956, article 13) et subordonnées à autorisation des ministres du trésor et du commerce extérieur. De plus, le Comité interministériel pour le crédit et l'épargne a décidé, le 8.8.1963, qu'à titre provisoire son avis devrait être demandé par le ministre du trésor avant l'octroi de l'autorisation, dans l'attente d'une législation plus complète; en effet, les émissions à l'étranger étaient les seules qui n'étaient pas soumises au comité.

Sur le marché des euro-émissions, les émetteurs italiens ont recueilli en 1967 65 millions de dollars, soit environ 3 % du marché, contre 5 % en 1966.

Luxembourg

a) Les émissions étrangères au Luxembourg sont soumises à la même procédure de contrôle que les émissions des résidents exercée par le commissaire au contrôle des banques et par le ministère du trésor. Ce contrôle ne concerne qu'une faible part des euro-émissions, puisque la majorité de celles-ci ne sont pas des émissions publiques et ne sont pas juridiquement domiciliées au Luxembourg, même si elles y sont cotées. A la différence des autres pays membres il n'y a pas d'autre contrôle spécifique des émissions étrangères.

(1) D'autres mesures ont été prises en 1969 pour restreindre la participation des institutions de crédit italiennes aux émissions internationales.

Il n'y a pas de contrôle ni de limitation pour la souscription de titres émis à l'étranger. La publicité en faveur de ces titres est soumise au même régime qu'en matière de titres luxembourgeois. Le démarchage est interdit pour les émissions étrangères comme pour les émissions intérieures (loi du 1.1.1850 modifiée par lois du 12.2.1855, 18.6.1870, 14.3.1896).

Les emprunts de résidents luxembourgeois à l'étranger sont libres.

b) Il existe pour l'Union économique belgo-luxembourgeoise un seul et même Institut de contrôle des changes qui applique les dispositions légales et réglementaires identiques prises individuellement par les deux pays.

Compte tenu des libéralisations successives intervenues, toutes les opérations ont été libérées, mais tandis que les transactions courantes se traitent sur le marché réglementé, les transactions en capital doivent passer par le marché libre, sauf exceptions consenties par l'institut notamment dans le cadre de la CEE. Il en résulte que les souscriptions d'origine étrangère à des emprunts nationaux et internationaux et les sorties de capitaux au moment du transfert du produit de l'emprunt à l'étranger ou au moment de son amortissement doivent passer par le marché libre.

Il convient de remarquer que les euro-émissions effectuées à partir de la place de Luxembourg ont atteint seulement les montants suivants en millions des unités monétaires indiquées :

	<u>1966</u>	<u>1967</u>
- émissions par des sociétés de droit luxembourgeois		
- libellées en dollars	157,5	136
- libellées en DM	200	220
- émissions publiques au Luxembourg par des sociétés de droit étranger		
- libellées en unités de compte	71	19
- libellées en dollars	56	90
- libellées en FF	-	60

Cependant, même les émissions "publiques" ont été pour la plupart placées de manière privée, avant d'être annoncées au public.

Pays-Bas

La réglementation des changes (décret du 10.10.1945) interdit toutes les opérations qui ne sont pas expressément autorisées.

a) Toute émission aux Pays-Bas de non-résidents est soumise à une autorisation de change de la banque centrale, en plus des contrôle que celle-ci exerce en vertu du gentlemen's agreement comme pour les émissions intérieures. Avant toute décision d'autoriser un emprunt étranger, la banque centrale consulte le ministère des finances.

En fait, aucune société n'a reçu l'autorisation de procéder à une émission en florins sur le marché néerlandais depuis 7 ans et en 1967 les Antilles néerlandaises ont été les seuls emprunteurs étrangers. On a donné à certaines institutions internationales intéressées des possibilités d'émission en 1968. Il n'y a pas eu d'autres demandes d'émetteurs étrangers, probablement parce que l'attitude négative des autorités était suffisamment connue.

Il convient de souligner que certaines restrictions dans l'accès au marché sont même imposées à des sociétés de droit néerlandais, filiales de sociétés étrangères. En vertu d'un gentlemen's agreement conclu avec les autorités de contrôle des changes, au moment de la prise de participation dans la filiale, la société mère étrangère s'engage à ce que sa filiale ne finance pas plus de 50 % de ses investissements sur le marché néerlandais (1).

b) La souscription et l'achat de valeurs étrangères ne sont, par contre, plus soumis à restriction de change.

Les banques ont reçu une autorisation générale de participer aux syndicats de placement pour des euro-émissions, non libellées en florins, et d'offrir ces titres aux Pays-Bas. Il semble exister de la part du public néerlandais un faible intérêt pour les euro-émissions bien que leurs taux de rendement soient supérieurs à ceux des emprunts intérieurs.

Il existe un intérêt beaucoup plus grand pour les emprunts convertibles libellés en dollars qui sont émis par des entreprises néerlandaises. En moyenne, près de 20 % du montant de ces emprunts ont été placés aux Pays-Bas. Les dates de ces émissions font d'ailleurs l'objet d'une certaine concertation avec les banques, afin qu'elles s'insèrent le mieux possible dans le calendrier des émissions néerlandaises.

(1) Toutefois cette dernière mesure a été abrogée au mois de novembre 1969.

Il n'existe pas de restrictions ni de contrôle pour la publicité et le démarchage en faveur de titres émis à l'étranger.

c) Les émissions de résidents à l'étranger en toutes monnaies sont également soumises à autorisation de change de la banque centrale. De façon générale, cette autorisation n'est accordée que si les capitaux sont destinés au financement d'investissements à l'étranger ou si l'importation de capitaux ainsi réalisée peut être neutralisée par une exportation de capitaux supplémentaire. Cette politique très restrictive, visant à ne pas compromettre la politique de contrôle de la demande intérieure, a été appliquée plus ou moins rigoureusement selon l'évolution de la situation conjoncturelle.

CHAPITRE II : INSTRUMENTS DE REGULATION DU MARCHÉ SECONDAIRE

A. Possibilités d'intervention d'autorités publiques en vue de la régulation et du soutien des cours des obligations

Allemagne

Il n'existe pas d'organisme spécifique de soutien des cours; l'aplanissement des fluctuations des cours est du ressort des émetteurs eux-mêmes. Pour chaque émission du Bund ou de ses patrimoines particuliers (postes, chemins de fer, fonds de péréquation) l'emprunteur s'engage auprès du syndicat d'émission à assurer une intervention appropriée sur les cours en fonction de la situation du marché.

Pour les emprunts du Bund, des patrimoines particuliers et de quelques Länder, la banque centrale surveille les cours en qualité de banque dirigeant le consortium, et intervient pour régulariser le cours de ces titres, au nom et pour le compte des émetteurs avec des ressources fournies par eux. En situation normale, elle assure la contrepartie des excédents d'offre et de demande pour éviter des variations accidentelles des cours. En période de tension sur le marché des capitaux, cette obligation a été temporairement élargie par le Bund qui a mis des moyens plus importants à la disposition de la banque centrale, pour lui permettre d'intervenir sur le marché des titres de l'Etat et d'éviter qu'il ne soit perturbé par des chutes brutales des cours.

Belgique

Le Fonds des rentes intervient depuis 1945 pour régulariser les cours des titres à moyen ou long terme émis ou garantis par l'Etat (notamment les titres émis par la régie des téléphones et télégraphes, les chemins de fer, certaines institutions paraétatiques de crédit), émis par le Crédit communal, les provinces et les communes. Il peut également, par son action sur les taux à long terme, favoriser indirectement le placement de nouveaux emprunts du trésor, mais il n'intervient pas dans le placement des emprunts publics et il ne fait pas de discrimination entre les emprunts dans ses interventions de régularisation.

Le Fonds des rentes finance ses interventions par la dotation de 2,8 milliards de francs reçue de l'Etat, par des emprunts à court terme sur le marché monétaire (certificats à 4 mois et éventuellement emprunts sur le marché de l'argent au jour le jour) et par des recours à la banque centrale sous forme d'avances. Fin 1966, l'encours de ses ressources d'emprunt atteignait 4,5 milliards pour les certificats, 1,5 milliard pour les emprunts au jour le jour, 320 millions pour les avances.

En 1966, le Fonds des rentes a dû conserver et même légèrement augmenter son portefeuille de titres publics étant donné l'étroitesse du marché; en 1967, le rythme des opérations sur le marché a augmenté le portefeuille "titres publics" mais ces mouvements n'étaient pas l'expression d'une politique d'open market délibérée.

France

Il n'existe pas en France d'intervention organisée pour le soutien des cours des obligations. La banque centrale n'exerce pas d'influence réelle sur le marché des capitaux à long terme; la procédure des avances sur titres à la clientèle directe de la Banque de France, qui porte au demeurant sur des sommes très faibles, n'a pas pour effet de soutenir les cours des obligations.

La Caisse des dépôts et consignations exerce une influence importante sur le marché secondaire des obligations, par ses achats qui représentent 5 % de l'ensemble des achats d'obligations. Toutefois, son comportement est celui d'un investisseur ordinaire. Elle a pu être, à l'occasion, chargée d'intervenir afin de régulariser ou de soutenir les cours; ces interventions ont été exceptionnelles.

Le Fonds de soutien des rentes, qui intervenait avec des moyens faibles pour soutenir les cours des emprunts d'Etat, n'a plus qu'une activité réduite depuis plusieurs années.

Italie

Il n'existe pas d'organismes spécifiques de soutien des cours. Celui-ci s'effectue à travers les opérations d'open market de la banque centrale. Cette politique s'efforce aussi de limiter la hausse des taux d'intérêt. La banque centrale est intervenue dans une mesure importante en avril 1968 pour soulager le marché. L'évolution des cours est suivie attentivement afin de concilier le volume des emprunts avec la stabilité des cours.

Luxembourg

Il n'existe pas d'organismes spécifiques de soutien des cours. Toutefois, si besoin en était, la Caisse d'épargne de l'Etat pourrait être chargée par le ministre du trésor d'intervenir.

Pays-Bas

Il n'existe pas d'organismes spécifiques de soutien des cours. A l'occasion, l'Etat intervient par des achats de titres de ses propres emprunts afin de corriger certains déséquilibres à l'aide de ressources modestes (environ 20 millions de florins) qui sont prévues à cet effet dans le budget.

B. Interventions de politique monétaire se répercutant sur le marché des valeurs à revenu fixe

Allemagne

Depuis août 1967, la Deutsche Bundesbank a étendu les interventions de sa politique d'open market jusque-là limitées au marché monétaire, en achetant (sur la base de l'article 21 de son statut-loi, la Bundesbankgesetz) des obligations du Bund, de la poste et des chemins de fer fédéraux. A la fin de 1967, ses achats avaient atteint 1,3 milliard de DM; ce montant a été abaissé à 0,9 milliard à la fin septembre 1968. Ces interventions prolongent la politique d'élargissement des liquidités qui, pour l'essentiel, se bornait auparavant à l'abaissement de la réserve minimum. Elles ont eu en même temps pour conséquence de stabiliser dans une première phase les taux d'intérêt à long terme, et dans une deuxième phase de les abaisser.

Etant donné que les institutions de crédit détiennent en Allemagne des portefeuilles relativement importants d'obligations (environ 40 % des valeurs à revenu fixe en circulation) et qu'elles tendent à répercuter les modifications de leur liquidité par la banque centrale en limitant leurs placements en valeurs à revenu fixe plutôt qu'en agissant sur l'octroi de crédit, les interventions de la banque centrale sur la liquidité de ces institutions peuvent se répercuter sur les marchés primaires et secondaires des obligations.

Belgique

En agissant sur les taux d'intérêt à court terme (politique du taux d'escompte, politique d'adjudication des certificats de trésorerie et du Fonds des rentes), les autorités monétaires peuvent indirectement influencer le taux d'intérêt des valeurs à revenu fixe.

Le Fonds des rentes étant habilité à exercer une politique d'open market par l'émission de certificats placés auprès des banques, par des interventions sur le marché de l'argent à très court terme, des effets publics à court terme et sur le marché des obligations du secteur public, il peut exercer une influence directe sur toute la gamme des taux d'intérêt.

Il convient de noter par ailleurs que la modification des règles concernant la détention d'obligations par les banques en mai 1965 a favorisé leur participation au marché des obligations, et particulièrement au marché des euro-émissions. Les banques ont été autorisées en effet à détenir sans limites les obligations belges ou étrangères du secteur privé; elles disposaient déjà de cette possibilité pour les titres du secteur public belge.

France

Les interventions d'open market de la Banque de France sont cantonnées au marché monétaire et ne portent que sur des titres à court terme. Les liens entre marché monétaire et marché financier sont très lâches, en raison notamment du fait que les banques de dépôt ont relativement peu d'emplois à long terme et qu'en particulier elles ne portent pratiquement pas d'obligations (1,5 % des actifs).

Italie

La politique d'open market de la banque centrale s'exerce non seulement sur le marché monétaire mais aussi sur le marché des obligations. Elle se traduit donc par une action directe sur les cours.

Plus généralement, les interventions de la banque centrale sur la liquidité des institutions de crédit se répercutent indirectement sur le marché des obligations, avec d'autant plus de vigueur que celles-ci sont détenues pour presque un tiers par des institutions de crédit qui peuvent les utiliser avec certaines limitations en représentation des réserves obligatoires.

Les institutions de crédit financent par ailleurs des achats de titres grâce aux lignes de crédit qui leur sont consenties par la Banque d'Italie contre des dépôts de titres, tout en veillant à conserver une liquidité suffisante. Ces avances à 4 mois sont en général renouvelées, mais la Banque d'Italie peut, en agissant sur leur montant global, influencer sur la détention d'obligations par les institutions de crédit. En outre, depuis 1967, des avances à terme fixe, dont le délai d'utilisation est restreint impérativement à 2 ou 3 semaines, ont été introduites.

Des institutions de crédit ont souscrit 1.000 milliards de lire de valeurs à revenu fixe, soit 41 % des émissions en 1967 et 1.310 milliards soit 46 % des émissions en 1966.

La banque centrale peut, selon son statut, détenir les titres émis ou garantis par l'Etat. Ses souscriptions d'obligations relativement faibles en 1962, 1963 et 1965 ont été

importantes en 1966 et 1967 (7 % des émissions intérieures nettes). Ces souscriptions visent à maintenir l'équilibre entre offre et demande de titres, mais aussi à contribuer au maintien de la liquidité, pendant le temps où le produit de l'émission n'est pas encore utilisé en une dépense d'investissement par le destinataire des fonds recueillis. Par la suite, la Banque d'Italie cède les titres aux institutions de crédit en leur rétrocédant la moitié de la commission de placement, soit environ 1/2 point. En 1966 et 1967, les achats de la Banque d'Italie ont été plus importants que ses ventes : 500 milliards d'achats (dont 450 à l'émission) contre 300 milliards de ventes en 1966; 600 milliards d'achats (dont 500 à l'émission) contre 450 milliards de ventes en 1967.

Luxembourg

La Caisse d'épargne de l'Etat n'a pas encore eu l'occasion d'intervenir sur le marché des emprunts publics.

Pays-Bas

La liaison entre marché monétaire et marché financier est moins étroite aux Pays-Bas qu'en Allemagne et en Italie. La politique de maintien des taux d'intérêt à un niveau limité s'appuie principalement sur une limitation de l'offre et de la demande extérieure de capitaux.

Le Trésor néerlandais en marge de la politique d'open market, pourrait exercer une influence sur le marché secondaire en procédant parfois à l'amortissement anticipé de certains emprunts. Cela n'a pas été le cas en pratique depuis longtemps en raison de la tendance à la hausse des taux d'intérêt. Mais une partie importante de dettes étrangères a été remboursée par anticipation dans le passé pour des raisons tenant à la politique de balance des paiements.

C. Mécanismes de soutien des cours des obligations relevant de l'initiative privée

1. La clause suivant laquelle une banque qui participe au placement d'un emprunt ne peut pas vendre les titres sur le marché secondaire pendant une période déterminée, variable selon les émissions et selon les pays, est d'usage fréquent dans la plupart des pays membres.

En Allemagne une clause est fréquemment prévue tant pour les émissions par séries (dans l'acte de constitution du consortium) que pour les émissions au robinet (au moment où elles sont prises) d'après laquelle la commission de placement doit être remboursée totalement ou en partie au cas où les titres reviendraient avant un ou deux ans à la banque surveillant le cours du titre. Parfois, le remboursement n'est prévu qu'au cas où la reprise se fait au cours d'émission ou au-dessous.

En Belgique les banques s'engagent souvent à ne pas vendre les titres sur le marché en dessous d'un prix fixé à l'avance, pendant une période déterminée, qui est généralement d'un mois à partir de l'émission. La technique de la prise ferme des emprunts par les banques tend à se généraliser.

En France la procédure de la prise ferme n'était pas utilisée, sauf pour les émissions étrangères, avant la réforme d'avril 1968. Dans le cadre de cette procédure introduite en avril 1968, les établissements membres de syndicats de garantie et de placement s'interdisent de vendre en dessous du prix d'émission les titres sur le marché secondaire, pendant une période d'un mois en principe; le remboursement de la commission est la sanction des infractions. Au-delà de la période de restriction syndicale et de la durée des opérations de "trading" effectuées par les chefs de file pour le compte des syndicats (3 mois au maximum), il n'existe pas de mécanismes ou d'accords d'intervention pour le soutien des cours.

En Italie les émissions sont en principe prises ferme par des syndicats de placements et de garanties, dans lesquels la Mediobanca joue un rôle prédominant. Lorsqu'il s'agit de titres d'Etat, le syndicat est présidé par la Banque d'Italie. Le syndicat bancaire s'engage souvent (par exemple emprunts ENEL) pour une durée d'un an à partir de l'introduction en bourse, à soutenir le cours de telle sorte que le rendement effectif n'augmente pas de plus de 0,25 % alors que telle ne serait pas la tendance de l'évolution générale du marché. Toutefois, en cas d'intervention, le syndicat n'est tenu d'acquiescer que jusqu'à 5 % de la valeur nominale de l'emprunt.

Au Luxembourg on ne trouve pas dans les contrats de prise ferme des clauses qui engagent les preneurs fermes à ne pas vendre en dessous du cours d'émission pendant une période déterminée. Il est cependant de pratique courante que les preneurs fermes s'imposent volontairement une discipline en s'abstenant de liquider, pendant la période qui suit l'émission, les titres à des cours en dessous du prix d'émission.

Aux Pays-Bas l'insertion des clauses de soutien des cours dans les contrats de placement est moins fréquente que dans les autres pays membres; toutefois, les banques participant au syndicat d'émission s'abstiennent de liquider leurs quotas sur le marché secondaire afin

de préserver leur standing. Il arrive aussi que les émetteurs interviennent en procédant à des achats par l'intermédiaire de leurs banques, en cas de fluctuations trop marquées des cours; en particulier, avant de lancer une nouvelle émission, ils soutiennent le cours des titres déjà en circulation. La technique de la prise est généralement pratiquée pour les émissions du secteur privé, tandis que les emprunts de l'Etat et des collectivités locales sont placés seulement en commission par les banques. Pour adapter exactement le montant d'un emprunt à la capacité d'absorption du marché et éviter des variations sur le marché secondaire après l'émission, l'Etat émet parfois des emprunts sans plafond, ou bien des emprunts dont le taux d'intérêt, la durée et le plan d'amortissement sont fixés à l'avance mais non le prix d'émission (tender system). Le tender system paraît aboutir à une plus grande régularité du cours au lendemain de l'émission par une meilleure adaptation aux conditions du marché.

Dans le cas des euro-émissions, on trouve parfois dans les contrats de placement des clauses par lesquelles les banques participant au syndicat de garantie et au groupe de vente, s'engagent à ne pas vendre au-dessous du cours d'émission (sauf rétrocession de la commission de placement entre professionnels) pendant une durée de 30 à 45 jours nécessaires au placement de l'emprunt dans le public. Généralement, cette interdiction est levée avant l'expiration de ce délai. En cas de réapparition des titres sur le marché avant la fin du délai, la commission de placement doit être remboursée à l'émetteur.

2. Il arrive moins souvent que des contrats soient conclus entre l'émetteur et une institution financière pour que celle-ci surveille le marché et intervienne pour soutenir les cours avec des ressources fournies par l'émetteur.

En Allemagne les émetteurs s'engagent parfois dans les contrats à fournir des fonds pour soutenir les cours à la demande de la banque dirigeant le consortium. Le soutien n'est souvent utile que lorsque la pression sur le cours est indépendante de l'évolution du marché. Certains grands émetteurs soutiennent largement les cours. Quand l'émetteur ne fournit pas de fonds, les banques du consortium éliminent les pointes des cours en bourse.

Dans les autres pays, ces contrats sont très exceptionnels.

Dans le cas des euro-émissions, on trouve également de tels contrats, mais les interventions des banques à ce titre ont été très réduites.

3. Dans la Communauté et sur le marché des euro-émissions, les émetteurs ont assez fréquemment la possibilité d'amortir l'emprunt par rachats en bourse en lieu et place des remboursements prévus. Dans ce cas, l'émetteur est conduit à un certain soutien des cours; il

ne procède toutefois à des achats en bourse que lorsque le prix de rachat est moins élevé que le prix de remboursement prévu.

En Allemagne l'amortissement par rachat en bourse selon les conditions fixées est possible surtout pour les émissions au robinet (Pfaundbriefen et Kommunalobligationen). Toutefois les établissements de crédit immobilier n'achètent guère leurs titres en bourse que pour en soutenir les cours et pour les revendre ensuite quand l'occasion s'en présente. En outre, certains émetteurs se sont engagés à effectuer leurs achats par l'intermédiaire d'un fonds d'amortissement (sinking fund) qui intervient quand les cours tombent au-dessous d'une certaine limite.

En Belgique les émetteurs privés d'obligations ne procèdent généralement pas à des amortissements par rachats en bourse. Il n'existe cependant pas de législation l'interdisant. L'amortissement des emprunts obligataires des sociétés se fait, en règle générale, en annuités constantes d'intérêt et d'amortissement suivant un tableau préfixé. Les obligations à amortir sont désignées par tirages au sort. Les sociétés peuvent se réserver le droit de rembourser tout ou partie de l'emprunt par anticipation.

En France, les facultés d'amortissement par rachats en bourse ne sont pas interdites; toutefois, pour des raisons tenant à la protection des intérêts des porteurs, les pouvoirs publics s'opposent en règle générale aux clauses permettant des amortissements par rachats pour plus de 50 % des emprunts.

En Italie, l'amortissement par rachat en bourse est possible mais soumis à certaines conditions de publicité (mention sur le titre).

Il convient de signaler que les techniques d'octroi des crédits hypothécaires et de remboursement de ces crédits contribuent au soutien du cours des obligations hypothécaires. En effet, comme il a été mentionné plus haut, les débiteurs de crédits hypothécaires peuvent les rembourser en remettant les titres correspondants ("cartelle fondiaria") qu'ils se procurent sur le marché secondaire. Mais c'est surtout la faculté donnée aux institutions de crédit d'inclure les "cartelle fondiaria" dans les réserves obligatoires qui constitue l'élément déterminant de soutien du marché de ces titres.

Les "cartelle opere pubbliche" émis pour le financement des travaux publics sont également utilisables pour le remboursement des crédits correspondants; ils ne peuvent par contre pas être inclus dans les réserves obligatoires des établissements de crédit.

Au Luxembourg, l'amortissement des emprunts nationaux se fait, suivant les cas, soit par rachat en bourse, soit par tirage au sort.

Aux Pays-Bas, le rachat en bourse est permis, mais ne peut le plus souvent tenir lieu d'amortissement, généralement effectué par tirage au sort.

Pour les euro-émissions, l'amortissement par rachat en bourse est permis dans les limites du plan d'amortissement et constitue en fait la pratique générale.

DEUXIEME PARTIE

ANALYSE DES POLITIQUES PRATIQUES PAR LES
ETATS MEMBRES A L'EGARD DE LEUR MARCHE
OBLIGATAIRE DE 1966 A LA MI-1969

(Février 1970)

Cette deuxième partie a pour but de mettre en évidence l'utilisation des instruments de régulation du marché des obligations effectuée par les Etats membres au cours de la période de 1966 à la mi-1969. Cette étude "dynamique" met en lumière des aspects qui ne ressortent pas de la description "statique" des procédures et instruments destinés à assurer l'équilibre des marchés qui fait l'objet de la première partie.

En effet, des instruments existants ont été peu ou pas utilisés dans certains Etats membres, tandis que dans d'autres une politique active a pu être menée par les autorités malgré la faiblesse apparente de leurs pouvoirs formels.

Par ailleurs, au-delà des différences et ressemblances entre l'arsenal des moyens et procédures disponibles, il apparaît opportun de comparer les politiques menées à un moment donné afin d'apprécier en particulier leurs effets réciproques les unes sur les autres. Cette interaction est en effet susceptible d'accroître ou au contraire de diminuer l'efficacité des politiques nationales, selon qu'il existe ou non une convergence des objectifs.

CHAPITRE I : CONCEPTIONS D'ENSEMBLE DES POLITIQUES DES POUVOIRS PUBLICS A L'EGARD DE LEURS MARCHES OBLIGATAIRES

Tous les Etats membres sont dotés d'instruments qui leur permettent, par intervention sur l'offre, la demande, ou les taux, d'infléchir les conditions d'ajustement du marché obligataire. Toutefois, dans la pratique, selon les pays et selon les circonstances, les autorités ont mis en oeuvre des politiques consistant soit à laisser l'équilibre du marché se réaliser par lui-même, soit dans une mesure plus ou moins ample, à déterminer les conditions de cet équilibre en utilisant les instruments à leur disposition.

1. Le choix des autorités a été en général dicté par des considérations de politique économique qui dépassent le cadre du marché obligataire proprement dit. Leur action a notamment été déterminée par l'attitude entretenue à l'égard de l'évolution des prix en général et de l'évolution du niveau du taux d'intérêt comme régulateur de la conjoncture, soit dans une situation conjoncturelle donnée, soit dans le cadre de leur politique de croissance.

La situation de la balance des paiements et le désir de provoquer des importations ou des exportations de capitaux ont aussi exercé, dans certaines circonstances, une influence particulière sur les politiques des autorités en matière de taux d'intérêt.

En Allemagne, les autorités considèrent d'une manière générale que les variations du taux d'intérêt constituent un régulateur efficace de la conjoncture. De ce fait, en vue de garantir une croissance dans la stabilité, elles ont accepté une hausse des taux d'intérêt sur le marché financier dans des périodes où une telle hausse leur semblait opportune - comme c'était le cas en 1966 et 1969 - du point de vue de la conjoncture. En outre, elles ont estimé qu'une stabilité des prix aussi grande que possible constitue en définitive le meilleur moyen de sauvegarder les intérêts des détenteurs de placements à valeur nominale et, par conséquent, du marché obligataire. Au cours des années 1967/1968, la politique de création de liquidités monétaires a contribué à la formation d'un taux d'intérêt relativement bas en Allemagne, ce qui était considéré comme souhaitable en vue de stimuler la conjoncture.

Mais bien que le besoin de limiter l'importation de capitaux et de favoriser leur exportation ait été ressenti par les autorités tout au long de la période considérée, encore qu'avec plus ou moins d'intensité selon les moments, il n'a pas été jugé nécessaire de limiter la hausse des taux d'intérêt dans ce but car la "Kuponsteuer" (impôt sur les coupons d'obligations détenues par les non-résidents, émises par des émetteurs allemands) annoncée en mars 1964 et en vigueur depuis mars 1965 a suffi à orienter les capitaux provenant de l'étranger vers des émissions étrangères en DM, c'est-à-dire vers une réexportation.

Ainsi, les fluctuations du taux d'intérêt et celles du volume du marché ont été le plus souvent acceptées et même considérées comme souhaitables et la politique de régulation du marché obligataire, par action directe sur l'offre ou la demande de capitaux, a été peu active sauf lorsque le freinage des taux d'intérêt est apparu opportun pour des raisons conjoncturelles.

En Belgique, en France, en Italie et aux Pays-Bas, la politique de régulation du marché était, jusqu'à une date récente, moins étroitement liée aux préoccupations conjoncturelles. Cela tient au fait que dans l'ensemble, les autorités de ces pays ont, pendant de nombreuses années, peu utilisé la politique des taux d'intérêt à des fins conjoncturelles ou spécifiques. Elles estimaient notamment que pour influencer efficacement l'offre ou la demande de capitaux sur le marché obligataire - compte tenu du glissement général des prix et des comportements des prêteurs et emprunteurs - les taux d'intérêt auraient dû être fixés à des niveaux très élevés, jugés incompatibles avec les objectifs de croissance et les impératifs d'ordre social. Dans ces pays, la régulation de l'offre et de la demande sur le marché obligataire et, à travers eux, de la conjoncture, repose de façon moins prépondérante sur les variations des taux d'intérêt et la politique de croissance s'y appuie sur des taux d'intérêt qui ont été maintenus aussi bas que le permettait l'évolution conjoncturelle. On notera cependant que, dans ce domaine, des différences, parfois importantes, ont existé d'un pays à l'autre et selon les périodes dans le degré d'intensité de cette politique. Au début de la période considérée, ces autorités ont poursuivi une politique tendant au moins à couper les pointes dans l'évolution des taux d'intérêt et même souvent à les stabiliser autant que possible en vue de satisfaire au moindre coût les besoins de financement de l'économie et notamment ceux des investissements prioritaires du secteur public. Même en présence d'un taux de hausse des prix supérieur à celui constaté en Allemagne, les autorités n'estimaient pas qu'un taux d'intérêt élevé serait indispensable afin de régulariser la conjoncture. Toutefois, l'objectif du maintien d'un bas taux d'intérêt - objectif conjoncturel ou structurel suivant les pays - a dû être pratiquement abandonné, en France et aux Pays-Bas à partir de 1968, en Belgique et en Italie au début et au milieu de 1969 respectivement. Les autorités tendent de plus en plus à laisser le marché s'ajuster par lui-même.

Ainsi les politiques des pays membres ont-elles eu tendance à se rapprocher, en raison soit de la modification des attitudes des autorités à l'égard de la politique des taux, soit de l'impossibilité de poursuivre une politique d'isolement efficace de leur marché, ou de supporter les sorties persistantes de capitaux qu'implique une politique isolée de bas taux d'intérêt.

2. Par ailleurs, il est évident que la politique des autorités à l'égard du marché des obligations dépend aussi de la place que tient celui-ci dans les circuits de financement.

Le marché des obligations a une grande importance à cet égard en Italie et en Belgique, tandis que sa place est plus modeste dans les autres pays où il existe des circuits de financement alternatifs plus nombreux et où le système financier dans son ensemble est plus souple. Cette souplesse est particulièrement grande en Allemagne et aux Pays-Bas où les émetteurs, et en particulier le secteur privé, peuvent faire un large appel à des placements privés (marchés des "Sohuldscheindarlehen" et "onderhandse leningen"). Aussi la politique de régulation du marché obligataire est-elle relativement peu contraignante dans ces pays, dans la mesure où elle ne s'étend pas aux circuits alternatifs de financement.

Mais il convient de remarquer que dans les pays comme l'Allemagne et l'Italie où le système bancaire joue un rôle important sur le marché financier soit comme prêteur, soit comme emprunteur, la politique monétaire est en mesure d'exercer une influence indirecte mais importante sur le fonctionnement du marché et sur les taux d'intérêt.

3. Des différences appréciables existent également quant au point d'impact des interventions.

En Allemagne, non seulement les interventions des autorités sont moins nombreuses que dans les autres pays, mais encore le poids de l'ajustement recherché pour des motifs conjoncturels a été mis jusqu'à présent principalement sur le secteur public.

Dans les autres pays, le poids de l'ajustement est réparti entre le secteur public et le secteur privé en tenant compte des besoins prioritaires. Toutefois, lorsqu'il existe une large prépondérance des emprunts du secteur public sur le marché, les fluctuations du marché et les interventions de régulation ne peuvent manquer d'affecter le secteur public. En Belgique, en France et aux Pays-Bas, la politique de régulation s'est plutôt appuyée sur une action visant la demande des capitaux. En Italie, bien que l'action sur la demande n'ait pas été négligée, c'est surtout en faisant participer plus ou moins largement le système bancaire à l'offre de capitaux que l'équilibre du marché a été obtenu.

4. Des différences apparaissent aussi selon que le calendrier des émissions est déterminé avec une concertation plus ou moins poussée entre les autorités et les banques participant aux syndicats d'émission.

A cet égard, il semble qu'en ce qui concerne la forme de la concertation les pratiques allemandes, néerlandaises et françaises aient tendu à se rapprocher quelque peu au cours des dernières années, bien que des différences appréciables subsistent quant à l'intensité de l'influence exercée par les autorités. En effet, dans ces trois pays le calendrier des émissions fait l'objet d'une concertation officielle ou quasi-officielle, de façon multilatérale ou bilatérale entre les autorités et les banques.

Au contraire, bien que des contacts officieux entre les autorités et les banques ne soient pas négligés dans les autres pays, un cadre officiel de concertation n'y a pas été créé et le calendrier est encore établi de manière à peu près autonome par les autorités en Belgique et en Italie, et par les banques au Luxembourg.

CHAPITRE II : POLITIQUE A L'EGARD DE LA DEMANDE INTERIEURE DE CAPITAUX

Dans tous les pays membres, au cours de la période 1966 à 1969, les autorités ont influé sur l'ensemble ou une partie de la demande intérieure sur le marché obligataire. Des différences apparaissent cependant selon que le poids de l'ajustement repose sur telle ou telle catégorie d'émetteurs et selon le degré de rigueur de cette politique.

Allemagne

Ce n'est que dans les périodes de vive tension du marché ou de niveau d'intérêt extrêmement élevé que l'on a essayé en limitant les émissions d'emprunt d'influer sur l'évolution du marché. Ainsi, à partir de l'automne 1965 jusqu'à la fin de 1966, les autorités ont influé sur certains émetteurs intérieurs peu sensibles à l'évolution des taux afin de les amener à mieux adapter leur volume d'émission à la situation du marché.

A la fin de 1968 et en 1969, malgré la tension du marché et le niveau du taux, une action sur la demande intérieure n'a pas été nécessaire, les émetteurs publics ayant volontairement limité leurs appels au marché et ayant même procédé à un ajournement des émissions en 1969, décidé au sein du Conseil conjoncturel.

En schématisant cette politique, on peut dire qu'elle a consisté en :

- un arrêt des émissions directes des administrations et entreprises publiques (Bund, Länder, communes, postes, chemins de fer) en 1966;
- un freinage des émissions d'obligations hypothécaires et communales (1) à partir de la fin de juillet 1965 et en 1966, allant de pair avec une totale liberté des emprunts d'entreprises privées, emprunts qui n'ont cependant joué qu'un rôle mineur.

Mais cette politique n'a pas été très rigoureuse car certaines administrations publiques ont pu s'endetter auprès d'institutions qui elles-mêmes continuaient à lancer des émissions sur le marché (obligations communales); certains autres émetteurs ont recouru à des formes d'appel au marché qui n'étaient pas contrôlées (émissions d'obligations nominatives au lieu d'obligations au porteur, émissions de Schuldscheindarlehen).

La raison de ce manque de rigueur dans la politique de restriction de la demande de capitaux réside dans la conception libérale des autorités, conception suivant laquelle la hausse des taux d'intérêt présente certains effets conjoncturels favorables et tend à permettre au marché de retrouver son équilibre par lui-même.

(1) Titres émis par les institutions de crédit hypothécaire publiques et privées et par les organisations centrales des caisses d'épargne (Girozentralen).

a) Politique à l'égard des administrations publiques et des entreprises publiques

Avant la création du Conseil conjoncturel dans le cadre de la loi sur la stabilité et la croissance économique en juin 1967, les participants aux "tables rondes" s'efforçaient déjà d'adapter les émissions d'emprunt du secteur public aux capacités d'absorption du marché.

Depuis l'été 1965, les émetteurs publics (Bund, Länder, communes, postes, chemins de fer) se sont entendus pour recourir modérément au marché obligataire. En mai 1966, ils ont décidé d'un commun accord un arrêt des émissions, qui a été prolongé jusqu'à la fin de l'année afin d'éviter que le taux nominal ne dépasse 7 %, alors que le taux de rendement sur le marché secondaire dépassait 8,5 % pour atteindre 9 % dans certains cas. Il en est résulté une baisse des taux d'intérêt d'abord sur le marché des titres publics puis sur l'ensemble du marché.

En 1967, les participants à la "table ronde", puis le Conseil conjoncturel, ont veillé à ce que le marché des emprunts ne soit pas trop sollicité par les émetteurs publics, afin d'accélérer la baisse des taux d'intérêts et par là de stimuler la reprise des investissements. Les programmes conjoncturels du Bund ont été financés par des ressources à court et à moyen terme. Par contre, les Länder et les communes ont financé leurs investissements supplémentaires par le marché à long terme.

Le Bund a commencé à contracter des prêts contre titres de créance (Schuldscheindarlehen) à la fin de 1967 et y a recouru sur une grande échelle en 1968 pour consolider ses dettes à court terme (4,7 milliards de DM alors que ses emprunts publics se sont élevés seulement à 0,65 milliard de DM). Il a continué à recourir à cette méthode de financement en 1969 (1,5 milliard de DM au cours du premier trimestre de 1969).

Il convient de remarquer que le Conseil conjoncturel avait recommandé ce mode de financement, dont le coût est plus faible pour l'émetteur, bien qu'il ne prenne pas en considération en temps normal les Schuldscheindarlehen et que des collectivités publiques aient toute liberté de contracter ces prêts, d'en déterminer le montant et l'échelonnement.

En 1968, le marché obligataire n'ayant pas connu de tensions importantes, les taux ont continué leur détente amorcée en 1967. Tous les émetteurs désireux de placer des emprunts sur le marché obligataire ont pu le faire et le conseil conjoncturel n'a pas eu de problème à régler, d'autant plus que les émetteurs publics recouraient plutôt au financement par Schuldscheindarlehen.

A partir du printemps 1969, les taux se sont tendus à nouveau, en raison notamment de l'afflux d'émissions étrangères, de la contagion du niveau des taux du marché international mais aussi des restrictions de la liquidité intérieure et de la hausse du taux d'escompte.

Les autorités allemandes ont considéré que la hausse des taux sur le marché était inévitable en raison de la situation conjoncturelle caractérisée par une surchauffe croissante. Toutefois, au cours du premier semestre de 1969, le volume des émissions nouvelles lancées par les émetteurs publics intérieurs a été inférieur à celui de leurs amortissements et rachats. Ainsi, les émetteurs publics ont-ils considérablement contribué à la baisse des émissions intérieures nettes qui ont atteint 5,4 milliards de DM de janvier à avril 1969 contre 7,2 milliards de DM pendant la même période en 1968.

Tout en considérant la hausse des taux comme un moyen de freiner la surchauffe conjoncturelle, les autorités ont mené une politique au sein du Conseil conjoncturel tendant à ce que les émetteurs publics s'abstiennent de faire appel au marché afin d'éviter de contribuer à la tension régnant sur le marché.

b) Politique à l'égard des émissions des institutions financières et des entreprises privées

Le ministre fédéral de l'économie n'a utilisé qu'en 1965/1966 les pouvoirs dont il dispose dans le cadre de la procédure d'autorisation au titre des articles 795 et 808 a) du BGB pour différer des émissions qui sont soumises à cette procédure. Le ministre fédéral de l'économie a essentiellement recouru à la persuasion afin d'obtenir une limitation volontaire des émissions.

L'industrie n'ayant guère fait appel au marché obligataire, cette politique a visé surtout à empêcher l'émission d'un volume excessif d'obligations bancaires (obligations hypothécaires et obligations communales) par les instituts de crédit foncier. En liaison avec cette politique on a observé en 1966 une diminution des émissions de titres au porteur (soumises à la procédure d'autorisation) mais par contre un développement des émissions d'obligations nominatives et des autres placements privés (Schuldscheindarlehen).

Le ministère fédéral de l'économie a poursuivi cette politique jusqu'à la fin de 1966, alors que la baisse des taux s'était déjà amorcée depuis l'été. Les autorisations furent de nouveau octroyées sans restrictions seulement lorsque la banque centrale, pour des motifs conjoncturels, reprit une politique de crédit expansionniste, et lorsque les institutions de crédit dont les liquidités s'étaient reconstituées eurent repris leurs placements en obligations.

En 1967, le conseil conjoncturel a veillé cependant à ce que le marché obligataire ne soit pas soumis à des tensions excessives à la suite d'émission d'émetteurs publics. En 1968, la détente amorcée l'année précédente s'est poursuivie.

Le très faible volume des emprunts de l'industrie a été dû au fait que ce secteur disposait de ressources propres abondantes (liquidités importantes et taux d'autofinancement élevé) et qu'en matière de financement externe l'industrie a préféré recourir aux crédits bancaires largement disponibles.

Les émissions d'obligations communales ont par contre revêtu une très grande importance (la moitié environ de l'ensemble des émissions intérieures nettes) et tandis que celles d'obligations hypothécaires augmentaient modérément, les émissions des autres institutions spécialisées de crédit s'accroissaient fortement.

En 1969, malgré une nouvelle tension sur le marché obligataire, le ministère de l'économie n'a pas utilisé la procédure d'autorisation de manière restrictive, les emprunteurs intérieurs n'ayant pas recouru au marché de manière excessive. Il s'est contenté d'informer le ZKA des limites du marché en ce qui concerne les possibilités d'émissions étrangères et de le mettre en garde contre un afflux excessif de ces émissions, s'efforçant d'assurer l'échelonnement par la persuasion et de susciter une autodiscipline des institutions de crédit participant aux émissions.

Mais les émissions au robinet, notamment d'obligations communales et d'obligations hypothécaires ne faisant pas l'objet de consultations au sein du ZKA, n'ont guère été affectées par la situation du marché. En fait, au cours des quatre premiers mois de 1969, les émissions d'obligations communales et d'obligations hypothécaires ont peu décliné par rapport à la période comparable de 1968, et ont même augmenté par rapport aux quatre derniers mois de 1968. Quant aux autres obligations bancaires, et en particulier les obligations à moyen terme des "Girozentralen", elles ont fortement augmenté.

Enfin, le secteur des entreprises privées n'a pas recouru au marché plus que précédemment mais l'a même alimenté par un excédent de l'amortissement d'emprunts antérieurs sur les émissions nouvelles.

France

La politique de régulation du marché a été très active tout au long de la période sous revue. Les autorités ont dû affronter d'abord une tension due à une rupture d'équilibre entre l'offre et la demande en 1966, qui n'a pu être véritablement surmontée qu'à partir de 1967.

Puis, elles ont dû faire face à une série de tensions dues à des causes monétaires et politiques qui se sont succédé à de brefs intervalles en mai-juin 1968, novembre 1968 et au deuxième trimestre 1969. Enfin, les procédures et instruments de cette politique ont été sensiblement modifiés en avril 1968 (1). Ainsi, le ministère de l'économie et des finances d'abord seul, puis en concertation étroite avec le Comité bancaire (après la réforme d'avril 1968, a exercé une action sur la demande intérieure et sur les taux d'intérêt, afin de régulariser autant que possible un marché qui a connu des perturbations importantes.

En schématisant cette politique, on peut dire qu'elle a consisté d'abord à laisser s'opérer des ajustements de taux, permettant aux taux français de se rapprocher progressivement de ceux du marché international puis de les dépasser. Elle a aussi recouru à des pauses successives des émissions et à partir de 1967 à des allègements des programmes d'émissions du secteur public et surtout de l'Etat qui a ainsi supporté, comme en Allemagne, une part des ajustements nécessaires pour maintenir l'équilibre du marché plus grande que les autres émetteurs.

Il est possible de distinguer deux périodes depuis 1966 dans la politique de régulation du marché obligataire français :

- jusqu'en 1967, les variations des taux d'intérêt ont dépendu surtout de l'évolution de l'offre et de la demande intérieure et les autorités ont eu à rétablir des déséquilibres "normaux" en utilisant les méthodes traditionnelles;
- à partir de 1968 ce sont surtout les accidents politiques et monétaires qui ont influencé l'évolution des taux d'intérêt. Celle-ci a été plus sensible aussi aux influences extérieures. De plus, les moyens d'intervention du ministère de l'économie et des finances sur le marché obligataire ont été profondément modifiés par la réforme d'avril 1968. Enfin, la politique d'ajustement de la demande intérieure en vue de rétablir l'équilibre du marché a pesé davantage sur les émetteurs du secteur public depuis 1968.

a) Politique suivie de 1966 à 1967

En 1966, une tension des taux d'intérêt s'est manifestée en France au cours des premiers mois en raison de l'accroissement du volume des émissions brutes (+ 16 %) et nettes (+ 20 %) et en particulier des émissions de l'Etat et des collectivités locales par rapport à l'année précédente.

(1) Ces modifications ont été décrites dans la première partie de ce rapport.

Le ministère de l'économie et des finances, qui à l'époque fixait les dates et conditions des emprunts, estimant qu'une pause dans les appels au marché était impossible en raison de la rigidité du programme des émissions, décida de relever le taux nominal des nouveaux emprunts de 0,50 %. Les taux nominaux furent ainsi portés à 6,25 % pour les emprunts de première catégorie et 6,50 % pour les autres émissions et les taux de rendement à l'émission respectivement à 6,80 et 7,10 %. Cet ajustement, qui eut une répercussion sur le marché secondaire, n'a pas suffi à rattraper les rendements en bourse qui continuèrent à progresser modérément jusqu'en janvier 1967 en raison de la surcharge du calendrier.

La hausse des taux sur le marché international et sur les marchés étrangers a aussi contribué à cette hausse des taux français en incitant les investisseurs institutionnels, qui escomptaient la contagion du phénomène, à différer l'emploi de leurs disponibilités. Il convient de souligner que les taux étaient plus élevés en Allemagne (certains taux de rendement dépassaient 8,5 %), mais que l'année 1966 fut une année de très forte réduction des émissions en Allemagne, tandis qu'en France elle fut l'année où le montant des émissions fut le plus élevé de la période 1960-1969.

Ainsi, tandis que les autorités allemandes s'efforçaient de freiner la hausse des taux sur leur marché qui avaient atteint des niveaux records par une politique restrictive de la demande, en particulier des administrations publiques, les autorités françaises pratiquaient une politique inverse qui a eu pour effet de faciliter le rapprochement des taux français vers le niveau international.

En 1967, la tension du marché s'est atténuée grâce à une diminution du volume des émissions nettes et en particulier des emprunts de l'Etat et des établissements de crédit spécialisés. La sélection des émetteurs a par contre favorisé les entreprises publiques et privées dont les émissions se sont développées.

b) Politique suivie à partir de 1968

Après la dévaluation de la livre en novembre 1967, la tension qui est apparue sur le marché international s'est communiquée au marché français, entraînant une légère hausse des taux de rendement. En l'absence de communications étroites entre le marché international et le marché français, ce sont des influences psychologiques et notamment les anticipations des investisseurs institutionnels qui paraissent avoir provoqué la contagion de la hausse.

En 1968, les autorités ont eu à combattre une série de tensions successives plus importantes provoquées par des causes diverses.

La tension de la fin 1967 s'est prolongée jusqu'en mars 1968. Une détente s'est amorcée alors en liaison avec la réforme du marché des obligations, le ralentissement de la cadence des émissions et le relèvement du taux nominal de 0,25 %.

Le contraste est dès lors important entre la politique suivie avant et après la réforme d'avril 1968. Tandis que les taux et le rythme des émissions étaient fixés surtout par les pouvoirs publics avant cette date, ils font l'objet depuis lors d'une concertation avec un comité de banquiers et tiennent davantage compte de l'évolution du marché.

Les événements de mai ont amené le ministère de l'économie et des finances et le Comité bancaire à décider d'un commun accord un arrêt des émissions.

Lors de la reprise des émissions en juillet, l'équilibre du marché a été assuré par une diminution du programme d'émissions du secteur semi-public (auxquelles ont été substitués des crédits à moyen terme et des bons à moyen terme placés auprès du système bancaire) et par un nouveau relèvement des taux nominaux qui sont passés à 6,75 % pour le secteur public et 7 % pour les obligations industrielles, de façon à ce que les taux de rendement à l'émission puissent s'aligner sur ceux du marché secondaire sans aboutir à des primes d'émission excessives.

Malgré ces mesures d'allègement, le marché des obligations a connu une nouvelle tension à partir de novembre, en raison de la crise monétaire et une nouvelle pause des émissions a dû être décidée. A partir de cette même date la politique consistant à laisser s'opérer des ajustements de taux a été pratiquée de manière plus délibérée sous l'influence de préoccupations conjoncturelles et d'équilibre du marché.

Mais, en raison de la rigidité des besoins, les émissions plusieurs fois différées ont dû finalement être lancées à un rythme élevé à partir de décembre 1968 et tout au long du premier trimestre 1969, provoquant une nouvelle hausse importante des taux de 0,50 % pour les titres du secteur public et 0,70 % pour les obligations industrielles.

En dépit de la hausse des taux nominaux et des taux de rendement à l'émission élevés atteints en avril (8,20 % pour les obligations du secteur semi-public, 8,50 % pour les obligations industrielles), le placement de nouveaux emprunts est devenu difficile en raison de l'engorgement du marché et des circonstances électorales qui empêchaient sa reprise.

Les émissions du secteur privé se sont interrompues spontanément en avril et celles du secteur public ont dû être arrêtées pendant trois semaines en juin.

Lors de la reprise des émissions en juillet, une nouvelle et forte augmentation des taux nominaux de 1 % a été décidée, afin de supprimer les primes d'émission "en dehors" qui étaient appliquées et de rapprocher le taux nominal du taux de rendement effectif à l'émission lui-même identique à celui constaté sur le marché secondaire.

Pays-Bas

La politique de régulation du marché des obligations a été relativement souple et a recouru aux divers instruments disponibles; elle s'est appuyée dans toute la mesure nécessaire sur une adaptation de la demande intérieure aux possibilités du marché utilisant soit le décalage de certaines émissions, soit la limitation de leur volume, soit les modifications de leur taux de rendement.

a) Vue d'ensemble de la politique suivie

La banque centrale a fait usage du pouvoir dont elle dispose, en vertu de gentlemen's agreement conclu avec les banques en 1954, afin de différer certains emprunts une fois en 1966, plusieurs fois en 1967, 1968 et 1969. Un tel décalage a été demandé plus souvent aux émetteurs privés qu'aux émetteurs publics, dont les émissions sont plutôt ajustées aux possibilités du marché par d'autres moyens. En principe, la banque centrale n'a pas de pouvoir pour influencer sur la fixation du taux d'intérêt des émissions, car le gentlemen's agreement n'a rien prévu à cet égard. Toutefois, en pratique, les conditions des émissions sont discutées entre elles et les banques.

En 1966, plusieurs emprunts n'ont pu être entièrement couverts en raison de la fixation par les émetteurs d'un rendement à l'émission trop faible. Dans certains cas, l'échec était imputable également à l'absence de garantie suffisante ou à l'évolution du marché entre le moment de l'annonce d'une émission et celui de l'ouverture effective de la souscription. Ainsi, un emprunt d'Etat n'a pas été couvert entièrement en tout début d'année, ce qui a entraîné un relèvement des conditions pour les émissions ultérieures. En dépit de ce relèvement, une part importante d'un emprunt de la Gasunie n'a pas été souscrite en avril. Cet échec et le relèvement du taux d'escompte ont exercé une forte pression à la hausse sur les taux de rendement qui ont été portés à plus de 7 % (contre 6,25 % en début d'année). Les conditions se sont ensuite stabilisées et il a été possible de répondre favorablement aux demandes d'émission introduites pendant le second semestre.

En 1967, le marché est resté calme au premier trimestre et le taux a pu redescendre à 6,15 % pour l'emprunt d'Etat lancé en avril. Il n'y a pas eu d'émissions du secteur privé car les émetteurs qui s'étaient annoncés en 1966 et avaient été ajournés jusqu'au printemps 1967 n'étaient plus intéressés, soit parce qu'ils avaient couvert leurs besoins entre-temps par des placements privés, soit parce que, en raison du niveau des taux, ils préféreraient adopter une position d'attente.

Au début du deuxième trimestre, des demandes d'émission du secteur privé sont réapparues pour des petits emprunts et ont pu être satisfaites. Mais ensuite priorité a été accordée à un emprunt de la Banque des communes néerlandaises. Toutefois, le montant de cet emprunt a dû être réduit en raison des tensions au Proche-Orient.

L'incertitude concernant la livre sterling a de nouveau entraîné une stagnation du marché. Priorité a été donnée à une émission de la Gasunie puis à une émission de l'Etat en janvier 1968 dont le montant n'a été arrêté qu'après la souscription.

En mars 1968 deux emprunts du secteur privé ont pu avoir accès au marché après les émissions précitées. Mais la première de ces opérations n'a pas eu de succès en raison de l'instabilité monétaire qui régnait à cette époque et du lancement simultané de deux grandes opérations sur le marché privé. C'est dire qu'en dépit des différences entre le marché public et le marché privé, il existe certaines influences réciproques entre eux.

La Banque des communes a pu accéder au marché seulement en mai et l'Etat à la mi-juin. Mais entre la date de lancement (14 juin) et la date de paiement (4 juillet) de l'emprunt d'Etat, il s'est avéré que le montant trop élevé de celui-ci a eu pour effet de déprimer les cours du marché obligataire. De ce fait, deux emprunts lancés à la veille du paiement de l'emprunt d'Etat et dont le rendement avait été jugé peu attrayant ont connu un échec. En raison de cet échec, la banque centrale a décidé une suspension des émissions.

Celles-ci ont pu reprendre dans la deuxième quinzaine d'août avec un emprunt de la Banque des communes dont le succès a permis le lancement immédiat d'un second emprunt identique. L'Etat, à son tour, a lancé un troisième emprunt en octobre selon la technique de l'adjudication avec un taux d'intérêt nominal de 6,50 % et un cours de souscription minimum fixé à 99 %, le montant de l'emprunt étant lui-même indéterminé mais à fixer entre deux limites.

Au premier semestre de 1969, par contre, les autorités n'ont recouru qu'une seule fois au décalage d'un emprunt, l'équilibre du marché ayant été assuré essentiellement par un ajustement des taux.

Les Pays-Bas sont après la France le pays où la hausse a été la plus rapide au cours du premier trimestre 1969. Pour la première fois, les taux néerlandais se sont rapprochés des taux du marché international et les ont même dépassés ensuite. Cette hausse rapide a été due essentiellement à quatre facteurs : la politique restrictive en matière de crédit, la répercussion de la hausse des taux intervenue sur le marché international, un certain attentisme des investisseurs et une modification dans la structure de l'offre, les investisseurs ayant manifesté un intérêt accru pour les actions et les obligations convertibles étrangères.

En fait, les mouvements des taux traduisent une mutation progressive dans la politique des autorités. Alors que les taux néerlandais s'étaient maintenus longtemps à l'un des niveaux les plus bas d'Europe, les autorités ont renoncé à appliquer une politique de stabilisation des taux estimant que leur hausse serait de nature à faciliter le rétablissement de l'équilibre du marché et pourrait être un adjuvant de la politique conjoncturelle. Les autorités néerlandaises se sont ainsi rapprochées dans leur politique des taux de celle appliquée en Allemagne. Cependant, la politique d'équilibre du marché est aux Pays-Bas beaucoup plus active et cet objectif reste prépondérant par rapport à ceux de politique conjoncturelle. Ces interventions de la banque centrale sont complétées par une politique d'ajustement de la demande des émetteurs publics pratiquée par le gouvernement.

b) Politique à l'égard des collectivités locales

Le gouvernement, sur la base de l'article 5 de la loi de 1963 concernant les dépenses d'investissement des communes et des provinces, a obligé les collectivités locales qui sont les plus importants émetteurs (environ 50 % des émissions nettes en 1967 et 1968) à contracter leurs emprunts à long terme auprès de la Banque des communes néerlandaises en décrétant le "financement central" tout au long de la période 1966 à 1968 (la décision ministérielle du 10.12.1965 à cet égard a été renouvelée chaque année). Cette méthode a été préférée à celle consistant à fixer un plafond à l'endettement des communes qui était utilisée auparavant, car la Banque des communes peut plus aisément proportionner ses appels au marché aux possibilités de celui-ci.

Sans doute, la méthode comporte-t-elle des inconvénients pour les communes qui ne peuvent connaître à l'avance les ressources d'emprunt dont elles pourront disposer au cours de l'année. Elle a pour avantage par contre de permettre une meilleure répartition des ressources tenant compte des besoins des diverses collectivités locales (au lieu que des petites communes étaient défavorisées dans leurs possibilités de recourir directement au marché auparavant). Dans l'attribution des ressources le gouvernement tient compte des listes de

priorités établies par les autorités des provinces (Colleges van Gedeputeerde Staten). Les grandes villes sont soumises à un régime particulier qui consiste en un plafond d'investissements fixé indépendamment de leur financement.

Il existe d'ailleurs aussi un frein à l'endettement à court terme (moins de 12 mois) des collectivités locales, puisqu'en vertu d'une réglementation administrative, celui-ci ne peut dépasser un quart de leurs recettes courantes de l'an passé. Au-delà de ce pourcentage, les collectivités locales doivent utiliser 50 % de leurs emprunts à long terme pour consolider leurs dettes à court terme.

En somme, ce cadre précis apparaît plus comme un instrument de répartition des ressources entre les collectivités locales que de limitation de leur endettement; en pratique, tout au long de la période considérée, la Banque des communes néerlandaises a prélevé autant de ressources qu'il était possible sur le marché en lançant des emprunts obligataires, en émettant des lettres d'épargne et en recourant à des onderhandse leningen. On peut même dire que cet emprunteur a bénéficié d'un accès privilégié au marché, certaines émissions du secteur privé ayant été décalées pour assurer le succès de ses emprunts.

Le recours au "financement central" a surtout pour but d'éviter des perturbations des marchés financiers qui seraient dues à des surenchères des collectivités locales.

c) Politique à l'égard des émissions de l'Etat

En ce qui concerne l'Etat, qui est en général le second émetteur en importance, la conception néerlandaise est d'élaborer la politique budgétaire en veillant à ne pas trop peser sur le marché. Cette autodiscipline de l'Etat ne signifie pas cependant que ses emprunts viennent en dernier lieu sur le marché. A plusieurs reprises, certains emprunts du secteur privé ont été décalés pour faciliter le lancement des emprunts d'Etat. Par contre, à certains moments, comme par exemple pendant le premier semestre 1968, les demandes de l'Etat et des collectivités locales doivent passer au second rang pour des raisons conjoncturelles.

Par ailleurs, l'Etat recourt également à d'autres sources de financement, notamment au financement monétaire, et ne satisfait qu'une partie de ses besoins sur le marché obligataire. En fait, les émissions nettes de l'Etat sur ce marché connaissent des fluctuations plus grandes que l'ensemble de l'endettement de l'Etat.

Afin de mieux adapter ses appels aux possibilités du marché obligataire, l'Etat a modifié ses techniques d'émission. En 1968, d'une part, il a recouru à la technique consistant à lancer un emprunt sans en arrêter le montant avant la souscription, puis à la technique de l'emprunt par adjudication (tender) dont le montant ainsi que le taux de rendement effectif peuvent fluctuer entre certaines marges en fonction de la réponse du marché. La première technique aboutit à assurer l'équilibre du marché par adaptation du volume des emprunts de l'Etat, et la seconde par ajustement des taux ainsi que du volume.

L'usage de ces techniques d'émission a sans doute diminué le besoin de recourir au décalage de certaines émissions. Mais il est difficile en fin de compte d'analyser quels ont été leurs effets sur le volume et sur les conditions des emprunts de l'Etat par rapport à ce qu'ils auraient été en l'absence d'un tel usage.

Italie

Devant une dimension croissante du marché obligataire, dont témoigne le rapport entre les émissions et le produit national, les autorités italiennes ont suivi activement l'évolution du marché afin d'obtenir un développement équilibré de la demande et de l'offre de fonds qui permette de maintenir une stabilité du coût de l'argent à long terme nécessaire pour favoriser le développement de la production et des investissements.

Mais il convient de noter que les principaux résultats de la politique italienne, à savoir le quasi-monopole des émissions du secteur public et la stabilité relativement grande du taux d'intérêt jusqu'au milieu de 1969, ont été atteints respectivement au moyen d'une sélection automatique des émetteurs réalisée par la fiscalité, et au moyen d'interventions sur l'offre de capitaux plutôt que par une politique d'intervention sélective sur les émetteurs.

Contrairement à ce qui se passe dans tous les autres pays membres, la politique de régulation du marché des obligations ne repose donc pas principalement sur des interventions au stade de l'émission.

a) Sélection des émetteurs

La sélection des émetteurs a un rôle très important, mais elle est effectuée essentiellement de manière automatique par un instrument fiscal. En effet, en raison de l'existence de "l'imposta di ricchezza mobile", impôt frappant les intérêts des obligations et payé par l'émetteur, dont le taux atteint actuellement 38 %, le coût des capitaux prélevés

sur le marché obligataire est prohibitif pour tout émetteur qui n'est pas dispensé de cet impôt. Ceux qui en sont dispensés - émetteurs publics proprement dits (Etats, collectivités locales, institutions émettant pour le compte du Trésor), institutions publiques de crédit, entreprises publiques qui ne payent qu'un impôt d'abonnement dont le taux est presque négligeable - disposent pour cette raison d'un monopole de fait pour l'accès au marché.

Il reste néanmoins, au-delà de cette sélection automatique qui écarte les émetteurs du secteur privé (1), à effectuer certains arbitrages entre les projets d'émission du secteur public. Des décalages dans le temps suffisent en général à assurer l'équilibre du marché. Ils peuvent se produire d'une part au moment où l'autorisation est donnée par l'ensemble des autorités intervenant dans cette procédure, puis au moment où la Banque d'Italie autorise le lancement effectif de l'émission.

Pour ces raisons, il peut s'écouler un délai variable qui peut aller jusqu'à plusieurs mois entre le dépôt de la demande d'autorisation et le lancement de l'émission. Cependant, en avril 1967, en présence des craintes concernant une remise en question du régime fiscal des obligations, les émetteurs publics ont complètement arrêté leurs émissions pour soulager le marché. Les émissions nettes ont été réparties de façon beaucoup plus irrégulière en 1967 qu'en 1966, et elles ont diminué davantage en 1967 que l'ensemble des émissions. En 1968, elles ont repris leur importance et ont été de nouveau distribuées dans le temps de manière régulière.

Par ailleurs, en 1969 pour freiner une conjoncture excessive dans le secteur de la construction, les autorités monétaires ont contenu les émissions de titres par les institutions de crédit foncier.

Ainsi, des considérations d'équilibre du marché ou des raisons conjoncturelles peuvent décider les autorités à freiner ou à décaler les émissions de certains demandeurs de capitaux.

Bien qu'il n'existe pas une concertation analogue à celles qui ont été organisées en Allemagne, en France ou aux Pays-Bas, pour assurer l'échelonnement des émissions, il convient de noter qu'une coordination entre les diverses autorités est assurée par un système souple de liaisons, notamment entre le comité interministériel pour le crédit et l'épargne et la Banque d'Italie. En outre, des réunions informelles ont lieu chaque trimestre à la Banque d'Italie entre les principaux bailleurs et les principaux demandeurs de fonds.

(1) Toutefois les instituts spéciaux de crédit utilisent une grande partie des émissions pour des financements du secteur privé.

b) Politique à l'égard de la demande

Tout au long de la période sous revue, les autorités italiennes, et en particulier le Comité interministériel et la Banque d'Italie, ont agi sur la demande intérieure, en veillant à ce que les conditions des émissions soient conformes à la politique de stabilisation des taux qui constitue leur objectif fondamental.

Toutefois, il importe de remarquer que l'action sur la demande a été moins importante à cet égard que l'action sur l'offre, puisque les taux à l'émission ont été alignés sur les taux du marché secondaire et que les interventions stabilisatrices ont principalement porté sur ces derniers, à la différence des pratiques des autres pays membres. L'action stabilisatrice s'est exercée en particulier sur les taux des titres d'Etat et des établissements de crédit mobilier. Les taux les plus faibles et les plus stables sont d'ailleurs ceux des bons du Trésor à 9 ans et de certains autres emprunts d'Etat, tels ceux "pour la construction scolaire". Ces taux particulièrement bas sont imputables, d'une part, à des privilèges fiscaux particuliers (exemption de l'impôt de succession) qui expliquent l'intérêt qu'ils présentent pour certains porteurs individuels et, d'autre part, à une politique de soutien des cours, particulièrement active depuis trois ans puisque les cours ont été maintenus au pair.

Le taux considéré comme le plus significatif du coût de l'argent à long terme, celui des obligations émises par les instituts de crédit mobilier, a connu seulement une hausse légère en 1967, passant de 6,60 à 6,77 %. Ce taux a été maintenu stable en 1968, en dépit des tensions qui se manifestaient sur le marché international et les marchés étrangers. Le contraste est encore plus vif pendant le premier semestre 1969, puisque, alors que la hausse s'intensifiait partout ailleurs, ce taux a été maintenu à peu près stable (6,83 % en juin 1969), la hausse très légère étant apparue seulement en juillet. Toutefois, la hausse s'est accentuée dans les mois suivants et le rendement était de 7,46 % en octobre et de 7,90 % en décembre 1969.

Belgique

Etant donné la prépondérance des emprunts des administrations publiques, qui représentent environ 2/3 des émissions (1) - proportion la plus forte dans la Communauté - la politique de régulation du marché s'appuie essentiellement sur la prévision des besoins d'emprunt de l'Etat et des organismes publics.

Les besoins de l'Etat étant en permanence importants, l'action de régulation consiste essentiellement à fixer un volume d'emprunts de l'Etat compatible avec les fluctuations de

(1) Le pourcentage des émissions des administrations publiques (institutions publiques de crédit exclues) était pour les trois années 1967 à 1969 de 66 % par rapport au total des émissions intéressées nettes, et même de 95 % si l'on considère seulement les émissions brutes en série.

l'offre sur le marché et à établir en début d'année un calendrier des émissions compte tenu des vœux exprimés par les différents émetteurs publics.

a) Les émissions du secteur public

En 1966, les besoins nets de financement de l'Etat étaient de 17,1 milliards de FB. En raison des tensions sur le marché belge, ils n'ont pu être couverts qu'à concurrence de 9,1 milliards sur le marché intérieur des valeurs à revenu fixe, la différence ayant été couverte par des ressources à court et moyen terme pour 4,1 milliards et un recours aux marchés étrangers pour 3,9 milliards.

En 1967, par contre, l'ensemble des besoins nets de financement de l'Etat qui a atteint 22,5 milliards de FB a pu être couvert sur le marché belge des valeurs à revenu fixe.

En 1968, les besoins nets de financement de l'Etat ont atteint 33,7 milliards de FB et n'ont pu être couverts qu'à concurrence de 25,4 milliards par des obligations, le solde étant couvert par un endettement à court terme.

Enfin, en 1969, il apparaît, sur la base des renseignements disponibles pour le premier trimestre, que les besoins nets de financement de l'Etat ne pourront pas non plus être couverts intégralement sur le marché belge des obligations.

Le Trésor connaît au moment de l'établissement du budget les besoins nets de financement des différents émetteurs publics pour l'année à venir et fixe le volume annuel de ses emprunts en même temps qu'il établit un calendrier prévoyant leur échelonnement au cours de l'année. Le calendrier tient compte du rythme des amortissements et des remboursements des emprunts mais aussi des prévisions concernant le rythme des rentrées fiscales et des fluctuations du marché en cours d'année. Cependant, le développement des emprunts à charnière rend plus difficile l'établissement de prévisions en matière de besoins de renouvellement de la dette obligataire. En effet, la demande de remboursements des détenteurs peut varier de 20 à 80 % de l'emprunt suivant les cas.

En 1966 et 1967, les émissions publiques par grosses tranches (en séries) ont pu s'effectuer dans les grandes lignes conformément au calendrier établi en début d'année.

En 1968, par contre, en raison de la tension qui est apparue en fin d'année sur le marché et du développement des besoins nets de financement en cours d'année, leur couverture sur le marché des valeurs à revenu fixe n'a pu être réalisée totalement comme il était prévu.

Ainsi, en Belgique, au cours des années considérées, le Trésor a adapté sa demande, la restreignant par rapport à ses prévisions en cas de tension du marché ou prélevant plus que prévu pour consolider sa dette flottante lorsque des capitaux étaient disponibles sur le marché. L'élément de souplesse réside donc plus dans le volume des emprunts que dans l'échelonnement des émissions, contrairement aux Pays-Bas.

b) Les émissions du secteur privé

En ce qui concerne les émissions du secteur privé, à aucun moment au cours de la période considérée, la Commission bancaire n'a dû faire usage des pouvoirs formels dont elle dispose en vue d'échelonner les émissions ou d'adapter leur volume aux possibilités du marché. Même en période de tension, elle n'a pas eu non plus à exercer de fortes pressions, les recommandations adressées aux sociétés en vue d'éviter certains chevauchements dans le calendrier des émissions ayant été acceptées et suivies sans difficultés. Une concurrence entre les émissions du secteur public et celles du secteur privé a été évitée d'autant plus facilement que ces dernières ont été pour la plupart des émissions au robinet. Par ailleurs, lorsqu'il s'agissait d'émissions par séries, elles ont été de faibles montants et les sociétés émettrices, connaissant le point de vue de la Commission bancaire, ont évité elles-mêmes toute simultanéité entre leurs émissions et celles du secteur public, en les intercalant aux places restées disponibles dans le calendrier des émissions établi par le Trésor. Mais il convient surtout de souligner que les montants des émissions du secteur privé ont été très faibles, les sociétés ayant recouru aux prêts des banques ou des institutions spécialisées de crédit (Société nationale de crédit à l'industrie et Caisse nationale de crédit professionnel) dont le coût est en général plus faible que celui des capitaux rassemblés par émission publique sur le marché, surtout si l'on tient compte des bonifications d'intérêt qui accompagnent assez souvent ces prêts lorsque les investissements à financer remplissent des conditions déterminées.

c) La politique des taux d'intérêt

La politique des taux d'intérêt est essentiellement dictée par des considérations conjoncturelles et repose principalement sur la manipulation du taux d'escompte de la banque centrale. L'effet des adaptations de ce taux d'escompte influence les taux du marché monétaire, mais ne se transmet pas nécessairement au marché obligataire. C'est surtout pendant les périodes où les autorités suivent une politique d'abaissement des taux de l'intérêt que la flexibilité des taux sur le marché obligataire s'avère moins grande que sur le marché monétaire. Ceci s'explique essentiellement par la demande, structurellement importante, du secteur public sur le marché des émissions. C'est ainsi que, pendant l'année 1967, les taux

de rendement sur le marché obligataire n'ont que peu baissé, bien que le taux d'escompte ait été diminué à cinq reprises au cours de cette année.

Des préoccupations de relance conjoncturelle ont fait que la politique tendant à maintenir les taux d'intérêt à un niveau "raisonnable", entamée en 1967, a été poursuivie pendant une bonne partie de l'année 1968 et que sur le marché obligataire les taux de rendement se sont quelque peu infléchis.

La politique des taux d'intérêt s'est renversée dans les derniers mois de l'année, les signes d'un redressement vigoureux de la conjoncture s'étant nettement affirmés. La réorientation de la politique des taux de l'intérêt s'imposait également par suite de l'évolution des taux à l'étranger, qui avait donné lieu à des sorties de capitaux importantes. Pour ces raisons le Trésor a procédé à des relèvements de taux à l'émission de ses emprunts. A côté du Trésor, dont les décisions en matière de taux d'intérêt des émissions influencent directement le marché, le conseil des institutions publiques de crédit joue aussi un rôle important en tant qu'organe de coordination des taux des emprunts et notamment des émissions au robinet des institutions publiques de crédit.

Il est évident toutefois que l'évolution des taux étrangers, et en particulier de ceux pratiqués sur les marchés des euro-devises et des euro-émissions, a influencé de manière de plus en plus marquante l'évolution des taux belges et limite les possibilités des autorités de conduire leur politique en cette matière de manière autonome.

Luxembourg

Etant donné le nombre restreint des émissions publiques intérieures, l'action de régulation de la demande intérieure est nécessairement limitée.

Par ailleurs, le Commissaire au contrôle des banques, qui dispose de pouvoirs analogues à ceux de la Commission bancaire belge pour échelonner les émissions du secteur privé si besoin en était, n'a pas eu à faire usage de ses pouvoirs au cours de la période considérée.

Les taux d'intérêt luxembourgeois qui avaient longtemps été inférieurs aux taux internationaux les ont pratiquement rejoints. La situation des finances publiques, qui a contraint le secteur public depuis 1967 à faire appel dans une plus large mesure au marché des obligations (alors qu'auparavant il s'adressait aux investisseurs institutionnels et aux banques) a entraîné la hausse des taux. Leur adaptation au niveau international peut être considérée comme un fait durable.

CHAPITRE III : POLITIQUE A L'EGARD DE L'OFFRE INTERIEURE DE CAPITAUX

Les interventions visant à assurer l'équilibre du marché qui portent sur l'offre intérieure de capitaux apparaissent dans la plupart des pays - à l'exception de l'Italie - moins nombreuses que celles portant sur la demande. En effet, ces interventions, essentiellement de nature structurelle (sous forme de réglementations prises pour orienter les placements des investisseurs institutionnels ou particuliers par exemple) sont nécessairement plus espacées que les interventions au jour le jour sur la demande. Cela ne signifie pas que leur contribution à l'équilibre du marché soit moins importante que celle des interventions sur la demande. Néanmoins, il existe aussi des interventions visant à faciliter le placement ou le soutien des cours de certains emprunts, sous forme de politique d'open market ou d'actions spécifiques sur certains investisseurs.

Allemagne

a) Il existe une position de principe favorable au développement des placements des particuliers en valeurs mobilières et notamment en obligations. Au cours de la période considérée, les autorités ont été conscientes du fait que les fluctuations des cours des obligations ont temporairement exercé des effets négatifs sur la propension des particuliers à investir dans ces titres, notamment dans les emprunts les plus longs. Ce fut le cas en particulier en 1966 et 1967 où les achats des particuliers ont diminué tant en valeur absolue qu'en pourcentage de l'offre de capitaux sur le marché des valeurs à revenu fixe, bien que la formation d'épargne soit restée stable. Dans un certain nombre de cas où les objectifs de politique du marché des capitaux (stabilité des cours en vue d'attirer les épargnants) étaient en contradiction avec les objectifs de politique conjoncturelle (hausse des taux en vue de freiner la conjoncture), la préférence a dû être donnée à ces derniers. Certaines fluctuations des taux et des cours ne pourront non plus être évitées à l'avenir, bien qu'il existe le désir d'infléchir la politique d'équilibre en recourant davantage à la politique des finances publiques et moins à des instruments de politique monétaire tels que la hausse des taux.

Certaines mesures ont été prises par ailleurs pour répondre aux préférences du public qui souhaite le raccourcissement de la durée des emprunts et des possibilités de mobilisation sans pertes de cours. D'une part, le Bund a réduit la durée de ses emprunts (à 10 ou 12 ans), d'autre part il a créé, au début de 1969, le "Bundesschatzbrief", titre à moyen terme, d'une durée de 6 ans avec un taux d'intérêt progressif, et une possibilité de reprise à tout moment après un délai de blocage d'un an au début de sa validité, qui constitue une garantie contre des pertes en capital. Les caisses d'épargne et les banques populaires ont été incitées également à offrir des titres analogues.

Enfin, les instituts de crédit foncier ont essayé aussi d'adapter les caractéristiques de leurs émissions aux goûts du public en créant des papiers d'une durée de 10 ans dotés d'une possibilité de remboursement au pair après 5 ans, et des obligations hypothécaires à échéances plus courtes.

b) La banque centrale, par sa politique d'open market, a influencé directement l'offre intérieure de capitaux, afin de compenser des tensions temporaires sur le marché. Toutefois le volume de l'offre intérieure de capitaux a été influencé de façon décisive par les répercussions des mesures de politique du crédit prises pour influencer la conjoncture, mesures qui ont eu une incidence indirecte sur les achats et ventes de valeurs à revenu fixe des banques et caisses d'épargne.

En 1965, puis particulièrement pendant le premier semestre de 1966, la Bundesbank a appliqué dans le domaine du crédit une politique restrictive; celle-ci s'est répercutée en une diminution importante des achats nets de valeurs à revenu fixe par les banques, caisses d'épargne et autres institutions de crédit qui ont atteint 3,4 milliards de DM en 1965 et 1,5 en 1966.

De la fin de 1966 jusqu'en 1968, la politique monétaire a été orientée à l'expansion; aussi les institutions de crédit ont-elles acquis 11,7 milliards de DM en 1967 et 14,6 en 1968. Ainsi, la politique monétaire a-t-elle eu pour conséquence indirecte de retrécir ou d'élargir l'offre de capitaux des institutions de crédit sur le marché des obligations.

En 1967, alors que certaines institutions de crédit hésitaient à reprendre leurs achats de valeurs à revenu fixe, la Bundesbank a étendu sa politique d'open market en se portant pour la première fois acquéreur au moyen de ses ressources propres d'emprunts émis par le Bund et ses "patrimoines particuliers" (chemins de fer, postes), alors qu'auparavant elle s'était bornée à acheter de telles valeurs pour le compte des émetteurs. Elle s'est ainsi substituée dans une certaine mesure aux institutions de crédit comme acheteur sur le marché secondaire et a contribué ainsi directement à alimenter l'offre de capitaux sur ce marché. C'est ainsi qu'elle a acquis un montant net d'environ 1,3 milliard de DM en 1967 (environ 10 % du marché).

Cette extension de la politique d'open market avait été suggérée par le ministre de l'économie et le ministre des finances devant l'arrêt et même le renversement de la tendance à la baisse des taux d'intérêt enregistrée depuis la fin 1966. Les raisons en étaient l'afflux de titres sur le marché, lié au financement des programmes conjoncturels d'investissements, et les ventes de valeurs à revenu fixe par les organismes d'assurance sociale.

Cependant, ces interventions de la Bundesbank n'ont pas été à sens unique, puisqu'elle a vendu pour 600 millions de DM en 1968, compte tenu de la reprise vigoureuse des achats des banques. Ces interventions n'ont pas non plus été maintenues contre la tendance du marché, mais visaient seulement à compenser certaines fluctuations à court terme.

En février 1969, les données de la politique monétaire s'étant modifiées, la Bundesbank a cessé sa politique d'open market menée à l'aide de ressources propres sur le marché des obligations; elle s'est vue contrainte de restreindre les liquidités bancaires, ce qui excluait l'achat de titres publics pour compte propre. Elle a poursuivi cependant des interventions sur le marché des emprunts du secteur public en utilisant les ressources des émetteurs publics.

c) Par ailleurs, il convient de noter qu'un soutien indirect au marché des obligations a été apporté en 1967, lorsque d'une part le Bund a financé ses programmes conjoncturels par des émissions de titres à court terme (au lieu d'obligations) et que la Bundesbank a donné un statut de liquidité particulier aux obligations de caisse à échéance restante de 18 mois, facilitant leur inclusion dans les portefeuilles bancaires.

France

a) Les interventions sur l'offre intérieure de capitaux ont été relativement restreintes au cours de la période 1966-1969 et ont consisté principalement à influencer les placements des investisseurs institutionnels.

La réglementation des placements des compagnies d'assurance a été assouplie par un décret du 8 décembre 1966. En effet, celles-ci ont été autorisées à faire figurer des obligations de sociétés privées dans la "première catégorie" de leurs actifs, à concurrence de 50 % de leur montant et dans la limite d'un pourcentage d'augmentation qui pourra atteindre 10 % à la fin de 1970, en respectant un rythme de progression de 2,5 % par an. Cette modification a eu pour conséquence de favoriser le placement d'obligations du secteur privé en 1967 et en 1968.

D'autre part, la réforme des méthodes de placement d'avril 1968, en interdisant les rétrocessions de la commission de placement aux investisseurs institutionnels a eu pour effet d'accroître les souscriptions de ceux-ci à l'émission, alors qu'auparavant ils effectuaient leurs placements essentiellement sur le marché secondaire. Depuis lors, ils souscriraient plus de la moitié de certaines émissions au lieu de 20 % avant la réforme.

Il convient de rappeler qu'il n'existe pas d'interventions régulatrices sur le marché secondaire ni de la Banque de France, ni de la Caisse des dépôts et consignations. Cette dernière se comporte comme un investisseur privé et ne joue en aucune manière le rôle d'un fonds de régularisation.

b) Certains développements spontanés ont influé de manière appréciable sur l'offre de capitaux.

Le développement rapide des SICAV (sociétés d'investissement à capital variable) spécialisées dans les placements en obligations a élargi l'offre de capitaux sur le marché des obligations à partir de la fin de 1966. Cette évolution a été de plus en plus marquée en raison de la hausse des taux, d'autant plus que même les SICAV non spécialisées sont tenues de détenir une proportion de 30 % de leurs placements en obligations et liquidités.

Des tensions ont par contre été accentuées à plusieurs reprises par l'attitude d'attente adoptée par les investisseurs institutionnels qui escomptaient des hausses de taux. Il en a été ainsi à la fin de 1967, en juin et novembre 1968, puis au 2ème trimestre 1969. Ce comportement a eu pour conséquences de répercuter sur le marché français par contagion psychologique les hausses de taux apparues sur le marché international malgré l'absence de communications étroites entre les marchés étrangers et le marché français.

Les autorités ayant constaté que la méthode consistant à élever progressivement les taux à l'émission avait encouragé des positions d'attente et facilité le dérapage des cours, ont fixé en juillet 1969 le taux de rendement d'une émission à un niveau nettement plus élevé que précédemment pour tenter de rompre le cercle vicieux de la hausse des taux.

Le rétrécissement de l'offre des investisseurs institutionnels en 1969 a été dû également aux rendements élevés offerts par les placements à court terme, ainsi qu'à l'attrait exercé par des placements en actions et des placements immobiliers.

c) Certaines mesures ont été prises en vue de développer l'attrait des obligations pour les ménages.

La réforme des méthodes de placement d'avril 1968 avait pour objectif principal de supprimer le "circuit long" et la "décote". On sait qu'auparavant les démarcheurs incitaient les ménages à vendre leurs obligations anciennes et à acheter des obligations nouvelles à taux nominal plus élevé. Cette pratique provoquait la désillusion des particuliers d'autant plus rapidement que les taux de rendement à l'émission étaient souvent inférieurs aux taux de rendement en bourse. Il était prévu que dans un premier temps, cette réforme aurait pour effet de diminuer le volume des souscriptions du public, alors que les achats à l'émission

des investisseurs institutionnels augmenteraient. Par contre, l'amélioration de la qualité des placements devait à la longue provoquer un accroissement des souscriptions des ménages et des institutions.

La montée des taux particulièrement rapide en France n'a pas permis de tirer tous les bénéfices qui pouvaient être attendus de cette réforme. De plus, les événements monétaires et politiques ont eu des effets négatifs importants sur les placements des ménages en obligations s'ajoutant à ceux résultant de la chute des cours.

Les ménages ont donc continué à procéder à des arbitrages en 1968 et 1969 de leurs obligations non plus contre des obligations nouvelles, mais contre des placements à court terme, des placements immobiliers et des placements en actions. Des ventes importantes d'obligations ont eu lieu après chaque relèvement des taux nominaux, ainsi qu'à l'occasion des crises monétaires internationales, et des périodes de tension politique intérieure.

Les autorités ont également adopté certaines mesures fiscales afin de favoriser les placements des ménages en obligations. Une exemption fiscale des revenus d'obligations leur avait été accordée à partir de janvier 1965 dans la limite de 500 FF. Cette limite a été élevée à 1.000 FF dans le cadre des mesures d'accompagnement de la dévaluation d'août 1969. Par ailleurs, depuis novembre 1965, les particuliers ont la possibilité d'opter pour une imposition forfaitaire et définitive de 25 % des revenus d'obligations.

Pays-Bas

Les possibilités des autorités d'influencer l'offre intérieure de capitaux apparaissent relativement réduites comparées à celles existant dans les autres pays de la Communauté.

a) A la différence d'autres Etats membres, les Pays-Bas ne pratiquent pas une politique visant à favoriser les placements directs des épargnants privés sur le marché des capitaux.

Cependant certains titres, telles les lettres d'épargne, qui sont dotés d'avantages fiscaux (l'intérêt est imposable l'année de la vente ou du remboursement du titre; en outre l'imposition est réduite lorsque la période de possession dépasse 3 ans et que le montant imposable est supérieur à 1.000 florins) répondent aux besoins de certains particuliers qui désirent acquérir un revenu "différé". Par ailleurs, une des raisons de la modification des méthodes d'émission des emprunts d'Etat, décrite au chapitre II, a été d'accroître les ventes des titres aux petits souscripteurs qui étaient souvent écartés auparavant lorsque les souscriptions étaient servies au prorata des demandes. Enfin, les émetteurs ont

fractionné leurs emprunts en coupures de montants relativement limités afin de pouvoir répondre aux besoins des petits souscripteurs.

Il convient toutefois de souligner que, d'une manière générale, la part des ménages et des entreprises dans l'offre de capitaux sur le marché est faible; ceux-ci préfèrent s'adresser aux investisseurs institutionnels pour la gestion de leurs épargnes.

b) Les règles de placement des investisseurs institutionnels sont en général très libérales en ce qui concerne le choix des placements intérieurs. Cependant, les placements de certaines institutions, tels le Fonds de pension de la fonction publique, certains fonds de secours-accidents, la Caisse d'assurance sociale, la Caisse d'épargne postale, le système des chèques postaux, sont régis par une loi sur les placements de 1920 et en fait gérés de manière centralisée par un conseil central des placements, dont le président et 4 membres sont nommés par le ministère des finances et 2 membres sont nommés par la banque centrale. Bien qu'aucun fonctionnaire ne soit membre de ce conseil, cet organisme donne indirectement aux pouvoirs publics certains moyens d'intervention, mais relativement étroits, compte tenu du volume des ressources à gérer à des règles qui limitent sa liberté de gestion, et du fait que cette gestion doit être effectuée dans l'intérêt des ayants droit, et non en tenant compte de considérations de politique économique générale. En pratique, une grande partie de ces ressources est investie en emprunts d'Etat privés et publics de l'Etat.

c) Enfin, la politique de crédit de la banque centrale a des répercussions sur l'évolution du taux d'intérêt des obligations, en dépit de la nette séparation entre le marché monétaire et le marché financier. En effet, une politique restrictive de crédit affecte la situation de liquidité des banques et se traduit par une hausse du coût des diverses formes de crédit bancaire. Cette évolution se répercute à son tour sur le marché obligataire par le fait que les investisseurs institutionnels sont alors enclins à adopter une position d'attente. Comme en France ce comportement a contribué à la hausse rapide des taux en 1969, qui a d'ailleurs été renforcée par l'attrait croissant des placements en actions et en obligations convertibles étrangères. En outre, la réglementation dite des opérations à long terme, selon laquelle depuis le 1er janvier 1969 les actifs à long terme des banques ne peuvent pas s'accroître plus que leurs passifs à long terme, en limitant les possibilités de placement des banques sur le marché financier, tend à renchérir les capitaux sur ce marché.

Il n'existe pas de politique d'open market sur le marché obligataire, ni d'institution ayant pour mission de régulariser les cours du marché secondaire par ses interventions.

Italie

En Italie, les interventions de la banque centrale sur le marché des obligations, tant directes (open market), qu'indirectes sur les achats et ventes des institutions de crédit, sont particulièrement importantes. Elles ont été l'instrument essentiel de la politique de stabilisation des taux d'intérêt.

a) Les autorités monétaires ont créé des conditions favorables à la souscription d'obligations par les institutions de crédit en autorisant celles-ci à inclure dans leurs réserves obligatoires certaines catégories de titres à long terme. Aux obligations hypothécaires (cartelle fonciarie) et titres d'établissements pratiquant le crédit agricole ont été ajoutés dans certaines limites, en septembre 1967, les titres des emprunts pour la construction scolaire, puis au début de 1968, les obligations émises pour le compte du Trésor par le CCOP.

En fait, les banques, caisses d'épargne et autres institutions de crédit ont acheté un montant net de 1.311 milliards de liras, soit 47 % des émissions nettes en 1966, 1.002 milliards de liras, soit 42 % des émissions nettes en 1967 et 1.544 milliards de liras, soit 50 % des émissions nettes en 1968. La faculté de déposer certains titres à long terme dans les réserves obligatoires a été pleinement utilisée à concurrence de 303 milliards en 1966, 410 milliards en 1967 et 443 milliards en 1968, étant donné que ces placements ont un rendement plus élevé que les autres placements éligibles à la représentation des réserves. Ainsi de 1966 à 1968, la banque centrale a facilité en permanence la souscription de titres, bien qu'en principe la politique de réserve obligatoire de la banque serve à la fois comme instrument de la politique du crédit et comme instrument de la politique de régulation du marché des valeurs à revenu fixe.

Par contre, en 1969, la banque centrale a freiné le placement en obligations hypothécaires. En pratique, les banques ont absorbé un volume de titres notablement moins élevé au premier trimestre de 1969 qu'au premier trimestre de l'année précédente (239 milliards contre 410).

Il convient de rappeler que les banques financent également des achats de titres grâce aux lignes de crédit contre dépôts de titres accordées par la banque centrale tout en ne les utilisant pas intégralement afin de conserver une liquidité suffisante. Ces avances, en principe limitées à quatre mois, ont été pratiquement toujours renouvelées. En outre, depuis 1967 des avances à terme fixe dont le délai d'utilisation est restreint impérativement à 2 ou 3 semaines ont été introduites.

b) La Banque d'Italie a par ailleurs procédé à des achats et à des ventes substantiels d'obligations dans le cadre de la politique d'open market depuis 1966. Elle a acquis pour 470 milliards de lires (dont 420 à l'émission) en 1966, 640 milliards (dont 480 à l'émission) en 1967 et 870 milliards (dont 690 à l'émission) en 1968. Elle a vendu pour 270 milliards de lires en 1966, 480 milliards en 1967 et 650 milliards en 1968. Ainsi, l'importance de ces achats et ventes s'est accrue chaque année et ces opérations se sont soldées par un accroissement régulier du portefeuille de la Banque d'Italie, les achats nets ayant représenté environ 7 % du marché par an.

Ces interventions ont eu pour effet de contribuer d'une part au soutien des titres émis ou garantis par l'Etat (seuls titres que la Banque d'Italie puisse acquérir), et d'autre part à la politique de régulation des liquidités. En effet, les interventions de la Banque d'Italie se concentrent sur le dernier trimestre de l'année pendant lequel de fortes émissions sont effectuées pour le compte du Trésor afin de financer des plans pluriannuels; en raison de règles budgétaires, les fonds doivent être recueillis durant l'exercice financier, c'est-à-dire avant leur utilisation. Or, lorsque le destinataire des fonds recueillis ne les utilise pas immédiatement, l'émission aboutit à soustraire des liquidités au marché. Ainsi, l'acquisition d'une partie des titres par la Banque d'Italie permet de compenser cette diminution de liquidités. Elle permet aussi d'assurer l'équilibre du marché dans le temps, dans la mesure où la Banque d'Italie absorbe l'afflux excessif de titres en fin d'année et les revend par le canal des établissements de crédit au cours de l'année suivante.

c) La Caisse des dépôts et prêts, qui contribuait également à assurer l'équilibre du marché en 1964, a dû cesser pratiquement ses achats d'obligations, étant donné l'accroissement de ses charges sous forme de prêts aux collectivités locales.

Par contre, l'établissement central des caisses d'épargne (ICCRI) joue un rôle quelque peu analogue à celui de la Banque d'Italie, en prenant ferme la totalité ou une partie des émissions et en les plaçant ensuite sur le marché lorsque les titres sont admis à la cotation en bourse.

d) La politique de stabilité des cours a sans doute encouragé les placements des particuliers en obligations. De plus, le statut fiscal privilégié dont est assortie l'obligation lui assure déjà un attrait substantiel.

Par ailleurs, les autorités songent à rendre attrayantes d'autres formes d'épargne à moyen et long terme, tels les fonds communs de placement pour lesquels un projet de loi est en discussion devant le Parlement afin de permettre leur création en Italie.

Les achats des ménages et entreprises sont relativement importants; avec 48 % des émissions nettes en 1966, 54 % en 1967 et 44 % en 1968, ils représentent un montant à peu près stable d'environ 2 milliards de dollars au cours de chacune de ces années. Ce montant est d'autant plus remarquable si l'on tient compte de la proportion élevée des souscriptions du système bancaire lors de l'émission et de l'importance des émissions d'obligations dans ce pays.

Belgique

Les moyens d'influencer l'offre de capitaux sur le marché obligataire sont relativement limités.

a) Le Fonds des rentes joue un rôle de teneur de marché. Il facilite la recherche de l'équilibre du marché des obligations (en même temps que celui du marché monétaire) en s'efforçant de régulariser l'évolution des taux des emprunts publics sur le marché secondaire sans cependant s'opposer aux tendances fondamentales.

Il intervient par des arbitrages pour veiller à l'harmonie des taux de rendement de titres de caractéristiques analogues en soutenant certains emprunts dont les cours sont accidentellement déprimés. Il facilite également le placement de nouveaux emprunts publics en intervenant sur le marché secondaire particulièrement au moment du lancement de nouvelles émissions.¹

Ses interventions se traduisent par des variations de son portefeuille de fonds publics. Celui-ci est passé de 6,4 milliards de FB fin 1966 à 5,9 milliards fin 1967, puis à 7,9 milliards fin 1968. Il atteignait 7,5 milliards de FB en juin 1969. Toutefois, ces montants en fin d'année ne reflètent pas nécessairement avec fidélité l'activité du Fonds, puisque les variations en cours d'année sont plus amples. En effet, en 1966 le montant le plus bas (5,9 milliards) a été enregistré en janvier et le montant le plus haut (7,5 milliards) en mai. En 1967, le portefeuille a baissé de 6,4 milliards en janvier jusqu'à 5,1 milliards en août pour remonter ensuite jusqu'à 5,9 milliards en décembre. En 1968, le montant le plus bas a été atteint à la fin de janvier (5,7 milliards) et le montant le plus élevé courant décembre (8,1 milliards).

Enfin, bien que le contrôle du Fonds se soit exercé sur 236 valeurs en 1968 (avec de faibles changements d'une année à l'autre), il convient de rappeler qu'il peut concentrer ses interventions à certains moments sur des valeurs déterminées. Des interventions sélectives permettent donc au Fonds d'influer sur les cours malgré l'étroitesse des ressources dont il dispose. Dans certaines circonstances, elles lui ont même permis d'aider certaines tendances à s'affirmer. Cependant, en présence de la hausse rapide des taux d'intérêt de 1969, le Fonds n'a pas cherché à enrayer ce mouvement.

b) Par ailleurs, l'Etat ayant une emprise sur certains investisseurs, recourt parfois à la persuasion pour faciliter le placement de certains de ses emprunts lorsque celui-ci risque d'être difficile.

c) En mai 1969, la Commission bancaire a établi un règlement qui pourrait avoir pour effet d'augmenter les avoirs des banques en certificats ou obligations du secteur public. Ce règlement, valable pour 12 mois, a instauré un coefficient de emploi qui oblige les banques à augmenter progressivement la proportion de leurs actifs aisément mobilisables (trésorerie, call money, effets commerciaux et acceptations bancaires, effets et obligations du secteur public) dans l'ensemble de leurs actifs (dans la mesure où ces actifs aisément mobilisables représentent moins de 60 % de leur passif à court terme). Mais étant donné les mesures d'encadrement, qui limitent leurs possibilités de crédit, il se pourrait que les banques ne puissent respecter le règlement du coefficient de emploi qu'en augmentant leurs placements en effets ou obligations du secteur public. Aussi longtemps que l'encadrement du crédit reste en vigueur, l'offre des banques sur le marché des obligations pourrait donc augmenter.

Luxembourg

Il existe également une emprise de l'Etat sur certains investisseurs, tels la Caisse d'épargne de l'Etat et certains fonds de pension, dont il est fait usage pour faciliter le placement d'emprunts d'émetteurs publics déterminés. En dehors de ces interventions, il n'existe pas d'action sur l'offre de capitaux. Ni l'Etat, ni la Caisse d'épargne n'interviennent jusqu'à présent pour soutenir les cours. Le fait qu'il n'y ait pas à l'heure actuelle d'organisme régulateur et que la majorité des titres du secteur public soient placés auprès d'investisseurs institutionnels, limite le volume des transactions en bourse. Cette situation n'exclut pas des fluctuations de cours relativement importantes.

CHAPITRE IV : POLITIQUE A L'EGARD DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE DE CAPITAUX DANS LES RELATIONS AVEC L'ETRANGER

Dans tous les pays, l'attitude des autorités à l'égard de l'offre et de la demande de capitaux en provenance et à destination de l'étranger est principalement commandée par des considérations de balance des paiements. Les considérations d'équilibre du marché, et même les considérations conjoncturelles ne viennent qu'en second lieu.

Au cours de la période 1966-1969, marquée par une solidarité croissante dans l'évolution des taux d'intérêt, on a pu assister d'abord à une phase de libéralisation croissante jusqu'en 1968 qui prolongeait le mouvement précédemment amorcé, puis à l'adoption de politiques restrictives dans certains pays, en liaison avec les problèmes de balances des paiements et/ou les tensions sur les marchés des capitaux qui se sont manifestées dans ces pays.

Allemagne

En raison de la nécessité d'exporter des capitaux pour équilibrer leur balance des paiements et restreindre la liquidité intérieure, les autorités allemandes ont découragé à partir de 1964 les entrées de capitaux sous forme de souscriptions étrangères à des émissions intérieures par l'instauration de l'impôt sur les coupons de 25 %. Pour les mêmes raisons, elles ont adopté une attitude extrêmement libérale à l'égard de l'émission en Allemagne d'emprunts étrangers et internationaux, même lorsque le flux de capitaux vers l'étranger qui en résultait créait des tensions sur le marché des capitaux allemand. Au début de la période considérée, cette attitude a eu pour conséquence simplement d'assurer une réexportation des capitaux étrangers entrant en Allemagne, puisque les non-résidents, frappés par l'impôt sur les coupons, avaient seuls intérêt à souscrire aux emprunts étrangers et internationaux. Cependant, lorsqu'au cours de 1967 les taux internationaux ont rejoint puis dépassé les taux de rendement des emprunts intérieurs, les souscriptions allemandes aux émissions étrangères et internationales ont commencé, et sont devenues progressivement importantes, se traduisant par des exportations nettes de capitaux substantiels.

a) En 1966, malgré les tensions régnant sur le marché intérieur qui avaient contraint les autorités à limiter les appels au marché de certains émetteurs intérieurs, le gouvernement fédéral n'a pas fait usage de la possibilité de limiter le placement d'emprunts étrangers dont il dispose sur la base de l'article 22 de la loi de 1961 relative aux relations économiques extérieures. Il n'avait pas de raison en effet de recourir à cette loi, car la crise du marché était due à l'excès de la demande intérieure, et les appels d'émetteurs étrangers au marché allemand quasi-inexistants du fait que les taux régnant en Allemagne à cette époque étaient supérieurs à ceux pratiqués à l'étranger et sur le marché international.

Les montants calculés en dollars ont diminué de 247 millions de dollars en 1965 à 96 millions de dollars en 1966 (1). Au cours de cette période, les euro-émissions en DM étaient encore peu développées puisqu'elles n'ont atteint que 50 millions de dollars en 1966 et les quotas des banques allemandes dans les syndicats de placement d'euro-émissions en dollars étaient pour leur plus grande partie placés hors d'Allemagne.

b) Au cours de 1967, en raison de la baisse des taux intérieurs allemands et de la hausse des taux des emprunts internationaux, ceux-ci sont devenus attrayants pour les résidents allemands. Leurs acquisitions de valeurs étrangères et de valeurs allemandes à revenu fixe qui circulaient jusqu'alors à l'étranger, ont abouti à des exportations nettes de capitaux de 0,3 milliard de dollars en 1967 (10 % des émissions intérieures nettes), puis de 1,1 milliard de dollars en 1968 (25 % des émissions intérieures nettes). Ce solde correspond à un accroissement des émissions étrangères "classiques", dirigées par des syndicats bancaires allemands (156 millions de dollars en 1967, puis 231 millions de dollars en 1968) (2), mais surtout à un accroissement des placements en Allemagne d'euro-émissions en dollars en 1967 puis en DM à partir de 1968 (au cours de cette année 80 % des quotas des banques allemandes dans les emprunts étrangers en DM ont été placés auprès de résidents allemands).

c) Dès lors, sans renoncer à leur attitude libérale à l'égard de ces émissions étrangères, les autorités et les milieux bancaires allemands sont devenus soucieux d'en mieux connaître le volume et les répercussions sur le marché allemand et d'en assurer un meilleur échelonnement.

A partir de février 1968, en raison d'un gentlemen's agreement conclu entre la banque centrale et les institutions de crédit allemandes, celles-ci n'acceptent de placer en Allemagne des emprunts en DM que lorsque les chefs de file comprennent une banque allemande. En fait, toutes les émissions en DM depuis lors ont été dirigées par un syndicat comportant au moins une institution de crédit allemande.

(1) Les chiffres cités concernant les émissions d'emprunts étrangers en Allemagne ne reflètent que partiellement la capacité de placement du marché allemand pour des emprunts étrangers, étant donné qu'ils se réfèrent seulement aux emprunts étrangers "classiques" qui ont été émis par des syndicats de placement composés exclusivement de banques allemandes (voir la foot note du tableau "Emissions publiques brutes d'obligations étrangères classiques"). Si l'on ajoute les quotas pris par des banques allemandes lors de l'émission d'emprunts internationaux libellés en DM et en autres monnaies, ainsi que les placements privés, on aboutit, notamment pour 1968, à des chiffres nettement plus élevés.

(2) Compte tenu de la foot note 1, le chiffre pour 1968 serait de 1.289 millions de dollars (au lieu de 231 millions de dollars).

Par ailleurs, alors que le ZKA ne prenait pas en considération les émissions étrangères, un sous-comité a été créé en 1968 pour les émissions étrangères libellées en DM. Il comprend des représentants des trois grandes banques et des caisses d'épargne; des représentants d'autres établissements de crédit y participent également lorsqu'ils sont chefs de file d'un syndicat. Ce sous-comité se réunit périodiquement afin d'établir un projet de calendrier des émissions étrangères en DM pour les quatre semaines à venir et d'éviter que plusieurs émissions ne soient lancées simultanément. Cette concertation entre les banques participant aux syndicats est apparue nécessaire en raison de l'afflux de ces opérations. Elle ne comporte toutefois aucune obligation pour les banques qui y participent et s'est révélée peu efficace en pratique puisqu'en 1969 on a assisté à l'engorgement du marché à certains moments.

Des représentants du ministère fédéral de l'économie et de la banque centrale ont participé à certaines réunions du sous-comité, pour la première fois en avril 1969, puis de nouveau en juin. Ils ont été amenés à donner des informations sur l'évolution de la conjoncture et de la balance des paiements et, tout en soulignant l'opportunité de poursuivre les exportations de capitaux, ils ont procédé à des mises en garde relatives aux risques d'engorgement du marché par les émissions étrangères.

Rappelons que le montant total des émissions étrangères en DM (que le syndicat de placement soit allemand ou multinational) qui avait atteint 146 millions de dollars en 1966 et 171 millions de dollars en 1967, s'est brutalement élevé à 931 millions de dollars en 1968 pour atteindre 1.278 millions de dollars en 1969. La croissance relative des émissions en DM par rapport à l'ensemble des émissions internationales a été encore plus forte étant donné l'importante diminution des euro-émissions en dollars à partir du deuxième trimestre de 1969. Finalement, les émissions en DM ont représenté un peu plus de la moitié de l'ensemble des émissions internationales au troisième trimestre et un tiers environ de celles-ci pendant l'ensemble de l'année 1969.

France

Tout en restant contenues dans des limites relativement étroites, l'offre et la demande de capitaux à long terme en provenance et à destination de l'étranger ont été soumises à des conditions très changeantes au cours de la période 1966-1969, tant en raison des modifications dans la politique des autorités que des changements spontanés du marché. On peut distinguer :

- une phase de libéralisation jusqu'en mai 1968;
- une phase de retour aux limitations des opérations aboutissant à des sorties de capitaux, et d'arrêt spontané des opérations susceptibles d'entraîner des rentrées de capitaux.

a) Le décret du 27 janvier 1967 pris pour l'application de la loi du 28 décembre 1966 concernant les relations financières avec l'étranger a posé le principe suivant lequel la liberté constitue la règle et l'interdiction l'exception, alors que c'était l'inverse précédemment dans la loi du 31 mai 1916. Cette réforme a eu pour conséquence tout d'abord de supprimer toutes restrictions de change à la participation de banques françaises à des syndicats de placement et de garantie d'emprunts internationaux, ce qui leur a permis de développer rapidement leur participation effective à de telles opérations.

Cependant, le changement a été encore plus important dans les faits que dans le droit. Bien que les émissions étrangères en France et les émissions françaises à l'étranger soient restées soumises à autorisation du ministre des finances, le régime de fait est devenu assez libéral :

- en ce qui concerne les émissions étrangères, le ministre n'a pas eu à opposer un refus à une demande d'émission étrangère car les taux et les commissions de placement élevés ont constitué des obstacles naturels qui ont découragé les émetteurs étrangers potentiels;
- en ce qui concerne le placement d'emprunts émis hors de France, bien que la publicité et le démarchage en faveur de valeurs mobilières étrangères soient soumis à autorisation, les banques françaises ont pu en fait largement acheter pour le compte de leur clientèle en France des obligations internationales. La seule condition posée était de ne pas solliciter la clientèle et cette règle a été appliquée de manière assez souple;
- en ce qui concerne les émissions françaises à l'étranger, alors qu'auparavant les autorités françaises manifestaient des réticences à l'égard de la participation des banques et des entreprises françaises au marché des euro-émissions, et encore plus à l'égard des placements d'épargne française sur ce marché, leur attitude s'est modifiée à partir de 1967. L'autorisation pour des émissions françaises à l'étranger, qui n'avait été octroyée que de manière exceptionnelle, a été accordée libéralement à des firmes qui avaient, pour la plupart, des recettes en devises ou qui devaient financer des investissements à l'étranger : 7 emprunts totalisant 157 millions de dollars ont été émis en 1967.

L'appel de firmes françaises au marché international a même été considéré de manière favorable dans la mesure où il a permis d'alléger le programme des émissions internes, et où certaines de ces opérations ont été réalisées en francs.

b) Une série d'événements politiques et monétaires sont venus interrompre le développement des opérations internationales :

- en ce qui concerne les émissions françaises à l'étranger, alors que les appels d'émetteurs français au marché international avaient commencé à se développer en 1967, et que deux euro-émissions en francs avaient pu avoir lieu en 1967 et au début de 1968, les événements de mai-juin 1968, accompagnés du rétablissement du contrôle des changes, ont eu pour conséquence de placer en position défavorable les firmes françaises sur le marché international en les empêchant d'emprunter en francs et en les décourageant de s'endetter en devises. Cependant, après la normalisation de la situation, des appels au marché allemand ont eu lieu à partir du 3ème trimestre 1968 jusqu'en avril 1969. Ces opérations étaient d'autant mieux vues par les autorités que les ressources du marché intérieur apparaissaient trop étroites pour satisfaire les projets d'émission déjà différés.

Ensuite, l'expectative d'une réévaluation du taux de change du DM a entretenu un climat défavorable à la reprise de ces opérations, d'ailleurs rendues plus difficiles par la tension régnant sur le marché allemand;

- en ce qui concerne la participation des banques françaises aux euro-émissions et à leur placement, depuis le rétablissement du contrôle des changes le 29 mai 1968, le placement en France d'obligations étrangères est rigoureusement interdit. Il n'a pu reprendre que pour une brève période à partir du 4 septembre 1968, date à laquelle le contrôle des changes a été levé jusqu'au 24 novembre 1968, date à laquelle il a été rétabli pour la seconde fois.

Bien que la participation de banques françaises aux syndicats de placement d'emprunts internationaux n'ait pas été soumise au contrôle des changes, il est évident que l'activité des banques françaises en ce domaine est fortement freinée puisqu'elle n'est possible que dans la mesure où les titres sont placés hors de France.

Pays-Bas

L'attitude des autorités néerlandaises traditionnellement restrictive à l'égard tant des émissions étrangères que des émissions néerlandaises à l'étranger s'est maintenue au cours de la période 1966-1969, le principe étant que ces opérations doivent s'équilibrer afin d'être neutres à l'égard de l'équilibre du marché intérieur, de la balance des paiements et de la conjoncture.

Cette attitude de principe diffère donc de celles adoptées en Allemagne et en France qui consistent à encourager soit les exportations de capitaux, soit les importations de capitaux, comme adjuvants de la politique monétaire ou de la politique du marché des capitaux.

a) En pratique dans le passé, en raison du niveau relativement bas des taux d'intérêt néerlandais, les émetteurs étrangers désireux d'emprunter aux Pays-Bas étaient plus nombreux que les émetteurs néerlandais désireux d'emprunter à l'étranger. Ainsi le souci d'équilibrer les importations et les exportations de capitaux avait surtout pour effet de prohiber des exportations de capitaux.

Depuis 1966 toutefois, alors que les taux néerlandais se sont rapprochés des taux internationaux pour les rejoindre en 1969, un certain nombre d'émetteurs néerlandais manifestent de l'intérêt pour les émissions à l'étranger; les autorités freinent aussi ces opérations, alors qu'elles pourraient avoir pour conséquence d'alléger la tension du marché et des taux intérieurs.

b) En 1966, aucune demande d'autorisation d'émission en florins n'a été introduite par des étrangers. Par contre, une entreprise néerlandaise a procédé à une émission sur le marché suisse. L'autorisation lui avait été accordée par la Nederlandsche Bank à la condition que le produit de l'émission soit consacré à des investissements à l'étranger.

En 1967, aucune autorisation n'a été accordée pour l'émission d'obligations en florins par des emprunteurs étrangers, sauf en faveur d'une émission des Antilles néerlandaises. Par contre, on a laissé entrevoir à certaines institutions internationales la perspective de pouvoir lancer des emprunts en florins en 1968.

L'attitude des autorités à l'égard des émissions à l'étranger est restée restrictive et soumise à la condition d'emploi des fonds à l'étranger. Sur les quatre emprunts obligataires émis en 1967, deux l'ont été par des établissements financiers néerlandais pour le compte d'emprunteurs étrangers qui en ont immédiatement transféré le produit à l'étranger et un des deux autres avait été autorisé avant 1967. Ce n'est qu'en 1968 que la condition d'emploi des fonds à l'étranger a été abolie. Mais elle a été réintroduite en 1969, en raison des tensions conjoncturelles.

En 1968, des autorisations ont été accordées à la BEI, à la BIRD et à la BID pour des émissions en florins.

Par ailleurs, des autorisations ont été accordées, et d'autres accordées précédemment ont été prolongées, pour l'émission d'emprunts par des entreprises néerlandaises en Suisse. Mais, en juin 1969, ces autorisations n'avaient pu encore être utilisées en raison des longues périodes d'attente auxquelles sont soumises les émissions étrangères en Suisse.

c) Tout au long de la période sous revue aucune limitation n'a été imposée à la participation de banques néerlandaises à des "underwriting groups" ou "selling groups" d'euro-émissions non libellées en florins, ni à l'ouverture des souscriptions à ces emprunts sur le territoire néerlandais.

L'intérêt du public pour ce genre de placements étant assez faible aux Pays-Bas, la plus grande partie des quotas des banques néerlandaises a été placée finalement à l'étranger. Toutefois, des émissions d'obligations convertibles ont rencontré un certain succès aux Pays-Bas.

Italie

a) Les taux relativement bas du marché italien (6,5 à 7 % environ) auraient sans doute attiré les émetteurs étrangers, mais ceux-ci ont été détournés du marché italien par une charge fiscale portant le coût des capitaux à près de 10 %. En effet, les émissions étrangères en Italie comme les émissions intérieures du secteur privé doivent supporter "l'imposta di ricchezza mobile" de 38 %. En pratique, seuls les émetteurs internationaux, assimilés aux émetteurs publics intérieurs dont les émissions sont exemptées de cet impôt, ont pu faire appel au marché italien : BEI, BIRD, BID. Ils ont emprunté 1 % des émissions nettes en 1967 et 1968.

Par contre, les émissions italiennes à l'étranger ne sont en fait pas frappées par cet impôt. Les émetteurs publics en sont dispensés pour leurs emprunts à l'étranger comme pour leurs emprunts intérieurs; les émetteurs privés en sont également dispensés si le produit de l'émission est utilisé à l'étranger. Ainsi certains émetteurs publics et privés ont procédé à des émissions à l'étranger. Dans quelques cas, le recours aux marchés étrangers a été facilité par la prise en charge du risque de change par la Cassa per il Mezzogiorno lorsque l'investissement à financer était situé dans les régions faisant l'objet d'aides particulières.

b) Cependant, le problème essentiel auquel ont été confrontées les autorités italiennes au cours de la période considérée a été celui de l'importance croissante des achats italiens d'obligations internationales effectués par l'intermédiaire de banques italiennes ou plus souvent par des "canaux non autorisés", tandis que les placements étrangers en valeurs italiennes sont restés négligeables.

Les fonds offerts sur le marché des euro-émissions par l'intermédiaire des banques italiennes ont représenté en effet en millions de dollars :

	<u>1966</u>	<u>1967</u>	<u>1968</u>	
<u>quotas totaux</u>	142	221	271	
dont : placés auprès de résidents italiens	}	130	176	
restés dans les portefeuilles des banques italiennes		99	25	16
placés auprès de non-résidents		43	66	79

Mais les capitaux italiens ayant alimenté le marché international par des canaux non autorisés représentent des montants beaucoup plus élevés. On peut les estimer très approximativement, à partir des rapatriements de billets, à environ 560 millions de dollars en 1966, 800 millions de dollars en 1967, 1.100 millions de dollars en 1968 et à un montant de 1.800 millions de dollars pendant les 10 premiers mois de 1969.

Les capitaux italiens offerts sur le marché des euro-émissions dépassent donc largement ceux qui y ont été récoltés par des émetteurs italiens (65 millions de dollars en 1967 et 75 millions de dollars en 1968).

La fuite des capitaux italiens vers les euro-marchés, due à des motifs fiscaux, institutionnels et aux différences de taux de rendement, mesure la charge qui a été supportée par les autorités italiennes pour maintenir à un niveau stable et relativement bas les taux d'intérêt sur le marché italien.

c) La possibilité de réaliser cet objectif, en pratiquant une politique d'isolement des taux intérieurs par rapport aux taux plus élevés pratiqués à l'étranger est conditionnée par l'évolution de la balance des paiements. Or, au cours des huit premiers mois de 1969, la balance courante s'est soldée par un excédent de 1,2 milliard de dollars mais le déficit des mouvements de capitaux a été de l'ordre de 2 milliards de dollars, soit le double de celui enregistré au cours de la période correspondante de 1968. Les remises de billets de banque ont atteint 1.350 millions de dollars dans les huit premiers mois de 1969 contre 740 au cours de la période correspondante de 1968.

Aussi en mars et avril 1969 les autorités italiennes ont pris un certain nombre de mesures pour freiner les exportations de capitaux à long terme :

- elles ont instauré tout d'abord un régime d'autorisation préalable accordée par la Banque d'Italie pour toute participation des banques italiennes à des syndicats internationaux de placement ou de garantie d'emprunts étrangers. Alors qu'auparavant les banques pouvaient participer à ces syndicats dans la limite de certains plafonds sans

accord préalable, celui-ci doit depuis lors être demandé cas par cas. Les autorités sont néanmoins conscientes du fait que les sorties de capitaux par des canaux non autorisés sont plus importantes que celles utilisant les canaux officiels et sont ainsi freinées;

- elles ont d'autre part institué un régime d'autorisation préalable pour la vente des parts de fonds communs de placement. Celle-ci n'est accordée qu'à ceux dont le portefeuille comporte au moins 50 % de titres italiens;
- par ailleurs, des mesures ont également été prises dans le secteur des mouvements de capitaux à court terme. Les autorités ont laissé le taux de change de la lire par rapport au dollar rejoindre sa limite supérieure et ont demandé aux banques d'assurer l'équilibre de leur position à l'égard de l'étranger en juin 1969.

Mais les autorités italiennes cherchent surtout à rendre le marché des capitaux italien plus attrayant pour freiner l'exode des capitaux à long terme :

- elles fondent beaucoup d'espoirs en la création d'un statut des fonds communs de placement italiens, doté d'avantages fiscaux qui les rendrait compétitifs par rapport aux fonds étrangers;
- elles comptent aussi que l'amélioration de l'information sur les valeurs mobilières, la réforme du statut fiscal des dividendes et intérêts, qui sont à l'étude, et l'élargissement de la gamme des titres cotés en bourse pourraient ranimer l'intérêt du public pour le marché italien des valeurs mobilières.

Belgique

Les autorités belges ont suivi une politique à l'égard de l'offre et de la demande en provenance et à destination de l'étranger assez similaire à celle de l'Italie et ont été confrontées à des problèmes semblables de sorties de capitaux en raison de leur politique de maintien des taux d'intérêt à des niveaux relativement bas.

a) L'attitude à l'égard des émissions étrangères est différente selon que les demandes d'autorisation émanent d'émetteurs résidant à l'intérieur ou à l'extérieur de la Communauté. Les dernières sont presque toujours refusées par le ministre des finances tandis que les premières sont plus facilement acceptées. Les cotations de valeurs émises par des résidents de la Communauté sont toujours autorisées.

En 1966, 12 émissions d'actions ou d'obligations de sociétés étrangères et une émission d'un organisme international ont été acceptées. Un refus a été opposé à quatre demandes de sociétés établies dans des pays tiers. En 1967, il y a eu 13 demandes émanant de sociétés

étrangères et 2 demandes d'organismes internationaux. Toutes ont été acceptées sauf une émission d'obligations d'une société établie dans un pays tiers. En 1968, 9 demandes d'émissions d'actions ou d'obligations de sociétés étrangères et 2 demandes d'émission d'obligations d'un organisme international ont été présentées et toutes acceptées.

Toutefois, en ce qui concerne les émissions d'obligations, il importe de souligner que les montants en cause ont été relativement modestes. Les émissions étrangères ont atteint 10 millions de dollars en 1966, 21 millions en 1967 et 30 en 1968 et ont en fait été exclusivement celles des organisations internationales.

b) Les sollicitations des marchés étrangers par des émetteurs belges ont été plus importantes que les émissions étrangères en Belgique au cours de la période considérée sauf en 1968.

En 1966, une institution publique de crédit et un organisme paraétatique d'exploitation ont prélevé 2 milliards de FB à l'étranger, et l'Etat 3,9 milliards de FB. En 1967, deux villes, deux institutions publiques de crédit, une société de logement et deux organismes paraétatiques d'exploitation ont prélevé un montant brut de 5,9 milliards de FB. En 1968, une seule institution de crédit s'est adressée au marché étranger, et ce pour un financement à court terme de 50 millions de FB. Par contre, en 1969, au cours du seul premier trimestre, trois institutions de crédit avaient contracté des emprunts en DM pour 4,5 milliards de FB.

Le caractère très variable des montants prélevés sur les marchés étrangers a été dû au fait que les émetteurs belges ont été orientés par les pouvoirs publics vers l'étranger lorsque les ressources du marché intérieur étaient insuffisantes. En raison de l'infériorité des taux belges, ils n'avaient d'ailleurs de raisons d'emprunter à l'étranger qu'en cas d'impossibilité de trouver les capitaux auprès des institutions publiques de crédit et sur le marché belge des valeurs à revenu fixe. Ainsi, le recours aux marchés étrangers a constitué une sorte de soupape lorsque la demande intérieure dépassait les possibilités de l'offre.

c) Le problème essentiel auquel les autorités belges ont été confrontées, comme les autorités italiennes, a été celui de l'attrait croissant exercé par les émissions internationales sur l'épargne intérieure.

En 1968, les achats de valeurs mobilières étrangères ont atteint 13 milliards de FB au total, essentiellement représentés par des souscriptions aux euro-émissions.

En 1969, les achats de valeurs mobilières étrangères se sont encore accrus davantage et des dépôts étrangers placés en Belgique ont été retirés. Il en est résulté des écarts

importants entre le cours du dollar sur le marché réglementé, d'une part, et sur le marché libre, d'autre part. Ces écarts ont eu pour effet de diminuer les différences de rendement entre les obligations belges et obligations internationales.

Dans le courant de cette année l'institut belgo-luxembourgeois du change a demandé aux banques de réduire leur position extérieure nette en devises du marché réglementé. Cette position avait augmenté au-delà des besoins courants, pour lesquels la réglementation du change autorise les banques à détenir des devises du marché réglementé.

Les sorties de capitaux ont été accompagnées d'un recours accru des banques au réescompte de la banque centrale qui ainsi finançait des sorties de capitaux. Dans ces conditions, celle-ci a imposé des plafonds aux possibilités de réescompte des banques à partir de mai 1969.

La création de liquidités, déterminée par l'évolution de la balance des paiements, notamment de celle des mouvements de capitaux avec l'étranger, peut influencer l'offre de capitaux sur le marché obligataire. Toutefois, cette corrélation n'est pas toujours observée. Si en 1967, le solde positif de la balance des paiements s'est accompagné d'un fort accroissement des placements sur le marché obligataire, par contre, en 1968, le déficit de la balance commerciale n'a pas empêché un accroissement de ces placements.

Enfin, la loi du 10 juillet 1969 et l'arrêté royal du 12 novembre 1969, soumettent la sollicitation de l'épargne belge pour des valeurs étrangères à des conditions plus rigoureuses en ce qui concerne la détermination du caractère public de cette sollicitation. Ces dispositions pourraient avoir pour effet de restreindre le placement d'obligations internationales en Belgique. Toutefois, les banques et les agents de change ne sont pas soumis à ces dispositions dans la mesure où ils acceptent de communiquer aux autorités des renseignements statistiques sur leur activité en ce domaine.

Luxembourg

Les autorités ont admis librement toutes les émissions publiques étrangères sous réserve des contrôles et de l'accomplissement des formalités visant à la protection de l'épargne.

En pratique, le volume des émissions publiques étrangères est relativement restreint. Il s'agit en général d'emprunts en unités de compte. La plupart des euro-émissions font par contre l'objet de placements privés par le canal des banques participant aux syndicats de

placement. En effet, il n'est le plus souvent pas nécessaire de faire appel public à l'épargne étant donné que les nombreuses banques participant aux syndicats de placement ne disposent chacune que d'un quota assez réduit qu'elles placent auprès de leur clientèle privée. Le fait de donner un caractère public à l'opération supposerait des contrôles, des formalités, des délais et un coût d'émission supplémentaire sans pour autant faciliter toujours le placement. La majorité des émetteurs sollicitent cependant l'admission de leurs emprunts à la cote officielle de la bourse de Luxembourg et se soumettent de ce fait aux contrôles et formalités requis aux termes des dispositions sur le contrôle bancaire.

CONCLUSIONS

La comparaison des politiques suivies à l'égard de leurs marchés obligataires par les Etats membres permet de dégager les enseignements suivants :

Les procédures et instruments dont les Etats membres disposent pour assurer l'équilibre de l'offre et de la demande sur les marchés obligataires se sont rapprochés au cours de la période sous revue à la suite des réformes introduites dans plusieurs pays de la Communauté, en particulier en Allemagne et en France.

Toutefois des rapprochements de ces procédures et instruments et surtout de la manière dont ils sont utilisés restent encore nécessaires pour éviter des contradictions entre les politiques des Etats membres à l'égard de leurs marchés.

Bien que les Etats membres tiennent déjà compte unilatéralement dans leurs réformes de structure de l'expérience des systèmes adoptés par leurs partenaires de la Communauté, une réflexion commune concernant les outils nécessaires à la politique d'équilibre des marchés pourrait être fructueuse.

Les problèmes auxquels les Etats membres ont dû faire face sur leurs marchés obligataires se sont présentés avec une similitude croissante, mais parfois avec des décalages dans le temps. En outre, la dépendance commune des marchés des Etats membres à l'égard des euro-marchés s'est considérablement développée, ainsi qu'une certaine dépendance mutuelle. Même si l'on tient compte du fait que les contrôles de change ou d'autres obstacles restreignent les communications entre les marchés, particulièrement ces derniers temps, il n'en demeure pas moins vrai que les marchés, par la généralisation d'une psychologie commune et notamment par le jeu des expectatives de hausse ou de baisse des taux d'intérêt, tendent à être encore plus reliés entre eux aujourd'hui. Il en résulte que les politiques des Etats à l'égard de leurs marchés sont davantage dépendantes de considérations extérieures que ce n'était le cas jadis.

Ainsi, il existe un besoin fondamental d'information mutuelle.

Bien que des différences substantielles subsistent dans les politiques à l'égard des marchés financiers, les autorités de tutelle des marchés auraient intérêt à confronter leurs analyses des problèmes et l'efficacité de leurs solutions. Ils auraient intérêt aussi à se communiquer leurs prévisions quant à l'évolution des marchés, quant aux problèmes qui en découleront et quant à leurs intentions de décisions.

Il existe aussi un besoin de concertation entre les autorités de tutelle.

L'échange d'informations et d'idées diminuerait le risque que des politiques contradictoires ne soient menées par les Etats membres. Mais il est évident que face à des problèmes qui sont communs dans une large mesure, la coordination des politiques nationales renforcerait singulièrement leur efficacité.

Qu'il s'agisse par exemple des politiques suivies à l'égard des taux d'intérêt ou à l'égard des développements du marché des euro-émissions, une attitude commune donnerait à la Communauté dans son ensemble des moyens d'influence plus grands que ceux que détiennent les Etats membres isolément.

ANNEXE I

STATISTIQUES SUR LES MARCHES OBLIGATAIRES
DANS LES PAYS DE LA CEE

LISTE DES TABLEAUX (1)

I. Série S : Tableaux comparatifs

SA : Emissions publiques intérieures nettes (annuelles)

- SA 1 par types d'émetteurs (Mio \$)
- SA 2 par types d'émetteurs (%)
- SA 3 par types d'émissions (Mio \$ et %)
- SA 4 comparées au PNB, à la formation brute de capital fixe et à l'ensemble des émissions de valeurs mobilières

SB : Statistiques trimestrielles

- SB 1 en monnaies nationales
- SB 2 en Mio de \$

SC : Placements privés (monnaies nationales et Mio \$)

II. Série P : Tableaux par pays

PA : Emissions publiques intérieures brutes et nettes

- PA 1 Allemagne
- PA 2 France
- PA 3 Italie
- PA 4 Pays-Bas
- PA 5 Belgique
- PA 6 Luxembourg

PB : Statistiques trimestrielles

- PB 1 Allemagne
- PB 2 France
- PB 3 Italie
- PB 4 Pays-Bas
- PB 5 Belgique
- PB 6 Luxembourg

PC : Placements privés

- PC 1 Allemagne
- PC 2 France
- PC 4 Pays-Bas
- PC 5 Belgique

PD : Listes des émissions

- PD 1 Allemagne
- PD 2 France
- PD 3 Italie
- PD 4 Pays-Bas
- PD 5 Belgique
- PD 6 Luxembourg

(1) Les tableaux ont été établis par les experts du groupe de travail "Marché des valeurs mobilières" et les services de la Commission. Les sources sont indiquées pour chaque tableau; il s'agit essentiellement de statistiques nationales. En raison des différences existant entre les ventilations et les définitions adoptées par les divers pays, le degré de comparabilité des données assemblées est limité.

III. Série R : Taux de rendement

R1 Allemagne
R2 France
R3 Italie
R4 Pays-Bas
R5 Belgique

IV. Série E : Emissions publiques d'obligations étrangères

E1 Emissions étrangères "classiques" (montants bruts en Mio \$)
E2 "Euro-émissions" (montants bruts en Mio \$)

Tableau SA 1 - Emissions publiques intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

(par types d'émetteurs en millions de \$)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
ALLEMAGNE										
Gouvernement fédéral et Länder	140	291	159	407	477	599	237	1.038	611	- 36 (4)
Collectivités locales	7	- 2	20	- 4	10	26	- 4	34	20	- 8 (4)
Institutions financières	784	1.446	1.600	2.040	2.406	1.913	1.048	2.237	3.336	3.300 (4)
Entreprises publiques	134	185	409	413	329	152	- 128	201	294	117 (4)
Entreprises privées	- 90	25	148	86	84	91	x	223	- 17	- 45 (4)
Total	975	1.945	2.336	2.942	3.306	2.781	1.153	3.733	4.244	3.328 (4)
p.m. valeurs non négociables (1)								69	386	564 (4)
FRANCE										
Etat	- 226	- 152	- 174	423	111	22	113	43	- 190	- 193 (5)
Collectivités locales	36	71	61	77	79	93	140	113	81	66 (5)
Institutions financières	174	282	330	383	569	652	893	786	725	852 (5)
Entreprises publiques	190	221	253	351	369	527	523	577	411	216 (5)
Entreprises privées	328	354	280	267	162	156	89	140	128	324 (5)
Total	502	776	750	1.501	1.290	1.450	1.758	1.659	1.155	1.265 (5)
p.m. valeurs non négociables (1)	113	452	877	950	930	1.140	1.017	1.365	1.412	977 (5)
ITALIE										
Etat	221	10	- 162	- 317	118	261	1.157	715	1.329	844
Collectivités locales	- 1	18	- 1	- 1	- 1	- 1	34	13	75	4
Institutions émettant p/c du Trésor	63	229	273	204	254	801	1.332	887	746	1.636
Autres institutions financières	660	821	1.159	1.240	1.153	1.034	1.377	1.579	1.902	2.047
Entreprises publiques	95	185	94	516	758	1.054	502	705	880	887
Entreprises privées	314	202	330	74	45	- 19	4	- 61	- 54	- 96
Total	1.352	1.465	1.693	1.716	2.327	3.130	4.406	3.838	4.878	5.322
p.m. valeurs non négociables (1)	60	71	64	52	38	121	189	220	214	168
PAYS-BAS										
Etat	156	73	- 25	167	54	- 9	- 4	90	72	257
Collectivités locales	179	49	56	110	79	163	182	209	197	178
Banques hypothécaires	30	19	36	40	83	54	25	23	30	32
Institutions financières, entreprises } privées et semi-publiques et divers }	37	15	84	- 5	38	203	244	79	93	91
Total	402	156	151	312	254	411	447	401	392	558
BELGIQUE										
Etat	298	120	270	102	158	330	238	230	360	260
Collectivités locales	84	78	128	60	102	178	236	242	318	328
Fonds publics autonomes	- 8	42	38	32	86	14	- 34	194	140	104
Institutions financières	156	200	170	104	44	174	156	326	444	394
Entreprises publiques	- 14	28	20	24	- 10	- 14	24	52	94	26
Entreprises privées	- 2	-	32	34	22	56	14	10	32	10
Total	514	468	658	356	402	738	634	1.054	1.388	1.122
LUXEMBOURG (2)										
Etat	8	- 2	8	- 2	4	10	- 2	27	- 3	9
Collectivités locales	x	x	x	x	6	x	x	x	4	- 1
Institutions financières	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Entreprises publiques					10					
Entreprises privées et d'économie mixte			5	x	- 1	3	- 1	- 1	- 1	- 1
Total	8	- 2	13	- 2	19	13	- 3	26	x	7
CEE										
Etat, collectivités locales et fonds publics autonomes	957	825	651	1.258	1.537	2.487	3.625	3.835	3.760	3.448
Institutions financières	1.804	2.768	3.295	3.807	4.255	3.827	3.499	4.951	6.437	6.625
Entreprises publiques et privées (3)	992	1.215	1.655	1.760	1.806	2.209	1.271	1.925	1.860	1.529
Total	3.753	4.808	5.601	6.825	7.598	8.523	8.395	10.711	12.057	11.602
p.m. valeurs non négociables	173	523	941	1.002	968	1.261	1.206	1.654	2.012	1.709

(1) Voir renvoi (1) du tableau SA 3

(2) x = montants inférieurs à 0,5 million de \$

(3) Les institutions financières des Pays-Bas autres que les banques hypothécaires sont comprises dans les entreprises publiques et privées

(4) Taux de conversion pour les trois premiers trimestres 1 \$ = 4 DM; pour le quatrième trimestre 1 \$ = 3,755 (moyenne journalière des parités)

(5) Taux de conversion annuel : 1 \$ = 5,17884 (moyenne journalière des parités).

Source : Tableaux PA 1 à PA 6

Tableau SA 2 - Emissions publiques intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme
(par type d'émetteurs en pourcentage)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
ALLEMAGNE										
Gouvernement fédéral et Länder	14,4	15,-	6,8	13,8	14,4	21,5	20,5	27,8	14,4	- 1,1
Collectivités locales	0,7	- 0,1	0,9	- 0,1	0,3	0,9	- 0,3	0,9	0,5	- 0,2
Institutions financières	80,4	74,3	68,5	69,4	72,8	68,8	90,9	59,9	78,6	99,2
Entreprises publiques	13,7	9,5	17,5	14,0	10,0	5,5	- 11,1	5,4	6,9	3,5
Entreprises privées	- 9,2	1,3	6,3	2,9	2,5	3,3	x	6,0	- 0,4	- 1,4
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables								1,8	9,1	16,9
FRANCE										
Etat	- 45,0	- 19,6	- 23,2	28,2	8,6	1,5	6,4	2,6	- 16,5	- 15,2
Collectivités locales	7,2	9,2	8,2	5,1	6,1	6,4	8,0	6,8	7,0	5,2
Institutions financières	34,7	36,3	44,0	25,5	44,1	45,0	50,8	47,4	62,8	67,3
Entreprises publiques	37,8	28,5	33,7	23,4	28,6	36,3	29,7	34,8	35,6	17,1
Entreprises privées	65,3	45,6	37,3	17,8	12,6	10,8	5,1	8,4	11,1	25,6
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables	22,5	58,2	116,9	63,3	72,1	78,6	57,8	82,3	122,2	77,2
ITALIE										
Etat	16,3	0,7	- 9,6	- 18,5	5,1	8,3	26,3	18,6	27,2	15,9
Collectivités locales		1,2					0,7	0,3	1,5	-
Institutions émettant p/c du Trésor	4,7	15,6	16,1	11,9	10,9	25,6	30,2	23,1	15,3	30,7
Autres institutions financières	48,8	56,1	68,5	72,3	49,5	33,0	31,3	41,2	39,0	38,5
Entreprises publiques	7,0	12,6	5,5	30,0	32,6	33,7	11,4	18,4	18,1	16,7
Entreprises privées	23,2	13,8	19,5	4,3	1,9	- 0,6	0,1	- 1,6	- 1,1	- 1,8
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables	4,4	4,8	3,8	3,0	1,6	3,9	4,3	5,7	4,4	3,2
PAYS-BAS										
Etat	38,8	46,8	- 16,5	53,5	21,3	- 2,2	- 0,9	22,5	18,4	46,1
Collectivités locales	44,5	31,4	37,1	35,3	31,1	39,7	40,7	52,1	50,3	31,8
Banques hypothécaires	7,5	12,2	23,8	12,8	32,7	13,1	5,6	5,7	7,6	5,8
Institutions financières, entreprises privées et semi-publiques et divers	9,2	9,6	55,6	- 1,6	14,9	49,4	54,6	19,7	23,7	16,3
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
BELGIQUE										
Etat	58,0	25,6	41,0	28,6	39,3	44,7	37,5	21,8	25,9	23,2
Collectivités locales	16,3	16,7	19,5	16,9	25,4	24,1	37,2	23,0	22,9	29,2
Fonds publics autonomes	- 1,6	9,0	5,8	9,0	21,4	1,9	- 5,3	18,4	10,1	9,3
Institutions financières	30,4	42,7	25,8	29,2	10,9	23,6	24,6	30,9	32,0	35,1
Entreprises publiques	- 2,7	6,0	3,0	9,6	- 2,5	- 1,9	3,8	4,9	6,8	2,3
Entreprises privées	- 0,4		4,9	6,7	5,5	7,6	2,2	1,0	2,3	0,9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
LUXEMBOURG (1)										
Etat										
Collectivités locales										
Institutions financières										
Entreprises publiques										
Entreprises privées et d'économie mixte										
CEE										
Etat, collectivités locales et fonds publics autonomes	25,5	17,1	11,6	18,4	20,2	29,2	43,2	35,8	31,2	29,7
Institutions financières	48,1	57,6	58,8	55,8	56,0	44,9	41,7	46,2	53,4	57,1
Entreprises publiques et privées	26,4	25,3	29,6	25,8	23,8	25,9	15,1	18,0	15,4	13,2
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables	4,6	10,9	16,8	14,7	12,7	14,8	14,4	15,4	16,7	14,7

(1) Vu le nombre restreint d'emprunts, les pourcentages ne sont pas significatifs.

Source : Tableau SA 1

Tableau SA 3 - Emissions publiques intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

(par types d'émission)

	En millions de \$										En pourcentage									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
ALLEMAGNE																				
Emissions par "séries"	274	673	926	1.204	1.185	1.011	105	1.589	1.077	228	28,1	34,6	39,6	40,9	35,8	36,4	9,1	42,6	25,4	6,9
Emissions continues (au "robinet")	701	1.272	1.410	1.738	2.121	1.770	1.048	2.144	3.167	3.100	71,9	65,4	60,4	59,1	64,2	63,6	90,9	57,4	74,6	93,1
Total	975	1.945	2.336	2.942	3.306	2.781	1.153	3.733	4.244	3.328	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables (1)								69	386	564								1,8	9,1	16,9
FRANCE																				
Emissions par "séries"	464	741	712	1.463	1.248	1.418	1.722	1.627	1.143	1.222	92,4	95,5	94,9	97,5	96,7	97,8	98,0	98,1	99,0	96,6
Emissions continues (au "robinet")	38	35	38	38	42	32	36	32	12	43	7,6	4,5	5,1	2,5	3,3	2,2	2,0	1,9	1,0	3,4
Total	502	776	750	1.501	1.290	1.450	1.758	1.659	1.155	1.265	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables (1)	113	452	877	950	930	1.140	1.017	1.365	1.412	977	22,5	58,2	116,9	63,3	72,1	78,6	57,8	82,3	122,2	77,2
ITALIE																				
Emissions par "séries"	1.134	1.098	1.247	1.228	1.941	2.716	3.832	3.252	4.141	4.572	83,9	74,9	73,7	71,6	83,4	86,8	87,0	84,7	84,9	85,9
Emissions continues (au "robinet")	218	367	446	488	386	414	574	586	737	750	16,1	25,1	26,3	28,4	16,6	13,2	13,0	15,3	15,1	14,1
Total	1.352	1.465	1.693	1.716	2.327	3.130	4.406	3.838	4.878	5.322	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables (1)	60	71	64	52	38	121	189	220	214	168	4,4	4,8	3,8	3,0	1,6	3,9	4,3	5,7	4,4	3,2
PAYS-BAS																				
Emissions par "séries"	372	137	115	272	171	350	400	372	360	517	92,5	87,8	76,2	87,2	67,3	85,2	89,5	92,8	91,8	92,7
Emissions continues (au "robinet")	30	19	36	40	83	61	47	29	32	41	7,5	12,2	23,8	12,8	32,7	14,8	10,5	7,2	8,2	7,3
Total	402	156	151	312	254	411	447	401	392	558	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
BELGIQUE																				
Emissions par "séries"	302	238	310	206	264	530	376	602	762	546	58,8	50,9	47,1	57,9	65,7	71,8	59,3	57,1	54,9	48,7
Emissions continues (au "robinet")	212	230	348	150	138	208	258	452	626	576	41,2	49,1	52,9	42,1	34,3	28,2	40,7	42,9	45,1	51,3
Total	514	468	658	356	402	738	634	1.054	1.388	1.122	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
LUXEMBOURG																				
Emissions par "séries" (2)	8	- 2	13	- 2	19	13	- 3	26	x	7										
CEE																				
Emissions par "séries"	2.554	2.885	3.323	4.371	4.828	6.038	6.432	7.468	7.483	7.092	68,1	60,0	59,3	64,0	63,5	70,8	76,6	69,7	62,1	61,1
Emissions continues (au "robinet")	1.199	1.923	2.278	2.454	2.770	2.485	1.963	3.243	4.574	4.510	31,9	40,0	40,7	36,0	36,5	29,2	23,4	30,3	37,9	38,9
Total	3.753	4.808	5.601	6.825	7.598	8.523	8.395	10.711	12.057	11.602	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
p.m. valeurs non négociables (1)	173	523	941	1.002	968	1.261	1.206	1.654	2.012	1.709	4,6	10,9	16,8	14,7	12,7	14,8	14,4	15,4	16,7	14,7

(1) Titres non négociables, mais remboursables auprès de l'émetteur; les titres ne sont pas assimilés à des obligations dans les pays en question. La création par le groupe de travail du poste "pour mémoire" est le résultat d'un compromis entre deux tendances, l'une en faveur de l'inclusion de ces titres dans le tableau (dans la catégorie "émissions continues"), l'autre tendant à les exclure.

(2) x = Montants inférieurs à 0,5 million de \$

Source : Tableaux PA 1 à PA 6

Tableau SA 4 - Importance des émissions publiques intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Emissions nettes (millions de \$)	Pourcentage par rapport à :		
		Produit national brut	Formation brute de capital fixe	Total des valeurs mobilières
Allemagne				
1966	1.153	0,9	3,6	63,0
1967	3.733	3,0	13,1	88,7
(1967) (1)	(3.802)	(3,1)	(13,3)	(88,9)
1968	4.244	3,2	13,6	84,4
(1968) (1)	(4.630)	(3,4)	(14,8)	(85,5)
1969	3.328	2,2	8,9	82,8
(1969) (1)	(3.892)	(2,6)	(10,4)	(84,9)
France				
1966	1.758	1,6	6,5	71,8
(1966) (1)	(2.775)	(2,6)	(10,3)	(80,1)
1967	1.659	1,4	5,7	71,0
(1967) (1)	(3.024)	(2,6)	(10,4)	(81,7)
1968	1.155	0,9	3,6	51,5
(1968) (1)	(2.567)	(2,0)	(8,1)	(70,2)
1969	1.265	0,9	3,6	46,5
(1969) (1)	(2.242)	(1,6)	(6,3)	(60,7)
Italie				
1966	4.406	6,9	37,7	85,4
(1966) (1)	(4.595)	(7,2)	(39,3)	(85,9)
1967	3.838	5,5	28,9	85,8
(1967) (1)	(4.058)	(5,8)	(30,5)	(86,5)
1968	4.878	6,5	33,2	86,6
(1968) (1)	(5.092)	(6,8)	(34,6)	(87,1)
1969	5.322	6,5	31,5	83,0
(1969) (1)	(5.490)	(6,7)	(32,5)	(83,4)
Pays-Bas				
1966	447	2,1	8,4	96,5
1967	401	1,8	6,8	96,8
1968	392	1,6	5,9	99,6
1969	558			98,3
Belgique				
1966	634	3,5	15,5	68,2
1967	1.054	5,4	24,4	79,0
1968	1.388	6,7	31,7	75,1
1969	1.122	4,9	22,0	
Luxembourg				
1966	- 3	-	-	-
1967	26	3,7	13,0	17,4
1968	-	-	-	-
1969	7			
CEE				
1966	8.395	2,5	10,5	76,6
(1966) (1)	(9.601)	(2,9)	(12,0)	(78,9)
1967	10.711	3,0	13,1	82,9
(1967) (1)	(12.365)	(3,5)	(15,2)	(84,8)
1968	12.057	3,1	13,5	77,6
(1968) (1)	(14.069)	(3,7)	(15,8)	(80,2)
1969	11.602			
(1969) (1)	(13.311)			

(1) Y compris poste : "pour mémoire" (voir renvoi (1) tableau SA 3)

Sources : - valeurs à revenu fixe : tableau SA 1
PNB et FBCP et émissions d'actions : Bulletin statistique de l'Office statistique des Communautés européennes

Tableau SB 1 - Montants trimestriels des émissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (en monnaies nationales)

	1967					1968					1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants bruts															
ALLEMAGNE (Mio de DM)	5.027	3.586	5.213	4.832	18.658	7.015	4.521	4.816	4.861	21.213	5.415	4.037	5.128	4.043	18.623
FRANCE (Mrd de FF)	3,51	3,60	1,55	3,69	12,35	3,51	1,99	1,27	3,47	10,24	3,51	1,32	2,94	3,68	11,45
ITALIE (Mrd de lires)	926,3	342,4	895,6	1.028,4	3.192,7	1.394,7	1.001,2	937,9	986,9	4.320,7	1.118,1	1.251,0	1.412,0	1.066,9	4.848,0
PAYS-BAS (Mio de fl)	770	515	455	534	2.274	690	444	642	517	2.293	760	400	489	1.146	2.795
BELGIQUE (Mrd de FB) (1)	19,6	18,4	9,9	18,6	66,5	17,3	12,5	25,9	12,7	68,4	23,1	18,5	11,3	31,5	84,4
LUXEMBOURG (Mio de Flux)	700	-	-	800	1.500	-	200	-	-	200	600	-	-	-	600
Montants nets															
ALLEMAGNE (Mio de DM)	4.296	2.943	4.259	3.432	14.930	5.621	3.583	3.870	3.904	16.978	4.294	2.909	4.241	1.755	13.199
FRANCE (Mrd de FF)					8,19					5,70					6,55
ITALIE (Mrd de lires)	717,3	156,0	704,9	820,9	2.399,1	843,6	760,4	700,1	744,5	3.048,6	812,8	719,2	1.062,9	731,1	3.326,0
PAYS-BAS (Mio de fl)	523	323	268	338	1.452	457	216	451	297	1.421	585	222	275	925	2.007
BELGIQUE (Mrd de FB) (1)	9,9	4,6	2,0	13,6	30,1	12,7	8,2	12,5	4,7	38,1	6,4	6,1	4,5	10,3	27,3
LUXEMBOURG (Mio de Flux)	648,5	-30,5	-59	753	1.313	-82	169	-74	-37	-23	523,2	-47,3	-76,7	-49,3	349,9

(1) Uniquement émissions par séries

Source : Tableaux PB 1 à PB 6

Tableau SB 2 - Montants trimestriels des émissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (en millions de dollars)

	1967					1968					1969 (2)				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants bruts															
ALLEMAGNE	1.257	897	1.303	1.208	4.665	1.754	1.130	1.204	1.215	5.303	1.354	1.009	1.282	1.077	4.722
FRANCE	711	729	314	747	2.501	711	403	257	703	2.074	678	255	568	710	2.211
ITALIE	1.482	548	1.433	1.645	5.108	2.231	1.602	1.501	1.579	6.913	1.789	2.002	2.259	1.707	7.757
PAYS-BAS	213	142	126	147	628	191	123	177	143	633	211	111	136	318	776
BELGIQUE (1)	392	368	198	372	1.330	346	250	518	254	1.368	462	370	226	630	1.688
LUXEMBOURG	14	-	-	16	30	-	4	-	-	4	12	-	-	-	12
Montants nets															
ALLEMAGNE	1.074	736	1.065	858	3.733	1.405	896	968	976	4.245	1.074	727	1.060	467	3.328
FRANCE					1.659					1.155					1.265
ITALIE	1.148	250	1.128	1.313	3.839	1.350	1.217	1.120	1.191	4.878	1.300	1.151	1.701	1.170	5.322
PAYS-BAS	145	89	74	93	401	126	60	125	82	393	163	62	76	257	558
BELGIQUE (1)	198	92	40	272	602	254	164	250	94	762	128	122	90	206	546
LUXEMBOURG	13	-1	-1	15	26	-1,7	3,4	-1,5	-0,7	-0,5	10,5	-1	-1,5	-1	7

(1) Uniquement émissions par séries

(2) Pour les conversions en dollars des DM et des FF, voir notes (4) et (5) du tableau SA 1

Source : Tableau SB 1

Tableau SC - Placements privés (1)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	(en monnaies nationales)									
Montants bruts										
ALLEMAGNE (Mio de DM)	246	255	256	351	405	1.675	1.666	1.187	1.381	1.190
FRANCE (Mrd de FF)	0,18	0,22	0,34	0,22	0,25	0,45	0,46	0,80	0,90	1,30
PAYS-BAS (Mio de fl)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
BELGIQUE (Mrd de FB)	8,9	5,8	15,6	10,4	15,6	16,0	16,3	17,5	16,6	22,1
Montants nets										
ALLEMAGNE (Mio de DM) p.m. Schuldscheindarlehen	244 1.375	194 1.415	188 1.562	296 1.472	285 1.519	1.341 1.711	912 2.211	389 2.189	820 1.660	654 2.644
FRANCE (Mrd de FF)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
PAYS-BAS (Mio de fl)	1.969	3.025	3.168	3.477	4.738	4.890	4.838	5.671	6.359	6.163
BELGIQUE (Mrd de FB)	4,9	1,7	9,9	3,1	6,2	8,1	8,3	7,2	5,7	14,8
	(en millions de \$)									
Montants bruts										
ALLEMAGNE	59	64	64	88	101	419	417	297	345	302
FRANCE	36	45	69	45	51	91	93	162	182	251
PAYS-BAS	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
BELGIQUE	178	116	312	208	312	320	326	350	332	442
Montants nets										
ALLEMAGNE p.m. Schuldscheindarlehen	58 327	49 354	47 391	74 368	71 380	335 428	228 553	97 547	205 415	166 671
FRANCE	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
PAYS-BAS	544	845	892	981	1.316	1.358	1.344	1.572	1.756	1.712
BELGIQUE	98	34	198	62	124	162	186	144	114	296

(1) Le degré de comparabilité des données assemblées dans ce tableau est peu satisfaisant, les statistiques recensées étant dans la plupart des cas incomplètes. D'après les définitions des placements privés adoptées par le groupe "Marchés des valeurs mobilières", de tels titres n'existent pas en Italie.

Source : Tableaux PC 1, PC 2, PC 4, PC 5

Tableau PA 1 - Allemagne - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Montants bruts en mio de DM										Montants nets en mio de DM									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Emissions par séries"	1.846,2	3.341,-	4.961,-	7.982,9	6.887,5	5.351,7	2.502,1	8.794,1	6.922,-	4.591,-	1.152,5	2.691,4	3.702,9	4.814,9	4.739,3	4.046,-	422,9	6.354,-	4.308,-	951,-
Gouvernement fédéral et Länder (1)	682,3	1.226,2	962,5	2.203,5	2.218,7	2.579,2	1.421,8	4.886,9	2.829,-	1.522,-	586,7	1.163,7	635,-	1.629,8	1.908,6	2.394,2	949,5	4.153,2	2.444,-	- 130,-
Collectivités locales (2)	40,-	-	140,-	150,-	80,-	120,-	-	150,-	100,-	-	28,8	- 10,7	79,-	- 16,7	40,6	105,8	- 16,2	134,6	81,-	- 30,-
Institutions financières (3)	486,1	1.030,2	1.104,-	1.853,9	1.775,1	1.176,7	666,6	1.264,3	1.681,-	1.422,-	350,1	696,4	760,-	1.207,1	1.139,4	573,5	1,8	369,3	676,-	787,-
Entreprises publiques (4)	610,3	765,-	1.678,4	2.223,-	1.840,-	890,-	182,-	1.375,7	2.012,-	1.190,-	563,3	741,5	1.637,3	1.651,5	1.316,6	609,3	-513,4	804,9	1.176,-	488,-
Entreprises privées (5)	27,5	319,6	1.076,1	1.552,5	973,7	585,8	231,7	1.117,2	300,-	457,-	-376,4	100,5	591,6	343,2	334,1	363,2	1,2	892,-	- 69,-	-164,-
Emissions continues (au "robinet")	3.236,3	6.012,8	6.627,5	8.089,6	9.615,9	7.806,-	5.230,8	9.865,6	14.291,-	14.031,-	2.944,6	5.090,-	5.640,7	6.954,7	8.483,5	7.080,1	4.191,3	8.577,-	12.669,-	12.248,-
Institutions financières :																				
- Obligations communales (6)	966,9	2.331,3	2.224,2	3.116,6	3.434,1	2.635,1	2.259,8	5.469,1	8.231,-	8.221,-	791,4	1.740,-	1.682,4	2.349,3	2.715,8	2.285,-	1.870,2	5.192,7	7.822,-	7.542,-
- Obligations hypothécaires (7)	2.266,4	3.581,5	4.002,2	4.003,8	4.739,9	3.791,2	2.488,2	3.496,9	4.213,-	3.776,-	2.150,4	3.252,2	3.557,3	3.670,6	4.443,3	3.625,2	2.275,-	3.143,2	3.950,-	3.458,-
- Autres obligations et bons de caisse	3,-	100,-	401,1	969,2	1.441,9	1.379,7	482,8	899,6	1.847,-	2.034,-	2,8	97,8	401,-	934,8	1.324,4	1.169,9	46,1	241,1	897,-	1.248,-
Total	5.082,5	9.353,8	11.588,5	16.072,5	16.503,4	13.157,7	7.732,9	18.659,7	21.213,-	18.622,-	4.097,1	7.781,4	9.343,6	11.769,6	13.222,8	11.126,1	4.614,2	14.931,-	16.977,-	13.199,-
Pour mémoire :																				
Gouvernement fédéral (Schatzbriefe) (8)										280,-										280,-
Institutions de crédit (Sparbriefe) (9)																		275,-	1.543,-	1.947,-
<p>(1) Emissions du Bund, du Fonds de péréquation des charges (Lastenausgleichsfonds) et des Länder. Parmi les émissions du Fonds de péréquation des charges, on mentionne ici seulement les "Erfüllungsschuldverschreibungen"</p> <p>(2) Obligations des communes et des associations intercommunales de droit public</p> <p>(3) Deutsche Genossenschaftskasse, Deutsche Siedlungs- und Landesrentenbank, Lastenausgleichsbank, Industriekreditbank AG., Kreditanstalt für Wiederaufbau, Landwirtschaftliche Rentenbank</p> <p>(4) Obligations des postes et chemins de fer fédéraux seulement</p> <p>(5) Y compris les obligations de certaines entreprises publiques (notamment d'électricité) assimilables à celles d'entreprises privées</p> <p>(6) Le produit des émissions de "Kommunalobligationen" sert principalement à l'octroi de crédits aux personnes morales de droit public</p> <p>(7) Le produit des émissions d'obligations hypothécaires (Pfandbriefe), y compris celles des banques hypothécaires maritimes, sert à l'octroi de crédits au secteur privé.</p> <p>(8) Emis à partir de 1969</p> <p>(9) Emis à partir de 1967</p> <p>(10) On a mentionné pour mémoire des titres qui ne sont pas négociables mais sont mobilisables sous forme de remboursement par l'émetteur</p>																				
Sources : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank et chiffres communiqués au groupe "Marchés des valeurs mobilières" par la délégation allemande																				

Tableau PA 2 - France - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Montants bruts en milliards de FF										Montants nets en milliards de FF									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>4,41</u>	<u>5,47</u>	<u>5,84</u>	<u>9,84</u>	<u>9,19</u>	<u>10,15</u>	<u>11,87</u>	<u>12,03</u>	<u>10,01</u>	<u>11,04</u>	<u>2,29</u>	<u>3,66</u>	<u>3,51</u>	<u>7,22</u>	<u>6,16</u>	<u>7,1-</u>	<u>8,50</u>	<u>8,03</u>	<u>5,64</u>	<u>6,33</u>
Etat	-	-	-	3,-	1,50	1,-	1,50	1,25	-	-	1,12	0,75	0,86	2,09	0,55	0,11	0,56	0,21	0,94	1,-
Collectivités locales	-	0,20	0,15	0,25	0,26	0,40	0,63	0,55	0,51	0,32	0,01	0,18	0,11	0,19	0,18	0,30	0,51	0,40	0,34	0,12
Institutions financières (1)	1,06	1,60	1,90	2,21	3,21	3,70	5,01	4,62	4,63	5,40	0,86	1,39	1,63	1,89	2,81	3,22	4,41	3,88	3,58	4,41
Entreprises publiques (2)	1,47	1,58	1,97	2,52	2,73	3,53	3,48	4,01	3,23	2,46	0,94(3)	1,09(3)	1,25(3)	1,73(3)	1,82(3)	2,60(3)	2,58(3)	2,85(3)	2,03(3)	1,12(3)
Entreprises privées	1,88	2,09	1,82	1,86	1,49	1,52	1,25	1,60	1,64	2,86	1,62	1,75	1,38	1,32	0,80	0,77	0,44	0,69	0,63	1,68
<u>Emissions continues (au "robinet")</u>	<u>0,31</u>	<u>0,31</u>	<u>0,33</u>	<u>0,41</u>	<u>0,37</u>	<u>0,31</u>	<u>0,32</u>	<u>0,32</u>	<u>0,23</u>	<u>0,41</u>	<u>0,19</u>	<u>0,17</u>	<u>0,19</u>	<u>0,19</u>	<u>0,21</u>	<u>0,16</u>	<u>0,18</u>	<u>0,16</u>	<u>0,06</u>	<u>0,22</u>
Collectivités locales	0,28	0,26	0,29	0,29	0,32	0,27	0,31	0,30	0,22	0,39	0,19	0,17	0,19	0,19	0,21	0,16	0,18	0,16	0,06	0,22
Entreprises publiques (4)	0,03	0,05	0,04	0,12	0,05	0,04	0,01	0,02	0,01	0,02	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Total	4,72	5,78	6,17	10,25	9,56	10,46	12,19	12,35	10,24	11,45	2,48	3,83	3,70	7,41	6,37	7,16	8,68	8,19	5,70	6,55
Pour mémoire : (8)																				
Bons du Trésor (5)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,57	3,36	3,46	2,90	3,09	2,24	2,78	2,71	2,26
Bons de la CNCA (6)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,56	0,66	0,97	1,23	1,69	2,54	2,78	3,96	4,26	2,80
Bons de caisse des banques (7)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
(1) Obligations foncières et obligations communales du crédit foncier de France, emprunts de la Caisse nationale de crédit agricole (CNCA), du Crédit nat. et de la Caisse centr. de crédit hôtelier																				
(2) Postes et télécommunications, SNCF, Electricité de France, Gaz de France, Charbonnages de France, Caisse nationale des autoroutes																				
(3) Dans ces montants sont comprises les émissions continues nettes de bons à lots-kilomètres de la SNCF qu'il n'a pas été possible d'isoler, car les amortissements ne sont indiqués que globalement pour toutes les émissions des entreprises publiques																				
(4) Bons à lots-kilomètres émis par la SNCF. Il n'a pas été possible d'indiquer le montant des émissions nettes car les amortissements relatifs à ces emprunts ne sont pas isolés (voir note (3))																				
(5) Bons du Trésor de 3 à 5 ans sur formules (placés exclusivement auprès du public)																				
(6) Bons à 5 ans ou à 3 ou 5 ans émis par la Caisse nationale de crédit agricole. Les chiffres indiqués ne comprennent que la part souscrite par le public; les bons en portefeuille dans les caisses régionales sont exclus																				
(7) Il est impossible d'isoler dans les statistiques bancaires, les bons de caisse des dépôts à terme avec lesquels ils sont groupés																				
(8) Les titres, mentionnés "pour mémoire", ne sont pas négociables sur un marché mais sont mobilisables sous forme de remboursement par l'émetteur; ils présentent en outre des caractéristiques de durée et de taux très différentes de celles des titres recensés dans la première partie du tableau																				
Source : Conseil national du crédit (rapports annuels et annexes)																				

Tableau PA 3 - Italie - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Montants bruts en milliards de lire										Montants nets en milliards de lire									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Emissions par "séries"	962,7	991,3	1.281,7	1.258,0	1.814,2	2.303,4	3.521,6	2.579,9	3.578,4	4.072,6	708,8	686,2	779,7	767,7	1.213,2	1.697,9	2.395,0	2.032,8	2.588,2	2.857,1
Etat	265,4	164,1	195,0	2,4	319,6	369,8	1.139,3	500,3	1.218,5	981,5	138,2	6,1	- 101,3	- 198,1	73,5	162,8	722,9	447,2	830,7	527,7
Collectivités locales	-	12,0	-	-	-	-	22,5	10,0	51,7	7,5	- 0,3	11,4	- 0,4	- 0,5	- 0,5	21,1	8,0	46,9	2,2	
Institutions émettant pour le compte du Trésor (1)	50,0	158,0	184,0	167,0	197,2	568,4	933,0	649,7	592,6	1.227,9	39,4	143,4	170,6	127,4	158,8	500,7	832,3	554,4	466,2	1.022,2
Institutions spécialisées de crédit mobilier	346,9	370,0	561,0	626,9	666,8	575,8	692,4	844,0	999,7	1.117,4	275,7	283,9	445,9	469,8	479,6	387,9	501,9	620,3	728,2	810,7
Entreprises publiques (2)	86,0	140,0	105,0	385,0	562,6	757,0	405,0	557,5	687,5	732,0	59,4	115,4	59,0	322,7	473,7	658,6	313,9	440,9	549,8	554,1
Entreprises privées	214,4	147,2	236,7	76,7	68,0	32,4	59,4	18,4	28,4	6,3	196,4	126,0	205,9	46,4	28,1	- 11,7	2,9	-38,0	- 33,6	- 59,8
Emissions continues (au "robinet")																				
Institutions spécialisées de crédit immobilier (3)	187,1	293,7	361,8	415,3	370,3	428,9	573,6	612,8	742,3	775,4	136,4	229,6	278,6	304,9	241,1	258,5	358,8	366,3	460,4	468,9
Total	1.149,8	1.285,0	1.643,5	1.673,3	2.184,5	2.732,3	3.825,2	3.192,7	4.320,7	4.848,0	845,2	915,8	1.058,3	1.072,6	1.454,3	1.956,4	2.753,8	2.399,1	3.048,6	3.326,0
Pour mémoire : (4)																				
Buoni fruttiferi											37,5	44,3	40,1	32,6	23,5	75,5	118,0	137,7	133,5	105,2

(1) Emissions du Consorzio di credito per le opere pubbliche (CCOP) pour le financement des chemins de fer, du plan vert, de l'ANAS (secteur routier) etc.
(2) IRI, ENEL, ENI et Autostrade
(3) Emissions d'obligations hypothécaires (Cartelle Fondiarie)
(4) On a mentionné pour mémoire les buoni fruttiferi qui sont des instruments de récolte des fonds non négociables émis à un taux d'intérêt fixe (5,50 %) par l'administration postale et par des institutions de crédit. Dans le cadre financier italien, ils sont assimilables à des dépôts d'épargne à terme. Il s'agit d'émissions des institutions de crédit de droit public, des banques de crédit ordinaire, des banques populaires, des caisses d'épargne et des monts de piété de première catégorie.

Source : Rapports annuels et Bollettino de la Banca d'Italia

Tableau PA 4 - Pays-Bas - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Montants bruts en millions de florins										Montants nets en millions de florins									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Emissions par "séries"	<u>1.843</u>	<u>992</u>	<u>964</u>	<u>1.589</u>	<u>1.279</u>	<u>1.957</u>	<u>2.201</u>	<u>2.099</u>	<u>2.109</u>	<u>2.568</u>	<u>1.414</u>	<u>495</u>	<u>415</u>	<u>987</u>	<u>621</u>	<u>1.267</u>	<u>1.447</u>	<u>1.345</u>	<u>1.304</u>	<u>1.861</u>
Etat	937	643	298	996	652	435	448	791	728	1.320	595	266	- 91	605	198	- 33	- 15	324	262	925
Collectivités locales (1)	738	258	297	527	421	731	834	950	925	820	679	176	202	400	287	589	659	758	714	639
Institutions financières (2)	12	-	31	9	60	125	106	-	58	175	)	)	)	)	)	)	)	- 34	30	148
Entreprises privées et semi-publiques (2)	133	66	294	31	87	598	683	236	252	104))))))))))
Institutions à but non lucratif et divers (2)	23	25	44	26	59	68	130	122	146	149))))))))))
Emissions continues (au "robinet")	<u>136</u>	<u>93</u>	<u>160</u>	<u>182</u>	<u>332</u>	<u>268</u>	<u>227</u>	<u>175</u>	<u>184</u>	<u>227</u>	<u>115</u>	<u>70</u>	<u>132</u>	<u>144</u>	<u>298</u>	<u>220</u>	<u>171</u>	<u>107</u>	<u>117</u>	<u>146</u>
Institutions de crédit hypothécaire (3)	136	93	160	182	332	240	134	144	174	191	115	70	132	144	298	196	90	84	110	117
Banques commerciales (4)						28	93	31	10	36						24	81	23	7	29
Total	1.979	1.085	1.124	1.771	1.611	2.225	2.428	2.274	2.293	2.795	1.529	565	547	1.131	919	1.487	1.618	1.452	1.421	2.007

(1) Provinces, communes et Banque des communes néerlandaises

(2) On ne dispose que de la distinction entre les émissions brutes des institutions financières, des entreprises privées et semi-publiques et des institutions à but non lucratif.

Les montants nets de ces émissions n'ont été publiés que globalement jusqu'en 1966 inclus.

(3) Obligations hypothécaires (Pandbrieven)

(4) Comprend notamment les "Spaarobligaties" (émissions à partir de 1965) et d'autres obligations bancaires

Source : Rapports annuels de la Nederlandsche Bank

Tableau PA 5 - Belgique - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Montants bruts en milliards de FB										Montants nets en milliards de FB									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Emissions par "séries"	35,9	27,6	38,0	29,3	39,8	49,6	47,4	66,5	68,4	84,4	15,1	11,9	15,5	10,3	13,2	26,5	18,8	30,1	38,1	27,3
Etat (a)	27,5	13,4	26,0	18,6	30,1	29,8	31,3	37,8	40,9	56,6	14,9	6,0	13,5	5,1	7,9	16,5	11,9	11,5	18,0	13,0
Collectivités locales (1) (a)	1,3	0,8	2,8	2,9	1,5	6,4	9,1	5,3	9,0	9,3	-0,8	-0,8	0,5	0,4	0,7	4,8	6,0	3,1	6,7	6,6
Fonds autonomes (2) (a)	0,9	3,6	3,4	3,0	5,4	5,5	0,4	12,3	8,3	9,5	-0,4	2,1	1,9	1,6	4,3	0,7	-1,7	9,7	7,0	5,2
Entreprises publiques (5) (a)	3,8	4,3	4,0	2,7	1,4	2,0	4,5	6,8	7,3	6,0	-0,7	1,4	0,7	1,7	-0,5	-0,7	1,2	2,6	4,7	1,3
Institutions financières publiques (3) (a)	2,4	5,4	-	0,4	-	2,5	1,1	2,9	0,5	2,0	2,2	3,2	-2,7	0,3	-0,3	2,4	0,7	2,7	0,1	0,7
Institutions financières privées	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Entreprises privées (b)	-	0,1	1,8	1,7	1,4	3,4	1,0	1,4	2,4	1,0	-0,1	-	1,6	1,2	1,1	2,8	0,7	0,5	1,6	0,5
Emissions continues (au "robinet")											10,6	11,5	17,4	7,5	6,9	10,4	12,9	22,6	31,3	28,8
Collectivités locales (1)(6)(a)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,0	4,7	5,9	2,6	4,4	4,1	5,8	9,0	9,2	9,8
Entreprises publiques (5) (a)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-	0,3	-	-	-	-	-	-	-
Institutions financières publiques (3)(6)(a)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,8	4,4	6,9	4,1	1,3	4,7	4,0	6,8	13,2	7,7
Institutions financières privées (4)(c)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,8	2,4	4,3	0,8	1,2	1,6	3,1	6,8	8,9	11,3
Entreprises privées	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Total											25,7	23,4	32,9	17,8	20,1	36,9	31,7	52,7	69,4	56,1

(p) Chiffres provisoires

(1) Provinces, communes et Crédit communal de Belgique

(2) Organismes de sécurité sociale, Fonds des routes

(3) Société nationale de crédit à l'industrie, Caisse nationale de crédit professionnel, Institut national de crédit agricole, Office central du crédit hypothécaire

(4) Emissions continues d'obligations et de bons de caisses des banques, caisses d'épargne, sociétés de crédit hypothécaire ou de financement à tempérament

(5) Société nationale des chemins de fer belges, Société nationale des chemins de fer vicinaux, Société nationale de distribution des eaux, SABENA, RTT et diverses sociétés intercommunales

(6) Jusqu'en 1965 inclus, les émissions continues de bons de caisse à court terme du Crédit communal de Belgique et des institutions financières publiques n'ont pu être isolées et sont comprises dans les montants nets des émissions continues à moyen et long terme

Sources : (a) Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique, statistiques tableau XVI, 1, titres accessibles à tous placers

(b) Montants bruts : rapports annuels de la Commission bancaire, tableau "répartition par secteurs économiques des émissions publiques et privées", rubriques "sidérurgie" à "grands magasins" + "divers"

Montants nets : calculs de la Banque nationale de Belgique (montants bruts moins évaluations des amortissements basées sur les variations de la valeur nominale totale des titres de sociétés admis à la Bourse)

(c) Rapports annuels de la Commission bancaire : émissions continues des banques, caisses d'épargne, sociétés hypothécaires, sociétés de financement des ventes à tempérament, assurances entreprises régies par la loi du 16 juin 1964, sociétés financières

NB : Les divers sources indiquent parfois des chiffres différents pour une même catégorie d'émetteurs. Le choix des sources retenues dans ce tableau et la réconciliation des chiffres ont été effectués par la délégation belge.

Tableau PA 6 - Luxembourg - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

	Montants bruts en millions de ₣										Montants nets en millions de ₣									
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
<u>Emissions par "séries"</u>																				
Etat	10	-	10	-	6	12	-	30	-	12	8,46	- 1,59	8,1	- 1,7	4,1	10	- 2,33	27,32	- 3,26	8,79
Collectivités locales	-	-	-	-	6	-	-	-	4	-	-0,26	- 0,26	-0,26	- 0,26	5,74	- 0,4	- 0,4	-0,4	3,6	-0,65
Entreprises publiques	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	-	-	-	-	-
Institutions financières	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,07	- 0,07	-0,07	- 0,07	-0,07	- 0,07	- 0,07	-0,07	- 0,07	-0,08
Entreprises privées et d'économie mixte	-	-	5	0,4	-	4	-	-	-	-	-	-	4,86	0,3	-0,43	3,47	- 0,56	-0,59	- 0,73	-1,06
Total	10	-	15	0,4	22	16	-	30	4	12	8,13	- 1,92	12,63	- 1,73	19,34	13,-	- 3,36	26,26	- 0,46	7,00
Source : Chiffres communiqués au groupe "Marchés des valeurs mobilières" par la délégation luxembourgeoise																				

Tableau PB 1 - ALLEMAGNE

Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (millions de DM)

	1967					1968					1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants bruts															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>2.732</u>	<u>1.509</u>	<u>2.584</u>	<u>1.968</u>	<u>8.793</u>	<u>2.688</u>	<u>1.604</u>	<u>1.082</u>	<u>1.549</u>	<u>6.923</u>	<u>1.194</u>	<u>914</u>	<u>1.565</u>	<u>918</u>	<u>4.591</u>
Gouvernement fédéral et Länder	1.309	911	1.729	938	4.887	1.419	529	467	414	2.829	165	9	749	600	1.523
Collectivités locales	100	50	-	-	150	100	-	-	-	100	-	-	-	-	-
Institutions financières	234	273	214	542	1.263	527	350	205	600	1.682	449	274	380	318	1.421
Entreprises publiques	668	100	370	238	1.376	592	590	410	420	2.012	580	310	300	-	1.190
Entreprises privées	421	175	271	250	1.117	50	135	-	115	300	-	321	136	-	457
<u>Emissions continues (au "robinet")</u>	<u>2.295</u>	<u>2.077</u>	<u>2.629</u>	<u>2.864</u>	<u>9.865</u>	<u>4.327</u>	<u>2.917</u>	<u>3.734</u>	<u>3.312</u>	<u>14.290</u>	<u>4.221</u>	<u>3.123</u>	<u>3.563</u>	<u>3.125</u>	<u>14.032</u>
Institutions financières :															
- Obligations communales	1.323	1.196	1.555	1.394	5.468	2.709	1.703	2.056	1.762	8.230	2.526	1.652	2.242	1.802	8.222
- Obligations hypothécaires	781	775	873	1.068	3.497	1.358	938	1.079	838	4.213	1.224	1.032	770	750	3.776
- Autres oblig. et bons de caisse	191	106	201	402	900	260	276	599	712	1.847	471	439	551	573	2.034
Total	5.027	3.586	5.213	4.832	18.658	7.015	4.521	4.816	4.861	21.213	5.415	4.037	5.128	4.043	18.623
Montants nets															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>2.164</u>	<u>1.181</u>	<u>1.951</u>	<u>1.057</u>	<u>6.353</u>	<u>1.665</u>	<u>1.062</u>	<u>556</u>	<u>1.025</u>	<u>4.308</u>	<u>338</u>	<u>136</u>	<u>1.062</u>	<u>- 585</u>	<u>951</u>
Gouvernement fédéral et Länder	1.115	871	1.607	560	4.153	1.216	485	370	373	2.444	- 101	- 361	542	- 210	- 130
Collectivités locales	95	44	-	- 4	135	89	- 1	- 2	- 5	81	- 13	- 10	- 2	- 5	- 30
Institutions financières	5	117	- 170	416	368	20	151	- 30	535	676	228	50	306	203	787
Entreprises publiques	599	21	298	- 113	805	396	358	309	113	1.176	362	244	198	- 316	488
Entreprises privées	350	128	216	198	892	- 56	69	- 91	9	- 69	- 138	213	18	- 257	- 164
<u>Emissions continues (au "robinet")</u>	<u>2.132</u>	<u>1.762</u>	<u>2.308</u>	<u>2.375</u>	<u>8.577</u>	<u>3.956</u>	<u>2.521</u>	<u>3.314</u>	<u>2.879</u>	<u>12.670</u>	<u>3.956</u>	<u>2.773</u>	<u>3.179</u>	<u>2.340</u>	<u>12.248</u>
Institutions financières :															
- Obligations communales	1.279	1.111	1.482	1.321	5.193	2.645	1.645	1.881	1.651	7.822	2.487	1.502	2.102	1.451	7.542
- Obligations hypothécaires	774	747	827	794	3.142	1.268	909	1.041	733	3.951	1.196	993	721	548	3.458
- Autres oblig. et bons de caisse	79	- 96	- 1	260	242	43	- 33	392	495	897	273	278	356	341	1.248
Total	4.296	2.943	4.259	3.432	14.930	5.621	3.583	3.870	3.904	16.978	4.294	2.909	4.241	1.755	13.199
Pour mémoire : Schatzbriefe	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	86	21	89	84	280
Sparbriefe	-	-	-	275	275	433	308	352	450	1.543	801	369	437	340	1.947

Les différences entre les totaux annuels et les chiffres du tableau PA 1 proviennent d'arrondissements.

Pour les "sources" et les "notes" se reporter au tableau PA 1

Tableau PB 2 - FRANCE

Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (milliards de FF)

	1967					1968					1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants bruts															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>3,43</u>	<u>3,53</u>	<u>1,50</u>	<u>3,57</u>	<u>12,03</u>	<u>3,43</u>	<u>1,96</u>	<u>1,22</u>	<u>3,40</u>	<u>10,01</u>	<u>3,38</u>	<u>1,27</u>	<u>2,82</u>	<u>3,57</u>	<u>11,04</u>
Etat	-	1,25	-	-	1,25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Collectivités locales	-	-	0,40	0,15	0,55	-	-	-	0,51	0,51	-	-	0,32	-	0,32
Institutions financières	1,64	1,10	0,90	0,98	4,62	2,50	-	0,90	1,23	4,63	2,28	0,50	0,91	1,71	5,40
Entreprises publiques	1,53	0,95	-	1,53	4,01	0,76	1,62	-	0,85	3,23	-	0,67	0,50	1,29	2,46
Entreprises privées	0,26	0,23	0,20	0,91	1,60	0,17	0,34	0,32	0,81	1,64	1,10	0,10	1,09	0,57	2,86
<u>Emissions continues (au "robinet")</u>	<u>0,08</u>	<u>0,07</u>	<u>0,05</u>	<u>0,12</u>	<u>0,32</u>	<u>0,08</u>	<u>0,03</u>	<u>0,05</u>	<u>0,07</u>	<u>0,23</u>	<u>0,13</u>	<u>0,05</u>	<u>0,12</u>	<u>0,11</u>	<u>0,41</u>
Collectivités locales	0,08	0,07	0,05	0,10	0,30	0,08	0,03	0,05	0,06	0,22	0,12	0,05	0,11	0,11	0,39
Entreprises publiques	-	-	-	0,02	0,02	-	-	-	0,01	0,01	0,01	-	0,01	-	0,02
<u>Total</u>	<u>3,51</u>	<u>3,60</u>	<u>1,55</u>	<u>3,69</u>	<u>12,35</u>	<u>3,51</u>	<u>1,99</u>	<u>1,27</u>	<u>3,47</u>	<u>10,24</u>	<u>3,51</u>	<u>1,32</u>	<u>2,94</u>	<u>3,68</u>	<u>11,45</u>
<u>Pour mémoire (montants nets)</u>															
Bons du Trésor	0,68	0,56	0,78	0,76	2,78	1,06	0,42	0,58	0,65	2,71	1,07	0,61	0,48	0,10	2,26
Bons de la CNCA	0,99	0,78	1,06	1,13	3,96	1,64	0,97	0,83	0,82	4,26	1,21	0,91	0,79	- 0,11	2,80

Pour les "sources" et les "notes" se reporter au tableau PA 2

Tableau PB 3 - ITALIE

Emissions intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (milliards de lires)

	1967					1968					1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants bruts															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>788,7</u>	<u>198,8</u>	<u>759,7</u>	<u>832,7</u>	<u>2.579,9</u>	<u>1.235,7</u>	<u>821,3</u>	<u>763,3</u>	<u>758,1</u>	<u>3.578,4</u>	<u>902,2</u>	<u>1.064,0</u>	<u>1.233,6</u>	<u>872,8</u>	<u>4.072,6</u>
Etat	1,3	-	204,8	294,2	500,3	713,2	154,4	100,1	250,8	1.218,5	0,5	484,0	200,0	297,0	981,5
Collectivités locales	-	10,0	-	-	10,0	-	-	40,0	11,7	51,7	-	7,5	-	-	7,5
Institutions émettant pour le cpte du Trésor	339,8	-	153,2	156,7	649,7	-	334,8	-	257,8	592,6	394,3	117,9	443,3	272,4	1.227,9
Institutions spécial. du crédit mobilier	121,2	178,5	271,6	272,7	844,0	281,8	288,8	194,7	234,4	999,7	258,7	421,0	237,4	200,3	1.117,4
Entreprises publiques	325,0	-	127,0	105,5	557,5	232,5	30,0	425,0	-	687,5	245,0	33,0	352,0	102,0	732,0
Entreprises privées	1,4	10,3	3,1	3,6	18,4	8,2	13,3	3,5	3,4	28,4	3,7	0,6	0,9	1,1	6,3
<u>Emissions continues (au "robinet")</u>															
Institutions spécial. de crédit immobilier	137,6	143,6	135,9	195,7	612,8	159,0	179,9	174,6	228,8	742,3	215,9	187,0	178,4	194,1	775,4
Total	926,3	342,4	895,6	1.028,4	3.192,7	1.394,7	1.001,2	937,9	986,9	4.320,7	1.118,1	1.251,0	1.412,0	1.066,9	4.848,0
Montants nets (1)															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>609,2</u>	<u>97,6</u>	<u>603,1</u>	<u>722,9</u>	<u>2.032,8</u>	<u>716,7</u>	<u>680,4</u>	<u>565,9</u>	<u>625,2</u>	<u>2.588,2</u>	<u>639,4</u>	<u>634,7</u>	<u>928,6</u>	<u>654,4</u>	<u>2.857,1</u>
Etat	- 11,9	- 2,2	175,0	286,3	447,2	391,4	141,8	54,8	242,7	830,7	- 12,9	194,5	117,9	228,2	527,7
Collectivités locales	- 1,1	9,5	-	- 0,4	8,0	- 1,7	- 0,5	38,5	10,6	46,9	- 1,8	6,5	- 1,5	- 1,0	2,2
Institutions émettant pour le cpte du Trésor	281,6	- 1,2	124,8	149,2	554,4	- 63,8	315,7	- 26,0	240,3	466,2	297,3	108,7	375,5	240,7	1.022,2
Institutions spécial. du crédit mobilier	65,0	110,0	216,2	229,1	620,3	207,9	210,8	125,8	183,7	728,2	172,5	329,6	157,6	151,0	810,7
Entreprises publiques	287,7	- 13,7	95,3	71,6	440,9	189,6	15,1	382,5	- 37,4	549,8	196,9	12,8	291,1	53,3	554,1
Entreprises privées	- 12,1	- 4,8	- 8,2	- 12,9	- 38,0	- 6,7	- 2,5	- 9,7	- 14,7	- 33,6	- 12,6	- 17,4	- 12,0	- 17,8	- 59,8
<u>Emissions continues (au "robinet")</u>															
Institutions spécialisées de créd. immobil.	108,1	58,4	101,8	98,0	366,3	126,9	80,0	134,2	119,3	460,4	173,4	84,5	134,3	76,7	468,9
Total	717,3	156,0	704,9	820,9	2.399,1	843,6	760,4	700,1	744,5	3.048,6	812,8	719,2	1.062,9	731,1	3.326,0
<u>Pour mémoire</u>															
Buoni fruttiferi	53,7	25,4	24,6	34,0	137,7	51,4	26,1	21,3	34,7	133,5	44,4	18,3	16,0	26,5	105,2

(1) Les montants nets sont calculés en tenant compte des cours d'émission et des remboursements
Pour les sources et les notes, se reporter au tableau PA 3

Tableau PB 4 - Pays-Bas - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (millions de florins)

	1967					1968					1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Total
Montants bruts															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>707</u>	<u>503</u>	<u>392</u>	<u>497</u>	<u>2.099</u>	<u>638</u>	<u>400</u>	<u>575</u>	<u>496</u>	<u>2.109</u>	<u>695</u>	<u>353</u>	<u>450</u>	<u>1.070</u>	<u>2.568</u>
Etat	250	295	-	246	791	249	-	247	232	728	573	-	250	497	1.320
Collectivités locales	446	150	204	150	950	153	307	265	200	925	101	150	112	457	820
Institutions financières	-	-	-	-	-	-	52	-	6	58	-	60	40	75	175
Entreprises privées et semi-publiques	-	-	157	79	236	219	19	2	12	252	-	100	4	-	104
Institutions à but lucratif et divers	11	58	31	22	122	17	22	61	46	146	21	43	44	41	149
<u>Emissions continues</u> <u>(au "robinet")</u>	<u>63</u>	<u>12</u>	<u>63</u>	<u>37</u>	<u>175</u>	<u>52</u>	<u>44</u>	<u>67</u>	<u>21</u>	<u>184</u>	<u>65</u>	<u>47</u>	<u>39</u>	<u>76</u>	<u>227</u>
Institutions de crédit hypothécaire	45	11	53	35	144	52	39	66	17	174	65	47	39	40	191
Banques commerciales	18	1	10	2	31	-	5	1	4	10	-	-	-	36	36
Total	770	515	455	534	2.274	690	444	642	517	2.293	760	400	489	1.146	2.795
Montants nets															
<u>Emissions par "séries"</u>	<u>490</u>	<u>319</u>	<u>223</u>	<u>313</u>	<u>1.345</u>	<u>433</u>	<u>182</u>	<u>402</u>	<u>287</u>	<u>1.304</u>	<u>551</u>	<u>187</u>	<u>256</u>	<u>867</u>	<u>1.861</u>
Etat	82	187	- 99	154	324	83	-105	147	137	262	470	-97	144	408	925
Collectivités locales	411	103	166	78	758	127	222	232	133	714	74	111	64	390	639
Institutions financières	- 5	-12	- 15	- 2	- 34	- 1	40	-14	5	30	-1	50	25	74	148
Entreprises privées et semi-publiques	- 9	-15	141	64	181	209	6	-23	-31	161	-11	83	-20	-43	9
Institutions à but non lucratif et divers	11	56	30	19	116	15	19	60	43	137	19	40	43	38	140
<u>Emissions continues</u> <u>(au "robinet")</u>	<u>33</u>	<u>4</u>	<u>45</u>	<u>25</u>	<u>107</u>	<u>24</u>	<u>34</u>	<u>49</u>	<u>10</u>	<u>117</u>	<u>34</u>	<u>35</u>	<u>19</u>	<u>58</u>	<u>146</u>
Institutions de crédit hypothécaire	19	6	35	24	84	24	32	48	6	110	34	38	19	26	117
Banques commerciales	14	- 2	10	1	23	-	2	1	4	7	-	-3	-	32	29
Total	523	323	268	338	1.452	457	216	451	297	1.421	585	222	275	925	2.007

Pour les sources et les notes se reporter au tableau PA 4

Tableau PB 5 - Belgique - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme (milliards de FB)

	1967					1968					1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants bruts															
<u>Emissions par séries</u>	<u>19,6</u>	<u>18,4</u>	<u>2,9</u>	<u>18,6</u>	<u>66,5</u>	<u>17,3</u>	<u>12,5</u>	<u>25,9</u>	<u>12,7</u>	<u>68,4</u>	<u>23,1</u>	<u>18,5</u>	<u>11,3</u>	<u>11,5</u>	<u>84,4</u>
Etat (dette directe)	13,5	6,8	7,4	10,1	37,8	10,-	5,1	25,6	0,2	40,9	17,2	7,2	8,1	24,1	56,6
Collectivités locales et crédit communal	2,1	-	0,8	2,4	5,3	6,-	3,-	-	-	9,-	5,-	-	2,0	2,3	9,3
Fonds autonomes	-	6,-	0,3	6,-	12,3	-	-	0,3	8,-	8,3	-	9,3	0,2	-	9,5
Entreprises publiques	1,6	4,3	0,9	-	6,8	0,4	2,4	-	4,5	7,3	0,9	1,5	-	3,6	6,0
Institutions financières publiques	2,4	-	0,5	-	2,9	0,5	-	-	-	0,5	-	-	0,5	1,5	2,0
Institutions financières privées	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Entreprises privées	-	1,3	-	0,1	1,4	0,4	2,-	-	-	2,4	-	0,5	0,5	-	1,0
<u>Emissions continues (au robinet) (1)</u>	<u>11,4</u>	<u>11,3</u>	<u>10,8</u>	<u>12,6</u>	<u>46,1</u>	<u>15,6</u>	<u>13,2</u>	<u>11,6</u>	<u>12,8</u>	<u>53,2</u>	<u>12,5</u>	<u>12,4</u>	<u>11,8</u>	<u>16,0</u>	<u>52,7</u>
Collectivités locales et crédit communal (2)	7,-	6,6	6,6	7,7	27,9	7,8	6,8	7,3	7,5	29,4	8,7	7,8	7,9	9,8	34,2
Institutions financières publiques (2)	4,4	4,7	4,2	4,9	18,2	7,8	6,4	4,3	5,3	23,8	3,8	4,6	3,9	6,2	18,5
Institutions financières privées	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Montants nets															
<u>Emissions par séries</u>	<u>2,9</u>	<u>4,6</u>	<u>2,0</u>	<u>13,6</u>	<u>30,1</u>	<u>12,7</u>	<u>8,2</u>	<u>12,5</u>	<u>4,7</u>	<u>38,1</u>	<u>6,4</u>	<u>6,1</u>	<u>4,5</u>	<u>10,3</u>	<u>27,3</u>
Etat (dette directe)	4,7	-2,-	2,-	6,8	11,5	6,6	2,7	13,9	- 5,2	18,0	2,7	-0,7	3,6	7,4	13,0
Collectivités locales et crédit communal	1,8	-1,-	0,5	1,8	3,1	5,7	2,8	-0,4	- 1,4	6,7	4,5	-0,6	1,2	1,5	6,6
Fonds autonomes	0,1	5,1	- 1,2	5,7	9,7	- 0,2	-0,1	-0,2	7,5	7,0	-0,5	6,3	-0,3	-0,3	5,2
Entreprises publiques	1,2	1,3	0,5	- 0,4	2,6	-	1,6	-0,7	3,8	4,7	-0,2	1,0	-0,8	1,3	1,3
Institutions financières publiques	2,1	0,2	0,5	- 0,1	2,7	0,4	-0,3	-	-	0,1	-0,1	-0,1	0,6	0,3	0,7
Institutions financières privées	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Entreprises privées	-	1,0	- 0,3	- 0,2	0,5	0,2	1,5	-0,1	-	1,6	-	0,2	0,2	0,1	0,5
<u>Emissions continues (au robinet) (1)</u>	<u>5,3</u>	<u>4,8</u>	<u>5,3</u>	<u>7,4</u>	<u>22,8</u>	<u>11,5</u>	<u>7,1</u>	<u>6,6</u>	<u>8,0</u>	<u>33,2</u>	<u>6,4</u>	<u>6,5</u>	<u>6,1</u>	<u>8,9</u>	<u>27,6</u>
Crédit communal (2)	2,8	2,2	2,3	3,3	10,6	3,1	2,1	2,5	2,6	10,3	2,9	2,5	2,6	4,2	12,2
Institutions financières publiques (2)	0,9	1,5	1,7	2,5	6,6	5,8	3,4	2,6	3,9	15,7	1,0	1,1	1,1	2,2	5,4
Institutions financières privées (3)	1,6	1,1	1,3	1,6	5,6	2,6	1,6	1,5	1,5	7,2	2,2	2,9	2,4	2,5	10,0

(1) Les montants indiqués pour la rubrique "émissions continues" sont différents, notamment pour les raisons indiquées aux renvois (2) et (3) des montants figurant au tableau PA 5

(2) Y compris les émissions de "bons de caisse" à un an

(3) Uniquement banques et caisses d'épargne privées

Pour les sources et les notes se reporter au tableau PA 5

Tableau PB 6 - Luxembourg - Emissions publiques intérieures de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme (en millions de \$)

	1967					1968				1969				
	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	Année
Montants nets														
Emissions par "séries"	<u>+ 12,97</u>	<u>- 0,61</u>	<u>- 1,18</u>	<u>+ 15,06</u>	<u>+ 26,24</u>	<u>- 1,65</u>	<u>+ 3,38</u>	<u>- 1,49</u>	<u>- 0,74</u>	<u>10,46</u>	<u>- 0,94</u>	<u>- 1,53</u>	<u>- 0,99</u>	<u>7,00</u>
Etat	+ 13,3	- 0,4	- 1,0	+ 15,4	+ 27,3	- 1,2	- 0,4	- 1,3	- 0,4	11,17	- 0,55	- 1,34	- 0,49	8,79
Collectivités locales	- 0,1	-	-	- 0,3	- 0,4	- 0,1	+ 4,0	-	- 0,3	-0,08	- 0,16	-	- 0,41	-0,65
Entreprises publiques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Institutions financières	- 0,03	-	-	- 0,04	- 0,07	- 0,03	-	-	- 0,04	-0,03	-	- 0,02	- 0,03	-0,08
Entreprises privées et d'économie mixte	- 0,2	- 0,21	- 0,18	-	- 0,59	- 0,32	- 0,22	- 0,19	-	-0,60	- 0,23	- 0,17	- 0,06	-1,06
Source : Chiffres communiqués au groupe "Marchés des valeurs mobilières" par la délégation luxembourgeoise														

Tableau PC 1 - Allemagne - Placements privés (*)
(millions de DM valeur nominale)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Montants bruts										
Obligations hypothécaires	77	60	94	67	66	540	347	285	326	467
Obligations communales	153	174	144	281	338	1.056	921	781	1.034	693
Obligations d'institutions spécialisées de crédit (1)	15	21	18	4	-	66	305	94	19	30
Autres obligations bancaires	-	-	-	-	-	13	93	27	2	-
Total (2)	246	255	256	351	405	1.675	1.666	1.187	1.381	1.190
Montants nets										
Obligations hypothécaires	77	50	82	51	35	468	235	176	224	300
Obligations communales	152	124	88	242	252	798	436	190	606	353
Obligations d'institutions spécialisées de crédit (1)	15	21	17	3	- 2	63	158	58	- 5	3
Autres obligations bancaires	-	-	-	-	-	13	81	- 34	- 4	- 2
Total (2)	244	194	188	296	285	1.341	912	389	820	654
Pour mémoire										
Accroissement net des créances représentées par des certificats de dettes et des prêts des entreprises d'assurance (3)	1.375	1.415	1.562	1.472	1.519	1.711	2.211	2.189	1.660	2.644
<p>(1) Deutsche Genossenschaftskasse, Deutsche Siedlungs- und Landesrentenbank, Lastenausgleichsbank, Industriekreditbank AG, Kreditanstalt für Wiederaufbau, Landwirtschaftliche Rentenbank.</p> <p>(2) Les différences dans les totaux résultent du fait que les chiffres ont été arrondis.</p> <p>(3) Il s'agit pour la majeure partie de "Schuldscheindarlehen" qui ne figurent cependant que partiellement dans ces chiffres.</p> <p>(*) Obligations nominatives</p> <p>Source : Bulletins mensuels de la Deutsche Bundesbank (Tab. VI-7) et série 2 des annexes statistiques aux bulletins mensuels de la Deutsche Bundesbank (Tab. 9 et 10).</p>										

Tableau PC 2 - France - Placements privés (*)
(milliards de FF)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Montants bruts										
Collectivités locales	0,04	-	0,04	0,03	-	-	0,09	0,08	0,08	0,08
Institutions financières	0,07	0,19	0,23	0,11	0,23	0,30	0,13	0,43	0,54	0,62
Entreprises publiques	-	-	-	0,08	-	0,10	-	-	-	0,22
Entreprises privées	0,07	0,03	0,07	-	0,02	0,05	0,24	0,29	0,28	0,38
Total	0,18	0,22	0,34	0,22	0,25	0,45	0,46	0,80	0,90	1,30

(*) Emissions réservées aux organismes d'épargne collective

Source : Chiffres communiqués au groupe "Marchés des valeurs mobilières" par la délégation française

Tableau PC 4 - Pays-Bas - Placements privés

(millions de fl.)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
<u>Montants nets</u>										
I. <u>Onderhandse leningen</u>										
Etat	30	416	524	299	603	802	1.080	1.294	999	1.253
Collectivités locales	635	794	269	748	1.410	1.357	413	877	889	502
Secteur privé	717	1.000	1.301	1.130	1.143	1.415	2.149	2.324	2.735	2.490
Total	1.382	2.210	2.094	2.177	3.156	3.574	3.642	4.495	4.623	4.245
II. <u>Hypothèques</u>										
Secteur privé	587	815	1.074	1.300	1.582	1.316	1.196	1.176	1.736	1.918
Total I + II	1.969	3.025	3.168	3.477	4.738	4.890	4.838	5.671	6.359	6.163
Source : Chiffres communiqués au groupe "Marchés des valeurs mobilières" par la délégation néerlandaise										

Tableau PC 5 - Belgique - Placements privés (*)
(milliards de FB)

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969
Montants bruts										
Etat (dette directe) (1)	2,3	-	6,2	0,7	2,0	3,0	1,3	3,0	1,6	5,6
Collectivités locales et crédit communal (1)	-	-	-	-	-	0,1	0,4	0,8	0,3	-
Fonds autonomes (1)	2,7	1,9	3,9	3,4	7,0	3,8	4,0	4,7	5,5	6,3
Entreprises publiques (1)	0,5	0,5	0,5	0,2	0,9	2,2	2,8	1,8	1,9	2,4
Institutions financières publiques (1)	2,0	1,8	2,9	2,8	3,3	3,7	4,9	5,5	6,3	3,8
Institutions financières privées (2)	0,2	0,2	0,7	0,6	1,1	0,6	0,6	0,4	0,4	} 4,0
Entreprises privées (3)	1,2	1,4	1,4	2,7	1,3	2,6	2,3	1,3	0,6	
Total	8,9	5,8	15,6	10,4	15,6	16,0	16,3	17,5	16,6	22,1
Montants nets										
Etat (dette directe) (1)	0,9	- 1,0	4,4	- 2,2	-	0,7	1,1	0,7	0,6	4,5
Collectivités locales et Crédit communal (1)	-	-	-	-	-	0,1	0,2	0,7	- 0,4	-
Fonds autonomes (1)	2,3	1,1	3,2	2,4	3,5	2,1	2,1	2,5	2,2	4,8
Entreprises publiques (1)	0,4	0,3	0,1	- 0,2	0,4	1,4	2,0	0,4	0,3	1,4
Institutions financières publiques (1)	1,6	1,2	1,8	1,6	2,0	2,2	2,9	3,0	3,9	2,1
Institutions financières privées (2)	- 0,1	0,1	0,6	0,5	0,6	0,2	0,3	0,1	0,1	} 2,0
Entreprises privées (4)	- 0,2	-	- 0,2	1,-	- 0,3	1,4	0,7	- 0,2	- 1,0	
Total	4,9	1,7	9,9	3,1	6,2	8,1	9,3	7,2	5,7	14,8

(*) Emissions intérieures sous seing privé de valeurs à revenu fixe à moyen et long terme

(1) Source : Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique, statistiques, tableau XVI-1, titres non accessibles à tout placeur.

(2) Source : Institut national de statistique : article annuel, publié dans le bulletin mensuel de statistique, consacré aux émissions des sociétés par actions, tableau "Emissions d'obligations et bons de caisse-sociétés par actions", rubr. banques + assurances + opérations financières et immobilières (émissions non continues moins les émissions publiques éventuelles; source de ces dernières : commission bancaire).

(3) Source : Montants bruts : INS, tableau publié dans l'article annuel mentionné sub (2); les émissions publiques (source commission bancaire) sont déduites des chiffres figurant dans le tableau de l'INS.

(4) Source : Montants nets : calculs de la Banque nationale de Belgique (émissions nettes totales moins évaluations des émissions nettes publiques).

Tableau PD 1 - Allemagne - Liste des émissions (*)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montant (en mio de DM)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal	Taux de rendement effectif à l'émission
A. Emetteurs nationaux								
<u>1967</u>								
10.1	Siemens AG	120	2/15		97		7	7,43
20.1	München	100	5/15		97		7	7,71
21.1	Farbwerke Hoechst	301,2	10		100		6 1/2	
30.1	Saarland	50	5/15		96		7	7,71
10.2	Bundespost	110	10		96 1/2		7	7,50
24.2	Rheinland-Pfalz	100	5/15		97		7	7,56
6.3	Hessen	150	5/15		97 1/2		7	7,35
28.3	Bundesbahn	170	11		97 1/2		7	7,34
5.4	Isar Amper-Werke	11	5/10		100		7	
18.4	Schleswig-Holstein	80	10/15		97		6 1/2	6,96
25.4	Bund	250	12		97 1/4		6 1/2	6,96
8.5	Niedersachsen	100	10/15		97 1/4		6 1/2	6,93
18.5	Düsseldorf	50	5/15		97 1/4		6 1/2	7
23.5	Industriekreditbank	60	5/15		98 1/2		6 1/2	6,82
7.6	B.P. (série A)	60	5/15		99		6 1/2	6,63
7.6	B.P. (série B)	40	5/15		99		6	
12.6	Bremen	50	10/15		98 1/2		6 1/2	6,78
19.6	Rhein-Main Rohrleitungs-Transport-gesellschaft	75	5/15		98 3/4		6 1/2	6,67
3.7	Bayern	200	4/20		98 1/2		6 1/2	6,78
11.7	Kommunales Elektrizitätswerk Mark	30	5/15		98		6 1/2	6,88
13.7	Bund	300	10		98 1/2		6 1/2	6,82
28.7	Nordrhein-Westfalen	250	10		98 1/2		6 1/2	6,82
7.8	Berlin	100	5/15		98 1/2		6 1/2	6,82
28.8	Rheinland Pfalz	100	5/15		98 1/2		6 1/2	6,92
7.9	Deutsche Lufthansa	150	5/15		100		6	
12.9	Bundesbahn	170	10		98 1/2		6 1/2	6,82
20.9	Thyssenhütte	80	7/15		98 1/2		6 1/2	6,80
27.9	Hamburg	100	5/15		98 1/2		6 1/2	6,81
12.10	KfW.Ffm	200	3/15		98 1/2		6 1/2	6,83
28.10	Industriekreditbank	60	5/15		98 1/2		6 1/2	
24.10	VEW. Westfalen	100	5/15		98 1/2		6 1/2	
6.11	Baden-Württemberg	200	6/15		98 1/2		6 1/2	
21.11	Deutsche Siedlungs- und Landesrentenbank	125	5/20		98 1/2		6 1/2	6,87
27.11	Adam Opel AG	150	10		98 1/2		6 1/2	6,71
20.12	Landwirtschaftliche Rentenbank	80	5/15		98 1/2		6 1/2	6,88
B. Emetteurs étrangers (1)								
<u>1967</u>								
-2	Du Pont Europa	100	5/15		99 1/4		6 3/4	6,85
-2	Öster.Elektrizitätswirtsch. AG österr. Donaukraftwerke Osterr.	55	5/20		96 3/4		7	7,54
-3	Ville d'Oslo	40	12		97 1/2		7	7,40
-3	BASF (Luxembourg)	120	10		99 1/2		6 3/4	6,82
-3	National Read Overseas Capital corp.	60	12		99 1/2		6 1/2	6,58
-9	Eurofima	60	4/16		98 3/4		6 1/2	6,68
-10	Australie	100	15		99		6 1/2	6,63
-10	Ville d'Oslo	40	15		99		6 1/2	6,79
-11	Argentine	100	12		95		7	7,90
janvier	International Standard Electric Corp.	43,1					6	
"	Deutsche Texaco Ltd.	45,4					5	

(*) Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD6)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montant (en mio de DM)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal	Taux de rendement effectif à l'émission
A. Emetteurs nationaux								
1968								
2.1	Bundespost	210	10		98 1/2	100	6 1/2	6,82
10.1	Stadt Köln	100	5/15	E 2. 1.74	98 1/2	100	6 1/2	6,83
18.1	Hessen	150	5/15	E 1. 2.79	98 1/2	100-101	6 1/2	6,85
23.1	Rhein-Main Donau AG	50	5/20	E 1. 2.79	98 1/2	100-100	6 1/2	6,86
29.1	Bremen	50	5/15		98 1/2	100	6 1/2	6,81
6.2	Niedersachsen	150	5/15	E 1. 2.79	98 1/2	100	6 1/2	6,85
15.2	Nordrhein-Westfalen	200	10		98 1/2	100	6 1/2	6,82
29.2	Bundesbahn (1ère émission)	220	10		98 1/2	100	6 1/2	6,82
18.3	Schleswig-Holstein	80	8/12		98 1/2	100	6 1/2	6,81
2.4	Bundesrepublik Deutschland (1ère émission)	300	10		98 1/2	100	6 1/2	6,82
18.4	Rheinland-Pfalz	150	5/15	E 2. 5.79	98 1/2	100	6 1/2	6,81
2.5	Eisenbahnverkehrsmittel AG Düsseldorf	10	10		100	100	6 1/2	-
6.5	Saarland	50	5/15		98 1/2	100	6 1/2	6,81
8.5	Esso AG Hamburg	125	5/15	E 2. 5.74	98 1/2	101	6 1/2	6,91
24.5	Bundespost (2ème émission)	210	10/20	E 1. 6.79	99	100	6 1/2	6,61
10.6	Deutsche Siedlungs- und Landesrentenbank	110	10/20	E 1. 6.78	99	100	6 1/2	6,71
21.6	Bundesbahn (2ème émission)	280	12		99	100	6 1/2	6,63
10.7	Bundesrepublik Deutschland (2ème émis.)	400	12		99 1/2	100	6 1/2	6,56
19.9	Bundespost (3ème émission)	210	10		98	100	6	6,28
2.10	Bayern	210	2/17		98	100	6	6,28
10.10	Industriekreditbank AG, Düsseldorf	60	5/15	E 2.10.74	98	100	6	6,37
15.10	Hessen	125	10		98	100	6	6,28
22.10	Deutsche Siedlungs- und Landesrentenbank	100	5/20	E 1.10.78	98	100	6	6,38
27.11	Landwirtschaftliche Rentenbank	30	6/18		98		6	6,35
10.12	Rationalisierungsverband Steinkohlenbergbau	100	5/20	E 2. 1.80	98	100-101	6	6,38
30.12	Bundesbahn (3ème émission)	220	10		98	100	6	6,28
B. Emetteurs étrangers (1)								
1968								
29.1	Nouvelle-Zélande	38,5	5/10	E 5. 2.73	98 1/2	100	7 1/2	7,87
2.2	Tauernkraftwerke AG	45	5/15	E 1. 2.78	98 3/4	100	7	7,30
23.2	Japon	100	3/15	E 1. 3.72	98	100	7	7,43
26.2	Sira Kvina Kraftschskap (Norvège)	34,7	3/15	E 1. 3.79	98	100	7 1/4	7,69
22.3	BIRD	120	10		98 1/2	100	6 3/4	7,08
2.4	Afrique du Sud	60	5		98 1/2	100	7	7,25
18.4	Ville de Copenhague	75	3/15	E 2. 5.79	98 3/4	100	7	7,31
22.4	République d'Autriche	100	4/14	E 1. 4.78	99 1/2	100	7	7,21
13.5	Ville de Vienne	60	5/15	E 1. 6.78	99 1/2	100	7	7,20
31.5	General-Instrument (Overseas USA)	75	2/12	E 1. 6.71	99 1/2	100	7	7,21
5.6	Mexique	100	2/12	E 1. 6.77	97 1/2	100	7	7,58
6.6	BEI	100	10		99	100	6 1/2	6,74
12.6	Stadt Kobe, Japon	100	3/15	E 1. 6.72	99 1/2	100	7	7,20
19.6	Finlande	75	3/15	E 1. 6.74	99	100	7	7,27
1.7	IAD	100	3/15	E 1. 7.72	99	100	6 3/4	7,01
8.7	Sears International Finance Curaçao	75	4/15	E 30. 6.73	99 3/8	100	7	7,21
11.7	Brenner Autobahn	60	5/15	E 1. 8.79	98	100	6 3/4	7,14
16.7	Ville d'Helsinki	50	3/15	E 1. 7.72	98 1/4	100	7	7,39
17.7	Nouvelle-Zélande (II)	80	3/10	E 1. 7.72	99 3/4	100	7	7,17
31.7	National Financiera SA, Mexique	60	5		98 1/8	100	7	7,60
31.7	Australie	100	5/15	E 1. 8.74	98 1/2	100	6 3/4	7,07
12.8	BIRD	400	12		100	100	6 1/2	6,52
26.8	Ville de Yokohama	100	3/15	E 1. 9.72	99	100	6 3/4	7,02
4.9	Outokumpu Oy AG (Finlande)	40	3/10		99 1/2	100	7	7,21
5.9	Transocean Gulf Oil Co (USA)	200	6/15	E 1. 9.75	99 1/2	100	6 1/2	6,70
11.9	Tauernkraftwerke	60	5/15	E 1. 9.78	99 1/4	100	6 1/2	6,83
16.9	République d'Argentine	100	2/10	E 1.10.71	97 1/4	100 1/2-104	7	7,95
30.9	Charter Consolidated Overseas NV Curaçao	120	3/15	E 1.10.72	99 3/4	100	6 1/2	6,65
17.10	SNCF	120	3/15	E 1. 4.78	99 1/2	100	6 1/2	6,57
18.10	Occidental Overseas Capital Corporation	150	3/15	E 1.10.72	98 1/2	100	6 1/2	6,83
23.10	Electricity Supply Commission	100	5/15	E 1.10.74	97 3/4	100	6 1/2	6,80
25.10	Industrie-Hypothekenbank in Finland AG	60	4/12	E 1.11.75	98 1/2	100	6 3/4	7,11
29.10	République du Venezuela	100	5/15	E 1.10.74	97 3/4	100	7	7,45
5.11	Caisse nationale des télécommunications Paris	200	5/15	E 1.11.74	99	100	6 1/2	6,63
14.11	Stadt Trondheim, Norvège	25	3/15	E 1.12.74	98	100	6 3/4	7,17
18.11	Iran	80	2/10	E 1.12.73	97	100	7 1/4	8,00
26.11	Industrie Bank of Japan	60	3/15	E 1.12.74	99 3/4	100	7	7,16
6.12	Finlande	75	3/15	E 1.12.74	98 1/2	100	6 3/4	7,11
19.12	Mexique	100	3/15	E 2. 1.76	97 1/2	100	7	7,54
20.12	Tenneco International Houston, Texas (USA)	100	7/15		99	100	6 3/4	7,00
C. Placements privés d'émetteurs étrangers								
1968								
4.3	République d'Autriche	55	5/8		98		7	7,53
15.3	Ville d'Oslo	40	5		99 1/2		7	7,25
18.3	Jütland Telephon Co Ltd	40	5		99 1/4		7 1/2	7,84
24.5	Gouvernement du Canada	250	5		99 1/2		6 3/4	6,99
4.6	République d'Autriche	105	2/12		99 3/4		6 3/4	6,91
10.6	République d'Autriche	45	2/12		100		6 3/4	6,86
24.6	USA - Treasury Notes	500	4 1/2		100		6 1/4	6,35
16.8	Province d'Ontario	150	5		100		6 3/4	6,86
26.8	IBM	200	7		100		6 3/8	6,48
26.9	Royaume du Danemark	150	3/12		100		6 1/2	6,61
30.9	Commonwealth of Australia	200	6		99 1/2		6 1/4	6,35
1.10	Marathon International Finance Co	140	7		100		6 1/2	6,61
4.11	Malaisie	25	2/5		98		7	7,61
23.12	BIRD	150	7/15		100		6 1/2	6,50

Tableau PD 1 (suite)

Couverture de la souscription	Emetteur	Montant (en mio de DM)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal	Taux de rendement effectif à l'émission
A. Emetteurs nationaux								
<u>1969</u>								
15.1	Niedersachsen	150	5/15	E 2. 1.75	98	100	6	6,38
20.1	Bundespost	310	12		98	100	6	6,24
26.2	Bundesbahn	270	10		98	100	6	6,28
20.5	Industrie-Kreditbank Düsseldorf	60	5/15	E 1. 6.75	98 1/2	100	6 1/2	6,83
16.6	Bundespost	210	10		98 1/2	100	6 1/2	6,82
18.11	Bund	400	10		99 1/4	100	7	7,24
B. Emetteurs étrangers (1)								
<u>1969</u>								
21.1	Quebec Hydro Electric Comm. Kanada	150	5/15	E 1. 2.75	99	100	6 3/4	7,16
22.1	Neuseeland	100	5/15	E 1. 2.75	99	100	6 3/4	7,01
11.2	Commonwealth australien	200	5/15	E 1. 2.75	99 1/2	100	6 1/2	6,67
21.2	Ontario Kanada	150	5/15		99	100	6 1/2	6,74
3.3	Caisse nationale des autoroutes	200	5/15	E 1. 3.75	99	100	6 1/2	6,64
4.3	Eur.Inv.Bk	120	5/15		98	100	6	6,38
4.3	Kansai El. Corp. Japan	100	5/15	E 1. 9.75	99 1/4	100	6 3/4	6,98
17.3	Mortgage Finnl.	60	5/15		98 1/2	100	6 3/4	7,10
18.3	District de Paris	50	5/15	E 1. 4.79	99	100	6 1/2	6,76
26.3	Osterreich	120	5/14		98 1/2	100	6 1/2	6,82
26.3	Montreal Kanada	100	20	E 1. 4.71	99 1/2	100	7	7,07
1.4	Republik Südafrika	100	3/15	E 1. 4.73	99 1/2	100	6 3/4	6,94
2.4	Brit. Gas-Council	200	5/15	E 1. 4.75	99	100	6 3/4	7,01
14.4	Republik Island	25	3/15		98 3/4	100	7 1/4	7,58
17.4	Courtaulds London	150	5/15	E 1. 4.75	99	100	6 3/4	7,00
14.5	Republik Finland	75	3/15	E 2. 5.73	99	100	7	7,29
22.5	Stadt Kobe Japan	100	3/15	E 1. 5.73	98 1/2	100	6 3/4	7,11
23.5	Weltbank	250	5/15	E 1. 6.75	98 1/2	100	6 1/2	6,81
13.6	Nacional Financiera Mexico	80	2/10	E 1. 6.72	98 1/2	100	7 1/4	7,69
20.6	Stadt Kopenhagen	100	5/15	E 1. 6.75	99	100	6 3/4	7,00
27.6	Redland. engl./franz. Finanzholding	80	5/15	E 1. 6.75	97	100	7 1/2	8,13
	Niederländ. Antillen							
1.7	Autopista, Spanien	100	3/15	E 1. 7.73	97	100	7 1/4	7,82
10.7	Chrysler Overseas USA	150	5/15	E 1. 7.75	99	100	7	7,26
17.7	IDB	100	5/15	E 1. 8.75	99	100	7	7,26
21.7	Dänemark	150	5/15	E 1. 8.75	98	100	7	7,43
31.7	Provinz Neufundland	80	5/15	E 1. 8.75	97 1/2	100	7 1/4	7,75
6.8	Studebaker New York	100	10	E 1. 8.79	97 1/4	100	7 1/4	7,80
11.8	Hydro Electric Ontario	150	5/15	E 1. 8.75	97	100	7	7,59
22.8	Quebec Hydro Montreal	100	5/15	E 1. 9.75	97 3/4	100	7 1/4	7,73
1.9	Electricity Council London	150	5/15	E 1. 9.75	99 1/4	100	7 1/2	7,76
1.9	International Standard Electric, New York	100	5/15	E 1. 9.75	99	100	7	7,26
15.9	Irland	100	5/15	E 1. 9.75	98 1/4	100	7 1/4	7,64
17.9	Asiatische Entw. Bank	60	5/15	E 1. 9.75	97 1/2	100	7	7,48
19.9	Jysk Telefon Dänemark	30	5/15	E 15. 9.75	98 1/4	100	7 1/4	7,64
26.9	Yokohama	100	3/15	E 30. 9.73	96 1/2	100	7	7,66
10.10	Republik Finland	75	3/15	E 1.10.73	97 3/4	100	7 1/2	8,00
15.10	TRW, Wilmington, USA	80	5/15	E 1.10.75	97 3/4	100	7 1/2	7,97
27.10	Königreich Dänemark	80	5/15	E 1.11.75	98 1/4	100	7 1/2	7,90
31.10	Australien	150	5/15	E 1.11.75	98	100	7 1/4	7,68
10.11	Tenneco, Willemstad Curaçao	100	7/15	E 1.11.77	97 1/2	100	7 1/2	7,79
12.11	EIB	100	5/15	E 1.11.75	98 1/2	100	7	7,35
18.11	Stadt Oslo	80	5/15	E 1.11.75	98 1/2	100	7 1/2	7,86
20.11	Tokyo Electric	150	5/15	E 1.12.75	96 1/2	100	7 1/4	7,90
28.11	Borg-Warner Wilmington	100	5/15	E 1.11.75	97 1/2	100	7 1/2	8,01
2.12	Finnland	60	2/12	E 1.12.72	97	100	7 1/2	8,24
18.12	Argentinien	100	2/10	E 1.12.72	96	100	8	9,08
C. Placements privés d'émetteurs étrangers								
<u>1969</u>								
? .1	Österreich	100	?/12		99 1/4		6 1/2	6,71
? .1	Weltbank	125	?/15		100		6 1/2	6,50
? .2	Caisse nationale de l'énergie	200	?/15		98 1/2		6 1/2	6,70
? .2	Österreich	25	?/12		98 1/2		6 1/2	6,81
? .2	Occidental Overseas Capital Corporat.	100	?/7		99		6 1/2	6,79
? .2	Malaysia	40	?/5		99		7	7,26
? .2	Provinz Quebec	80	?/7		99		6 3/4	7,05
? .2	Provinz Ontario	90	?/6		99 1/4		6 1/4	6,51
? .2	Aéroport de Paris	65	?/15		98 1/2		6 1/2	6,70
? .2	Australien	100	?/6		99 1/2		6 1/4	6,45
? .3	Goodyear Intern. Finance Corp.	150	?/7		99		6 1/4	6,53
? .4	Weltbank	125	?/15		96		6	6,50
? .4	The Gas Council	100	?/10		99 1/4		6 3/4	6,99
? .9	The Electricity Council	50	?/15		99 1/4		7 1/2	7,75

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 2 - France (*) (5) - Liste des émissions

Ouverture de la souscription	Emetteurs	Montant Valeur nominale (millions F)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission en %	Cours de remboursement en %	Taux nominal	Taux de rendement effectif à l'émission (4)	
								NET (avant crédit d'im-pôt)	BRUT (après C.I. - P.P.)
1967									
A. Emetteurs nationaux									
9.1	Société de développement régional du sud-ouest "EXPANSO" (garantie de l'Etat)	15,59	1/15	E - après 5 ans	99,75	108,75	6,25	6,21	6,82
14.1	Charbonnages de France (garantie de l'Etat)	465	1/5/10/15	P - après 6 et 11 ans	100	103,75/107,50/115	6,25	6,22	6,82
30.1	Crédit foncier de France	800	1/20	E - après 5 ans	100	100 (ou lots)	6,25	6,18	6,80
6.2	Galeries Lafayette	15	1/4/8/12	E - après 5 ans	99,85	103/106/109	6,50	6,45	7,08
13.2	Société de développement régional Bretagne (garantie de l'Etat)	19,6	1/15	E - après 6 ans	99,75	108,75	6,25	6,21	6,82
18.2	Electricité de France (garantie de l'Etat)	650	1/5/10/15/20	P - après 5,10,15 ans	100	102,50/106,25/115/125	6,25	6,23	6,83
4.3	CNCA (garantie de l'Etat)	835,8	8/11/14/17/20	P - après 11 et 17 ans	100	105/107,90/111,25/117,50/128,75	6,25	6,22	6,82
6.3	Compagnie maritime des chargeurs réunis	75	1/15	E - après 3 ans	99,80	109	6,50	6,44	7,08
13.3	Société lyonnaise des eaux et de l'éclairage	35	1/5/15	E - après 3 ans	99,80	106/110	6,50	6,44	7,08
13.3	Groupement des grands magasins et magasins populaires	72,5	4/0/12	E - après 4 ans	99,85	103/105/108	6,50	6,41	7,05
20.3	Société de développement régional Nord - Pas-de-Calais (garantie de l'Etat)	27,5	1/15	E - après 5 ans	99,75	108,75	6,25	6,20	6,82
25.3	Caisse nationale des autoroutes (garantie de l'Etat)	420	1/4/8/12/16/20	-	100	102,50/105/110/117,50/127,50	6,25	6,23	6,83
-4	Crédit national	850	1/20	E - après 5 ans	100	100 ou lots	6,25	6,19	6,81
-4	P. et T. (garantie de l'Etat)	358	1/5/10/15/20	-	100	104/108/112/116	6,25	6,21	6,81
24.4	Société des caves et producteurs de Roquefort	15	1/12	E - après 5 ans	99,90	107,50	6,50	6,45	7,08
24.4	Société de développement régional de l'ouest "SODERO" (garantie de l'Etat)	40,65	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
1.5	Entreprise Jean LEFEBVRE	25	1/7/15	E - après 3 ans	99,70	106/110	6,50	6,44	7,07
1.5	Groupement des industries du matériel d'équipement "GIMAT"	60,5	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,65	103/106/112	6,50	6,45	7,08
8.5	Caisse centrale de crédit hôtelier, commercial et industriel (garantie de l'Etat)	250	1/3/6/9/12/15	-	100	101/103/106/110/115	6,25	6,22	6,83
15.5	Société POCLAIN	16	1/4/8/12	E - après 3 ans	99,70	103/106/109	6,50	6,46	7,09
27.5	Emprunt national d'équipement	1.250	4/8/12/16	-	100	101,25/106,25/111,25/116,15	6,-	-	6,58
15.5	MATRA (2)	12	4 à 7 m/14 à 7 m	E - après 3 ans	100	108,33/116,66	5,50/6,50	3,59	4,09
22.5	AUNE - MESTRE (2)	2,6	3/7 à 7 m/14 à 7 m	E - après 9 ans	100	100/121	5/6,50	6,34	6,87
- 6	Gaz de France (garantie de l'Etat)	525	4/9/14/19	P - après 6 et 12 ans	100	100/106,25/115/126,25	6,25	6,25	6,85
5.6	PERRIER (2)	65,84	4/8/12/15 à 4 m.	E - après 4 ans	100	166,40/176/185,60	5,75/6,30	6,01	6,59
1.7	Ville de Paris	400	1/19 à 9 m.	E - après 5 ans	100	100 ou lots	6,25	6,20	6,82
10.7	Société de développement régional NORMANDIE (garantie de l'Etat)	18,3	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
10.7	Société de développement régional Centre-Est (garantie de l'Etat)	26,97	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
17.7	SAVIEM	40	1/5/10/15	E - après 3 ans	99,60	104/107/111	6,50	6,44	7,08
17.7	Imprimerie CHAIX-DESFOSSÉS NEOGRAVURE	25	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,65	103/106/112	6,50	6,45	7,08
28.8	Société alsacienne de développement et d'expansion SADE (garantie de l'Etat)	24,5	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
28.8	Société générale d'engrais et produits chimiques PIERREFITTE	30	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,70	103/106/112	6,50	6,45	7,08
4.9	Crédit foncier	900	1/20	E - après 5 ans	100	100 ou lots	6,25	6,18	6,80
11.9	Société champenoise d'expansion "CHAMPEX" (garantie de l'Etat)	15,5	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
18.9	Société pour le développement économique du Centre et du Centre-Ouest "SODECCO" (garantie de l'Etat)	21,5	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
2.10	Groupement de l'industrie sidérurgique	350	3/20	E - après 10 ans	100	109	6,50	6,35	6,98
2.10	Société lorraine de développement et d'expansion "LORDEX" (garantie de l'Etat)	21,16	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
18.10	CNCA (garantie de l'Etat)	986,9	7 à 4 m/10 à 4 m/16 à 4 m/19 à 4 m	P - après 10 à 4 m et 16 à 4 m	100	105/107,50/111,25/117,50/128,75	6,25	6,22	6,82
16.10	ANTAR - pétrole de l'Atlantique	120	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,90	103/106/112	6,50	6,42	7,05
16.10	PEUGEOT	100	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,90	103/106/112	6,50	6,42	7,05
23.10	Crédit naval	105	1/15	E - après 5 ans	99,90	110	6,50	6,44	7,07
30.10	Société de développement régional du sud-est (garantie de l'Etat)	17,54	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
4.11	Electricité de France (garantie de l'Etat)	600,9	5/10/15/20	P - après 7 et 15 ans	100	102,50/106,25/115/125	6,25	6,23	6,82
16.11	Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales	87	3/6/9/12/15	-	99	100/102,50/106/110/115	6,25	6,22	6,82
20.11	Groupement des industries de la construction électrique "GICEL"	59	2/4/7/10/13/15	E - après 6 ans	99,95	102/104/106/108/114	6,50	6,42	7,05
27.11	SNCF (garantie de l'Etat)	932	5/10/15/20	P - après 7 et 15 ans	100	101,25/106,25/116,25/130	6,50	6,23	6,8
14.12	Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales	60	3/6/9/12/15	-	99,50	100/102,50/106/110/115	6,25	6,21	6,81
4.12	Société de développement régional de l'Ouest "SODERO" (garantie de l'Etat)	26,85	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
4.12	Compagnie des compteurs	30	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,90	103/106/112	6,50	6,42	7,05
11.12	Groupement des industries mécaniques "CIMECA"	35	1/15	E - après 5 ans	99,80	108	6,50	6,42	7,05
18.12	Groupement des industries alimentaires "CIAC"	55,5	1/5/10/15	E - après 4 ans	99,90	103/106/112	6,50	6,42	7,05

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 2 (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteurs	Montant Valeur nominale (millions F)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission en %	Cours de remboursement en %	Taux nominal	Taux de rendement effectif à l'émission (4)	
								NET (avant crédit d'im-pôt)	BRUT (après C.I. - P.P.)
1968									
8.1	Crédit foncier de France	900	1/19 à 11 m (1)	E - après 5 ans	100	100 (ou lots)	6,25	6,18	6,80
8.1	Générale alimentaire (2)	27,3	3/7/12/15	E - après 5 ans	100	104/110/116	5,75-6,50	6,36	6,96
15.1	Cie de Kaysesberg (2)	15,2	3/15	E - après 4 ans	100	113,33	5,50-6,50	4,10	4,62
22.1	Charbonnages de France (garantie de l'Etat)	315	1/6/12/18	P - après 7 et 14 ans	100	104/110/120	6,25	6,20	6,79
29.1	Cie générale de radiologie	14,5	1/15	E - après 4 ans	99,9	103/106/114	6,50	6,48	7,10
5.2	Wanner Isofi (2)	24,48	4 à 11 m/11 à 11 m	E - après 6 ans	100	108,33/113,88	5,75-6,50	5,66	6,21
12.2	Crédit national	800	1/20 (1)	E - après 5 ans	100	100 (ou lots)	6,25	6,18	6,80
19.2	Société pour le développement économique de la Picardie (garantie de l'Etat)	15	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
26.2	Société pour le développement régional du Sud-Ouest "EXPANSO" (garantie de l'Etat)	20,8	1/15	E - après 5 ans	99,75	109	6,25	6,21	6,82
28.2	Société du pipe-line Méditerranée - Rhône	50	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,75	103/106/112	6,50	6,42	7,04
4.3	Caisse nationale des autoroutes (garantie de l'Etat)	441	6/12/18		100	103/110,5/123,75	6,25	6,26	6,86
18.3	CECA (garantie de l'Etat)	800,4	3/7/11/15/19	P - après 11 et 15 ans	100	102/107,5/113,75/128,75	6,25	6,22	6,82
1.4	PETROFIGAZ	115	1/5/10/15	E - après 5 ans	99,25	103/108/112	6,75	6,74	7,40
8.4	Gaz de France (garantie de l'Etat)	500	5/10/15/20(3)	P - après 6 et 14 ans	100	101,60/105/114/130	6,50	6,44	7,05
22.4	P. et T. (garantie de l'Etat)	468,7	1/5/10/15/20		100	102,5/105/110/120	6,50	6,38	7
22.4	Emprunt Pyrénées - Languedoc (garantie de l'Etat)	19,8	1/15	E - après 5 ans	100	110	6,50	6,46	7,09
29.4	Cie française de raffinage	150	1/6/12/18	E - après 9 ans	99,50	105/110/116	6,75	6,72	7,37
29.4	Emprunt Bretagne Océanie (garantie de l'Etat)	23,9	1/15	E - après 5 ans	100	110	6,50	6,46	7,09
13.5	Electricité de France (garantie de l'Etat)	650	15	P - après 6 et 9 ans	99,70	112	6,50	6,38	7,01
20.5	Société de développement régional du Nord et du Pas-de-Calais (garantie de l'Etat)	17,9	1/15	E - après 5 ans	100	110	6,50	6,46	7,09
10.6	Cie foncière du château d'eau de Paris (2)	14,25	1/3/13	E - après 3 ans	100	104/108	6,- -6,75	4,74	5,32
15.7	Cpt. des industries de matériaux de construction	45,5	1/5/10/15	E - après 7 ans	98,60	104/108/112	6,75	6,84	7,50
15.7	Société française des nouvelles galeries réunies	100	1/7/13/18	E - après 10 ans	99,05	106/112/118	6,75	6,85	7,50
26.8	Société de développement régional de l'Ouest (garantie de l'Etat) (SODERO)	26,25	1/15	E - après 5 ans	99,85	108	6,75	6,58	7,25
	Crédit foncier de France	900	1 à 19 à 11 m (1)	E - après 5 ans	100	100 (ou lots)	6,75	6,74	7,40
23.9	Société de développement régional du Centre-Est (garantie de l'Etat)	35,2	1/15	E - après 5 ans	99,85	108	6,75	6,58	7,25
23.9	Cpt. des industries du bâtiment et des trav. pub.	120	2/7/12/15	E - après 7 ans	99,65	100/103/110	7	6,72	7,40
30.9	Caisse cent. de créd. hôtelier commerc. et ind. (garantie de l'Etat)	300	1/5/10/15		100	102/107/113	6,75	6,57	7,22
7.10	Groupement de l'industrie sidérurgique	450	1/20	E - après 10 ans	99,30	105	6,875	6,70	7,39
21.10	Société pour le développement économique du Centre et du Centre-Ouest (garantie de l'Etat) (SODECCO)	16,3	1/15	E - après 5 ans	99,85	108	6,75	6,58	7,25
21.10	Groupement de l'équipement automobile	20,2	2/7/12/15	E - après 8 ans	99,50	100/105/110	7	6,76	7,45
21.10	CNCA (garantie de l'Etat)	930	7/11/15/19	P - après 11 et 15 ans	100	102/107/113/123,75	6,75	6,59	7,23
28.10	Ville de Paris	360	1/20	F - après 5 ans	100	103,75 (ou lots)	6,75	6,84	7,50
12.11	Cie bancaire	180	1/6/11/15	E - après 7 ans	99,40	100/104/108	7	6,71	7,40
18.11	Electricité de France (garantie de l'Etat)	400	15	P - après 7 et 11 ans	99,30	110	6,75	6,58	7,24
9.12	Caisse d'aide à l'équipement des collectivités locales	148,5	3/6/9/12/15/18		98,65	101/103/105/108/113/120	6,75	6,76	7,42
16.12	SNCF (garantie de l'Etat)	450	5/10/15/20	P - après 7 et 12 ans	99,30	103/109/116/124			
23.12	FELIX POTIN	25	3/15	E - après 7 ans	98,10	109	7	7,03	7,72
23.12	Lignes télégraphiques et téléphoniques	15	3/15	E - après 7 ans	98,10	109	7	7,03	7,72
23.12	Société française des téléphones ERICSSON	15	2/7/12/15	E - après 7 ans	98,40	104/108/112	7	7,05	7,74
23.12	Cie française de l'AZOTE	50	3/7/11/15	E - après 11 ans	98,15	105/107/112	7	7,06	7,74
30.12	Guichard - Perrachon et cie (Ets économiques du CASINO)	50	2/15	E - après 6 ans	98,10	109	7	7,05	7,74

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 2 (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montant en millions de francs valeur nominale	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal	Taux de rendement à l'émission	
								Net avant crédit d'impôt	Brut après I.P.P.
A. Emetteurs nationaux									
1969									
6.1	Crédit foncier de France	900	1/20 ans 11 mois	E après 5 ans	96	100 ou lots	7	7,21	7,93
20.1	Société lorraine de développement et d'expansion - (Garantie de l'Etat)	22,44	1/15	E après 6 ans	99	114	7	7,27	7,95
20.1	Société de développement régional de Normandie - (Garantie de l'Etat)	18,25	1/15	E après 5 ans	99	114	7	7,27	7,95
27.1	Groupement des industries de matériaux de construction	220	1/6/12/18	E après 12 ans	97,10	106/112/118	7,25	7,50	8,20
3.2	La Rochette-Cenpa	30	1/5/10/15	E après 8 ans	98,50	105/111/117	7,25	7,50	8,20
10.2	Société de développement de la région méditerranéenne - (Garantie de l'Etat)	17,71	1/15	E après 6 ans	99,10	114	7	7,25	7,93
10.2	Société de développement régional du Sud-Est - (Garantie de l'Etat)	26-31	1/15	E après 6 ans	99,10	114	7	7,25	7,93
17.2	Société de développement régional du Nord et du Pas-de-Calais - (Garantie de l'Etat)	33,01	1/15	E après 6 ans	99,10	114	7	7,25	7,93
24.2	Groupement de l'industrie chimique	300	1/7/13/18	E après 12 ans	97,50	107/114/120	7,25	7,51	8,21
3.2	L'Epargne	15	3/15	E après 7 ans	98,35	114	7,25	7,51	8,22
3.2	Librairie Hachette	50	1/6/12/18	E après 10 ans	97,30	106/112/118	7,25	7,48	8,19
10.3	Crédit national	600	1/20	E après 5 ans	94,50	100 ou lots	7	7,45	8,18
24.3	Caisse nationale de crédit agricole - (Garantie de l'Etat)	861	4/8/12/16/20	E après 12 et 16 ans	98,90	100/108/117/130/145	7	7,33	7,99
24.3	Groupement des industries de la construction électrique	190,1	2/6/11/19	E après 8 ans	98,65	107/120/135	7,25	7,74	8,42
24.3	La Cellulose du Pin	30	1/5/10/15	E après 6 ans	96,95	105/111/117	7,25	7,71	8,42
31.3	Cie royale asturienne des mines	30	2/6/11/16	E après 6 ans	96,10	105/110/120	7,25	7,78	8,49
31.3	Groupement des industries agricoles alimentaires et de grande consommation	147,1	1/6/12/18	E après 10 ans	98,20	118/122/126	7,25	7,79	8,49
21.4	Laboratoires Labaz	35	1/4/9/15	E après 9 ans	98,30	112/116/120	7,25	7,80	8,49
28.4	Société de développement régional de l'Ouest et des Antilles - Guyane - (Garantie de l'Etat)	54,8	1/15	E après 5 ans	99,25	118	7	7,47	8,14
28.4	Caisse nationale des autoroutes - (Garantie de l'Etat)	246	6/12/18	-	95,75	102/110/125	7	7,42	8,11
28.4	P. et T. (Garantie de l'Etat)	442,3	1/5/10/15/20	-	98,5	102,5/107,5/117,5/137,5	7	7,41	8,08
12.5	Société de développement rég. du Sud-Ouest - (Garantie de l'Etat)	29,6	1/15	E après 5 ans	98,8	118	7	7,51	8,19
16.5	Caisse centrale de crédit hôtelier, commercial et industriel	500	5/10/15	-	97,4	103/111/124	7	7,51	8,20
30.6	Electricité de France	507	1/15	-	98,6	100	8	7,36	8,17

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 3 - Italie - Liste des émissions (*)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mrd de lire)	Durée	Option de remboursement anticipé	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission (B)
			(a)	(b) (9)				
A. Emetteurs nationaux								
<u>1967</u>								
- . 1	ENEL (garantie de l'Etat)	125	20	7	94,15	100,0	6	6,87
- . 1	ENEL (1) (garantie de l'Etat)	100	3/20	7	97,75	"	6	6,36(6)
- . 1	Autostrade (2) (garantie de l'IRI)	100	3/20	10	97,-	"	6	6,45
- . 1	Crediop (FF.SS.)	70	20	2	94,-(7)	"	6	6,88
- . 2	" (Lav. agr.)	21,1	20		94,-(7)	"	6	6,88
- . 2	" (18.11.66 n° 676)	122,7	20		94,-(7)	"	6	6,88
- . 3	" (dot. lav. agr.)	125,8	20		96,50	"	6	6,54
- . 4	Autostrade TO-AL-PC	10	5/25		85,-(7)	"	5,50	7,35
- . 6	Comune di Roma	10	20	10	96,-	"	6	6,61
- . 7	IMI 26° série	140	20	à tout moment	96,-	"	6	6,61
- . 7	ENEL (garantie de l'Etat)	125	20	5	94,15(7)	"	6	6,86
- . 7	FF.SS. (As. Aut.)	100	20	10	96,-	"	6	6,61
- . 9	Crediop (P. verde)	153	20	3	96,-	"	6	6,61
- . 9	FF.SS. (As. Aut.)	50	20	10	96,-	"	6	6,61
- . 9	Certificati PAP	54,1	10	à tout moment	98,50	"	5,50	5,90
- . 10	Autostrade (2) (garantie de l'IRI)	{ 67 33	2/20	10	97,50	"	6	6,41
- . 10	Edilizia Scolastica (3)	231	15		99,-	"	5,50	5,72
- . 11	Crediop (interv. stat 3°)	156,7	20		96,-	"	6	6,61
- . 11	Certificati AIMA (4)	61	1/11		99,-	"	5,50	5,77
- . 10	Mediocredito Centrale	77	2/10	à tout moment	95,50	"	6	6,97
B. Emetteurs étrangers								
<u>1967</u>								
- . 11	BEI	15	3/20	9	97,-	"	6	6,45

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 3 - (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mds de lires)	Durée	Option de remboursement anticipé	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission (B)
				(a) (b) (9)				
<u>1968</u>								
				<u>A. Emetteurs nationaux</u>				
- . 1	Certificati Az. Petroliif.	50	2		99,-	"	5	5,75
- . 1	ENEL (garantie de l'Etat)	125	20	7	94,15(7)	"	6	6,86
- . 1	ENEL (1) (garantie de l'Etat)	100	3/20	7	97,75	"	6	6,36(6)
- . 1	BTP (contanti) (5)	213	9		100	"	5	5,57
- . 2	Certificati ALMA	40	1/11		99,-	"	5,50	5,77
- . 2	Mediocredito Centrale	15	2/10	à tout moment	95,50(7)	"	6	6,97
- . 3	FF.SS. (Az. Aut.)	100	20	10	93,50(7)	"	6	6,95
- . 3	Crediop (interv. stat. 3°)	126	20		93,50(7)	"	6	6,95
- . 3	Mediocredito Centrale	5	2/10	à tout moment	95,50(7)	"	6	6,97
- . 4	ENEL	30	3/20	7	97,75	"	6	6,36
- . 5	Crediop (Piano Verde)	208	20	3	96,-	"	6	6,61
- . 5	FF.SS. (Az. Aut.)	100	20	10	93,50(7)	"	6	6,95
- . 5	BTP	10	9		100	"	5	5,57
- . 6	CIS	30	15	à tout moment	96,-	"	6	6,73
- . 6	Certificati Az. Petroliif.	45	2		99,-	"	5	5,75
- . 6	Pirelli (convertibili)	24	(10/5)		100	"	5	-
- . 7	Comune di Napoli (garantie de l'Etat)	30	20	10	96,-	"	6	6,61
- . 7	ENEL (garantie de l'Etat)	125	20	5	94,15(7)	"	6	6,86
- . 7	ENEL (garantie de l'Etat)	150	3/20	7	97,75	"	6	6,36
- . 7	FF.SS. (Az. Aut.)	100	20	10	93,50(7)	"	6	6,95
- . 9	Bancooper Mepi	25	2/20	3	96,-	"	6	6,58
- . 9	Autostrade (2) (garantie de l'Iri)	150	2/18	9	97,75	"	6	6,38
- . 9	Comune di Roma (garantie de l'Etat)	10	20	10	96,50	"	6	6,54
- . 10	Crediop (interv. stat. 4°)	120,5	20		93,50(7)	"	6	6,95
- . 11	Città di VENEZIA	11,7	20	à tout moment	94,- (7)	"	6	6,54
- . 12	Crediop (FF.SS.)	60	20		94,10(7)	"	6	6,87
- . 12	Crediop (interv. stat. 4°)	77,3	20		93,80(7)	"	6	6,91
- . 12	ISVEIMER	30	2/3		93,50(7)	"	6	7,08
- . 12	Edilizia Scolastica 2°	249	15		93,60(7)	"	5,50	5,97
				<u>B. Emetteurs étrangers</u>				
<u>1968</u>								
- . 2	CECA	15	5/20	6	97,50	"	6	6,38
- . 10	CECA	15	5/20	6	97,50	"	6	6,38
- . 12	BEI	15	3/20	9	96,50	"	6	6,51

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 3 - (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en milliards de livres)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b) (9)	Cours d'émission (en %) (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission (B)
A. Emetteurs nationaux								
<u>1969</u>								
-- 1	Enocoper (MEPI)	50	2/18		96,25	"	6	6,54
-- 1	ENEL	120	3/17		97,25	"	6	6,42
-- 1	ENEL	125	20		93,60(7)	"	6	6,94
-- 1	Crediop (interv. stat. 4°)	191,2	20		93,80(7)	"	6	6,91
-- 3	Crediop (Piano Verde)	203,1	20		96,-	"	6	6,61
-- 4	ENEL	30,0	3/17	7	94,75(7)	"	6	6,75
-- 4-6	ETP	482,0	9	-	100,-	"	5	5,57
-- 5-6	CIS	50,0	5/10	-	96,-	"	6	6,64
-- 5	ISVERIMR	60,0	3/12	-	96,-	"	6	6,71
-- 6	Comme di Roma	7,5	20		93,50(7)	"	6	6,95
-- 6	IMI 27a	145,0	1/19	-	96,-	"	6	6,59
-- 6	Crediop (Interv. stat. 5a)	118,0	20	-	94,15(7)	"	6	6,86
-- 7	ENEL	120,0	3/17	7	97,25	"	6	6,42
-- 7	ENEL	125,0	20	4	93,90(7)	"	6	6,89
-- 7	FS (As. Aut.)	200,0	20	10	93,80(7)	"	6	6,91
-- 7	Crediop (FS)	50,0	20	-	94,10(7)	"	6	6,87
-- 7	Enocoper (MEPI)	25,0	2/10	-	96,00	"	6	6,55
-- 7	IMI	100,0	20	-	93,50	"	6	6,95
-- 7	INFIS	30,0	5/10	-	96,00	"	6	6,62
-- 9	Crediop (Interv. stat. 6°)	393,3	20	-	91,80	"	6	7,19
-- 11	Autostrade (garantie de l'IMI)	100,0	2/18	10	93,00	"	6	7,02
-- 11	Crediop (interv. stat. 6°, II tranche)	159,2	20	-	89,00	"	6	7,60
-- 12	Crediop (FS)	50,0	20	-	89,00	"	6	7,60
-- 12	Milizia Scolastica 3°	297,0	15	-	93,50	"	5,50	7,16
-- 12	Crediop (interv. stat. 6°, III tranche)	63,2	20	-	89,00	"	6	7,60
B. Emetteurs étrangers								
<u>1969</u>								
-- 2	BID	15	5/15		96,00	"	6	6,55

Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)

Tableau PD 4 - Pays-Bas - Liste des émissions (*)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mio de fl)	Durée	Option de remboursement anticipé	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission (1)
			(a)	(b) (5)				
<u>1967</u>				<u>A. Emetteurs nationaux</u>				
25.11.66	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	150	11-25	10	99	100	7	7,10
20.12.66	Staat der Nederlanden	250	11-25	10	100	100	7	7
18. 1	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	11-25	10	98,50	100	6,75	6,90
31. 1	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	200	11-25	10	99,50	100	6,75	6,80
17. 3	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	150	11-25	10	100	100	6,50	6,50
27. 4	Staat der Nederlanden	300	11-25	10	98,75	100	6	6,15
18. 5	Blauwhoed N.V., Amsterdam	20	11-20	11	100	100	6,50	6,50
30. 5	Stichting Het Dorp	10	11-25	10	100	100	7	7
1. 6	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	130	11-25	10	99	100	6,25	6,35
4. 7	Rotterdam-Rijn Pijpleiding Mij	50(2)	11-20	11	98,25	100	6,50	6,80
(16. 8 au 29. 9)	Rentespaarbrieven - Bank voor Nederlandsche Gemeenten (1967 séries I à VI)	75	de 6 $\frac{5}{12}$ à 11 ans		100	150 à 200		6,50
17. 8	Nederlandse Staatsmijnen	100	11-20	11	99,50	100	6,50	6,55
5. 9	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	150	11-25	10	100	100	6,50	6,50
26.10	Staat der Nederlanden	250	11-25	10	98,5	100	6,25	6,40
				<u>B. Emetteurs étrangers</u>				
<u>1967</u>								
1. 8	Antilles néerlandaises (garanties de l'Etat néerlandais)	50	11-25	10	100	100	6,50	6,50
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)								

Tableau PD 4 - (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mio de fl)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b) (5)	Cours d'émission (en %) (5)	Cours de remboursement (en %) (5)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission (1)
A. Emetteurs nationaux								
<u>1968</u>								
15.12.67	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	11-25	10	98,75	100	6,50	6,62
12. 1	Nederlandse Gasunie	100	11-20	10	99,25	100	6,50	6,58
8. 2	Staat der Nederlanden	250	11-25	10	99,50	100	6,50	6,55
13. 3	Koninklijke Luchtvaart Mij	100	11-20	10	100	100	7	7
(12. 3 au 29. 4)	Rentespaarbrievens - Bank voor Neder. Gemeenten (1968 séries I et II)	65	de 6 $\frac{1}{2}$ à 9 ans		100	150/175		6,50
28. 2	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	150	11-25	10	98,75	100	6,50	6,62
28. 3	Algemene Bank Nederland	43,5	11-15	à tout moment	100	100	6,50	(3)
6. 5	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	150	11-25	10	99	100	6,50	6,60
6. 6	Verenigde Machinefabrieken	15	6-15	à tout moment	100	100	6,50	(3)
14. 6	Staat der Nederlanden	250	11-25	10	99	100	6,50	6,60
3. 7	Pakhoed-Holding	35	11-20	11	99,50	100	7	7,06
(29. 7 au 14. 8)	Rentespaarbrievens - Bank voor Neder. Gemeenten (1968 série III)	65	8 $\frac{3}{4}$	(4)	100	175(4)		6,60
21. 8	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	11-25	10	99,75	100	6,75	6,78
3. 9	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	11-25	10	99,75	100	6,75	6,78
8.10	Staat der Nederlanden	233,3	11-25	10	99,50	100	6,50	6,55
13.11	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	140	11-25	10	98,25	100	6,50	6,67
(10.12 au 31. 1.69)	Rentespaarbrievens - Bank voor Neder. Gemeenten (1968 séries IV et V)	63,1	de 6 $\frac{1}{2}$ à 11 $\frac{1}{4}$ ans		100	150/200		6,50
12.12.68	Staat der Nederlanden	225	11-25	10	99	100	6,50	6,60
B. Emetteurs étrangers								
<u>1968</u>								
17. 5	BEI	40	11-20	11	98,25	100	6,75	6,94
17. 5	BIRD	40	11-20	11	98,25	100	6,75	6,94
3.7	IAD	30	11-20	11	99	100	7	7,11
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)								

Tableau PD 4 - (suite)

Ouverture de la sous- cription	Emetteur	Montants (en mio de fl)	Durée (a)	Option de rem- bourse- ment an- ticipé (b) (5)	Cours d'émis- sion (en %)	Cours de rem- bourse- ment (en %)	Taux no- minal à l'émis- sion	Taux de rende- ment ef- fectif à l'émis- sion (1)
<u>1969</u>				A. Emetteurs nationaux				
31.1	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	de 6 $\frac{1}{2}$ à 11 $\frac{1}{4}$ ans	10	100	100	7	7,00
20.2	Staat der Nederlanden	350	11-25	10	100	100	7	7,00
21.3	Nationale Investeringsbank (Herstelbank)	60	11-20	11	99,50	100	7,25	7,31
25.4	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	150	11-25	10	100	100	7,50	7,50
14.5	Nederlandse Gasunie	100	11-20	10	100	100	7,50	7,50
(13.6 au 31.7)	Rentespaarbrieven - Bank voor Neder. Gemeenten (1969 série IV)	14,6	8 $\frac{3}{4}$	-	100	185	7,25	7,25
19.6	Staat der Nederlanden	250	11-25	10	100	100	7,50	7,50
18.7	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	11-25	10	98	100	7,50	7,71
19.8	Amsterdam-Rotterdam Bank	40	7	-	99 $\frac{1}{2}$	100	8	8,10
9.9	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	250	11-25	10	100	100	8	8
29.9	Amsterdam-Rotterdam Bank	50	7	-	100	100	8	8
21.10	Staat der Nederlanden	300	6-7	-	100	100	8	8
21.10	Staat der Nederlanden	200	11-25	10	98 $\frac{1}{2}$	100	8	8,17
7.11	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	200	6-7	-	100	100	8	8
21.11	Samenwerkende Electriciteits Productiebedrijven	50	11-25	10	99 $\frac{1}{4}$	100	8	8,08
26.11	Bank Mees & Hope	25	6	-	100	100	8	8
9.12	Nederlandse Mildtenstandsbank	25	7	-	100	100	8	8
10.12	Bank voor Nederlandsche Gemeenten	100	11-25	10	98 $\frac{3}{4}$	100	8	8,14
19.12	Amsterdam-Rotterdam Bank	50	5	-	100	100	8,25	8,25
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)								

Tableau PD 5 - Belgique - Liste des émissions (*)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mio de FB)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b) (4)	Cours d'émission (en %) (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission
A. Emetteurs nationaux								
<u>1967</u>								
9. 1	Ville de Bruxelles 1967-1977	2.500	10		99	100	7	7,17
30. 1	Etat belge 1967 - 72 - 78	5.800	11 à 7 1/2 m	5 à 7 1/2 m	100	100-101	6,75-7	6,86 (6,76)
30. 1	Etat belge 1967 - 1982	7.710	15		99,50	100	7	7,08
20. 2	SNCI 1967 - 77 - 87	2.000	20	10	99,50	100-104	7	(7,07)
22. 3	RTT 1967 - 73 - 79	4.000	12	6	99,50	100-101	6,75-7	6,92 (6,85)
- . 3	EBES	1.250	15		99,25		7,15	
17. 4	Fonds des routes 1967 - 1982	6.000	15		99,50	100	7	7,08
- . 4	Esmalux (1)	200	20		97,50		7,50	
10. 5	SNCB 1967 - 73 - 82	3.500	15	6	99,50	100-101	6,75-7	6,92 (6,85)
15. 6	Etat belge 1967 - 72 - 78	8.960	11 à 3 m	5 à 3 m	100	100-101	6,75-7	6,88 (6,74)
15. 6	Etat belge 1967 - 1982	5.330	14 à 7 1/2 m		99,50	100	7	7,08
28. 8	Ville de Liège 1967 - 72 - 77	800	10	5	99	100-101,5	6,75-7	n.d. (6,99)
18. 9	CNCP 1967 - 73 - 79	500	12	6	99,50	100-101	6,75-7	- (6,85)
2.10	Etat belge 1967 - 74 - 82	10.000	14 à 4 m	6 à 4 m	100	100-100	6,75-7	6,82 (6,75)
- . 10	ACEC (1)	125	20		97,50		7,50	
6.11	Ville d'Anvers 1967 - 1979	2.000	12		99,50	101	7	n.d.
- . 11	Distrigaz (1)	500	20		97,50		7,50	
4.12	Fonds des routes 1967 - 1979	6.000	12		99,50	100	6,75	6,83
B. Emetteurs étrangers								
<u>1967</u>								
24.10	BEI	750	15	6	99,50	100	7	7,08
30.11	Banque interaméricaine de développement	300	15	6	99,50	100	7	7,08
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)								

Tableau PD 5 (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mio de FB)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b) (4)	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission
<u>1968</u>								
8. 1	Ville de Gand 1968 - 1980	1.000	12		98,25	100	6,75	7,04
11. 1	CNCP 1968 - 1980	500	12		99	101	6,75	-
7. 2	Etat Belge 1968 - 1978	10.000	10		99,50	100	6,75	6,84
20. 3	Interc. Autor. E 3 1968 - 1980	5.000	12		99	100	6,75	6,89
-. 3	Soc. mét. Hainaut-Sambre (2)	400	20				7,95	
16. 4	SNCB 1968 - 1983	2.500	15		99,75	100	6,75	6,79
13. 5	Ville d'Anvers 1968 - 1983	2.000	15		99,75	100	6,75	n.d.
13. 5	Ville de Liège 1968 - 1983	1.000	15		99,75	100	6,75	n.d.
-. 5	Cie Lambert pour l'industrie et la finance (1)	150	20				7,50	
17. 6	Etat belge - 68 - 75 - 83	10.000	15	7	99,50	100-101	6,50-6,75	6,65(6,59)
-. 6	Petrofina (3)	2.000	12				6,50	
9. 7	Etat belge 1968 - 74 - 80	8.665	12	6	99,50	100	6,50-6,75	6,68(6,60)
9. 7	Etat belge 1968 - 1980	12.185	12		99,25	100	6,75	6,86
24.10	RFTT 1968 - 1982	4.500	14		99	100	6,75	6,91
-. 10	Interbrabant (1)	400	20		100		7,50	
2.12	Fonds des routes 1968 - 1983	8.000	15		99	100	6,75	6,90
<u>A. Emetteurs nationaux</u>								
<u>B. Emetteurs étrangers</u>								
<u>1968</u>								
6. 3	CECA	750	15		99	100	6,75	6,858
14.11	BRI	750	14	6	99	100	6,75	6,91
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)								

Tableau PD 5 (suite)

Ouverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mio de FB)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b) (4)	Cours d'émission (en %) (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission
A. Emetteurs nationaux								
<u>1969</u>								
9. 1	Intercom. Autor. E 3 1969 - 1981	5.000	12		98,50	100-101	6,75	7,00
17. 2	Etat belge 1969-1975-1982	5.650	13	6	99	100-103	6,50-6,75	6,78
17. 2	Etat belge 1969 - 1980	11.600	11 à 6 m. 22 j.		98,50	100	6,75	6,97
20. 3	SNCB 1969-1977-1984	3.500	15	8	99,25	100-106	6,75	6,99
28. 4	Fonds des routes 1969 - 1981	9.200	12		98,50	100	7,00	7,25
14. 4	Société de traction et d'électricité SA à Bruxelles (5)	1.000	12		100	100	6,50	6,50
5. 5	La Société générale de Banque (7)	1.500	12		100	100	6,50	6,50
19. 5	Kredietbank (6)	792	11		100	100	5,50	5,50
16. 6	Etat belge 1969-1975-1981	9.450	12	6	99	100-102	7,00-7,25	7,28
16. 6	Etat belge 1969 - 1987	5.550	18		99,50	100	7,50	7,57
1. 9	Interc. Autor. E 3 1969 - 1984 (8)	2.000	15		100	lots	5	7,61
9. 9	CNCP 1969 - 1975	500	6		99	101	7,10	7,45
13.10	Etat belge 1969-1975-1981	24.345	11 à 6 m.	5 à 6 m.	99,50	100-106	8,00-8,25	8,39
24.11	RTT 1969 - 1981	3.500	12		99	100-101	8,25	8,44
10.12	Ville de Liège 1969 - 1983	1.000	14		98,50	100-105	8,25	8,64
10.12	Ville d'Anvers 1969 - 1983	2.000	14		98,50	100-105	8,25	8,64
15.12	SNCI 1969 - 1980	1.500	11		99	100-101	8,25	8,45
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite du tableau PD 6)								

Tableau PD 6 - Luxembourg - Liste des émissions

Couverture de la souscription	Emetteur	Montants (en mio de f.lux.)	Durée (a)	Option de remboursement anticipé (b)	Cours d'émission (en %)	Cours de remboursement (en %)	Taux nominal à l'émission	Taux de rendement effectif à l'émission
<u>A. Emetteurs nationaux</u>								
<u>1967</u>								
20. 2	Etat emprunt 1967 1ère tranche	700	20	porteur après 5 et 12 ans	99		5,75/6/6,25	(5,99/6,01/6,03)
11.12	Etat emprunt 1967 2ème tranche	800	20	porteur après 7 et 14 ans	99		6/6,25/6,5	(6,18/6,21/6,23)
<u>1968</u>								
22. 4	Ville de Luxembourg 1968	200	15	émetteur après 7 ans	99		6,5	6,66
<u>1969</u>								
17. 3	Etat	600	15	émetteur après 8 ans	99,60	100	6,5	6,566
Voir note relative aux listes d'émissions (à la suite de ce tableau)								

Notes relatives aux listes d'émissions

- (*) Il s'agit, en principe, d'émissions par "séries". Les listes sont souvent incomplètes, seules les principales émissions étant recensées dans certains pays.
- (a) Durée de l'emprunt compte tenu de la première et de la dernière date prévue pour l'amortissement.
- (b) En cas d'option de remboursement anticipé, on mentionne si cette option est au gré de l'émetteur (E) ou du porteur (p) ainsi que le nombre d'années ou la date à partir de laquelle ce remboursement anticipé est possible.

ALLEMAGNE

- (1) Il s'agit d'emprunts d'émetteurs étrangers émis en DM ou avec option en DM et placés, soit par des syndicats internationaux dont le chef de file est allemand, soit par des syndicats exclusivement allemands.

FRANCE

- (1) Amortissement par tirages au sort, soit au pair, soit par des lots.
- (2) Obligations convertibles.
- (3) L'emprunt divisé en cinq séries égales sera remboursé par tirages au sort à raison d'une série en 1973, 1978 et 1983 et de deux séries en 1988.
- (4) Le rendement est calculé en tenant compte des frais de courtage et de l'impôt de bourse.
- (5) Les emprunts émis en France étant souvent assortis de clauses particulières, il n'a pas été possible de rendre compte de toutes ces particularités dans le tableau. En ce qui concerne les taux de rendement effectifs, on a choisi le taux tenant compte du crédit d'impôt sur l'intérêt et sur la prime de remboursement, afin de pouvoir effectuer des comparaisons avec les autres pays.

ITALIE

- (1) Au cours des trois premières années, lots en argent.
- (2) Au cours des deux premières années, lots en automobiles.
- (3) Souscrit par la Banque d'Italie : 100 milliards en octobre, 100 milliards en novembre et 31 milliards en décembre (en janvier 100 milliards offerts au public, le reste aux banques pour réserves obligatoires).
- (4) 30 milliards souscrits en octobre, 10 milliards en novembre et 21 milliards en décembre.
- (5) Lots en argent pour un total de 50 millions par série de 10 milliards.

- (6) A l'exclusion des lots.
- (7) Les prix indiqués, au moment de l'offre des titres au publics, sont augmentés des commissions de placement et de garantie.
- (8) Calculé à l'échéance finale.
- (9) Option toujours pour l'émetteur.

PAYS-BAS

- (1) Avant déduction d'impôt. A partir de la durée moyenne restant à courir jusqu'à l'échéance. Les frais de souscription ou d'achat ne sont pas pris en considération.
- (2) En outre, 20 millions de florins ont été placés en souscription privée.
- (3) Emissions d'obligations convertibles avec droit de souscription; le rendement à l'émission dépend donc du cours de ce droit.
- (4) Les détenteurs peuvent demander le remboursement anticipé au 1er décembre 1974 au cours de 150 %, mais la Banque des communes néerlandaises n'est pas autorisée à procéder à des amortissements anticipés.
- (5) Option pour l'émetteur, sauf indication contraire (voir renvoi (4)).

BELGIQUE

- (1) Emissions privées.
- (2) Emprunt convertible en 1978 en actions privilégiées sans désignation de valeur.
- (3) Emprunt convertible à partir du 1er janvier 1969 en parts sociales.
- (4) Option toujours pour le porteur.
- (5) Emprunt convertible en actions, du 1er janvier 1971 au 20 décembre 1978.
- (6) Emprunt convertible et subordonné (1er janvier 1970 au 20 avril 1979).
- (7) Emprunt convertible et subordonné (1er avril 1971 au 20 mars 1978).
- (8) Emprunt à lots.

Tableau R 1 - Allemagne - Taux de rendement sélectionnés de valeurs à revenu fixe

	Obligations industrielles		Obligations du secteur public		Obligations hypothécaires	
	A l'émission	Sur le marché secondaire	A l'émission	Sur le marché secondaire	A l'émission	Sur le marché secondaire
1960	-	6,2	-	6,4	6,6	6,3
1961	-	5,9	-	5,9	5,9	6,-
1962	-	6,-	-	5,9	6,-	6,-
1963	-	6,-	-	6,-	6,1	6,1
1964	-	6,2	-	6,2	6,1	6,2
1965	-	7,-	-	7,1	7,-	6,7
1966	-	7,9	-	8,1	7,9	7,6
1967	-	7,2	7,-	7,-	7,-	7,-
1968	-	-	-	6,5	6,7	6,8
<u>1967</u>						
Janvier	7,5	7,6	7,7	7,5	7,5	7,3
Février	-	7,5	7,6	7,4	7,4	7,2
Mars	-	7,4	7,3	7,2	7,3	7,1
Avril	-	7,1	7,-	6,9	6,9	6,8
Mai	-	7,1	7,-	6,9	6,8	6,8
Juin	6,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,8
Juillet	6,9	7,1	6,8	6,9	6,7	6,9
Août	-	7,1	6,9	6,8	6,8	7,-
Septembre	6,8	7,-	6,8	6,7	6,8	7,-
Octobre	6,8	7,1	6,8	6,7	6,8	7,-
Novembre	6,7	7,1	6,9	6,8	6,8	7,1
Décembre	-	7,1	6,8	6,8	6,9	7,1
<u>1968</u>						
Janvier	6,9	7,-	6,8	6,7	6,9	7,1
Février	-	7,-	6,8	6,7	6,9	7,1
Mars	-	6,9	6,8	6,7	6,9	7,1
Avril	-	6,9	6,8	6,6	6,9	7,-
Mai	6,9	6,7	6,7	6,4	6,7	6,9
Juin	-	6,7	6,6	6,4	6,7	6,8
Juillet	-	6,6	6,6	6,4	6,6	6,8
Août	-	6,5	-	6,3	6,5	6,7
Septembre	-	6,5	6,3	6,3	6,5	6,6
Octobre	-	6,5	6,3	6,3	6,5	6,6
Novembre	-	6,6	-	6,3	6,5	6,7
Décembre	6,4	6,5	6,3	6,3	6,5	6,7
<u>1969</u>						
Janvier	-	6,5	6,3	6,3	6,5	6,6
Février	-	6,5	6,3	6,3	6,4	6,6
Mars	-	6,7	-	6,4	6,5	6,7
Avril	-	6,8	-	6,5	6,6	6,8
Mai	-	6,7	-	6,5	6,7	6,9
Juin	-	7,0	6,8	6,7	6,8	7,0
Juillet	-	7,2	-	6,9	6,9	7,2
Août	-	7,1	-	6,9	7,1	7,2
Septembre	-	7,3	6,9	7,2	7,0	7,3
Octobre	-	7,4	-	7,4	7,1	7,3
Novembre	-	7,4	7,2	7,4	7,1	7,3
Décembre	-	7,8	-	7,6	7,0	7,3

Source : Série 2 des annexes statistiques aux bulletins mensuels de la Deutsche Bundesbank (Tab. 7).

Tableau R 2 - France - Taux de rendement des obligations (1)

Fin de mois	1ère catégorie (2)		2ème catégorie (3)
	Net (4) (6)	Brut (5) (7)	Brut (5) (7)
<u>1966</u>			
Juillet	6,291	-	7,56
Août	6,336	-	7,53
Septembre	6,355	-	7,40
Octobre	6,413	-	7,60
Novembre	6,422	-	7,56
Décembre	6,419	-	7,62
<u>1967</u>			
Janvier	6,428	-	7,45
Février	6,368	-	7,44
Mars	6,368	-	7,36
Avril	6,372	-	7,44
Mai	6,39	-	7,41
Juin	6,373	-	7,35
Juillet	6,362	-	7,26
Août	6,345	-	7,30
Septembre	6,34	-	7,29
Octobre	6,381	-	7,23
Novembre	6,364	-	7,35
Décembre	6,377	-	7,39
<u>1968</u>			
Janvier	6,433	-	7,37
Février	6,428	-	7,34
Mars	6,370	-	7,34
Avril	6,384	-	7,31
Mai (10)	6,38	-	7,29
Juin	6,754	-	7,55
Juillet	6,619	7,24	7,34
Août	6,533	7,15	7,43
Septembre	6,558	7,24	7,40
Octobre	6,578	7,24	7,41
Novembre	6,788	7,45	7,70
Décembre	6,937	7,61	7,83
<u>1969</u>			
Janvier	7,232	7,85	8,16
Février	7,184	7,87	8,20
Mars	7,411	8,10	8,48
Avril	7,415	8,08	8,51
Mai	7,449	8,12	8,56
Juin	7,524	8,18	8,45
Juillet	7,569	8,16	8,46
Août	7,583	8,21	8,48
Septembre	7,601	8,27	8,47
Octobre	7,717	8,44	8,71
Novembre	7,795	8,51	8,87
Décembre	7,896	8,63	8,91

(1) Rendement en bourse, c'est-à-dire en tenant compte des frais de courtage et de l'impôt de bourse.

(2) Obligations émises ou garanties par l'Etat et obligations assimilées.

(3) Principalement obligations d'émetteurs privés.

(4) Indice calculé par une société privée.

(5) Indice calculé par la caisse des dépôts et consignations (taux moyen au dernier jour de la semaine, pondéré par la moyenne des transactions en bourse de la semaine écoulée).

(6) Déduction faite de la retenue à la source de 10 %; en France un nombre important d'investisseurs institutionnels ne peuvent récupérer cette retenue.

(7) Compte tenu de la restitution de la retenue à la source sous forme de crédit d'impôt (cette possibilité est notamment ouverte aux particuliers assujettis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques et aux sociétés assujetties à l'impôt sur les sociétés).

Source : Voir foot-notes(4) et(5)

Tableau R 3 - Italie - Taux de rendement sélectionnés de valeurs à revenu fixe

	Titres d'Etat	Obligations d'institutions de crédit mobilier	Obligations d'entreprises	Total de toutes les obligations (1)
A. Moyenne annuelle				
1965	5,42	6,86	7,20	6,67
1966	5,48	6,55	6,61	6,37
1967	5,59	6,66	6,75	6,46
1968	5,63	6,78	6,91	6,54
1969	5,81	7,06	7,23	6,73
B. Moyenne mensuelle				
<u>1967</u>				
Janvier	5,56		6,60	
Février	5,52		6,56	
Mars	5,56		6,66	
Avril	5,60		6,86	
Mai	5,62		6,78	
Juin	5,62		6,76	
Juillet	5,61		6,75	
Août	5,60		6,70	
Septembre	5,60		6,76	
Octobre	5,60		6,73	
Novembre	5,61		6,84	
Décembre	5,61		6,95	
<u>1968</u>				
Janvier	5,62		6,82	
Février	5,60	6,74	6,81	6,51
Mars	5,59	6,76	6,89	6,52
Avril	5,60	6,74	6,92	6,54
Mai	5,65	6,79	6,98	6,56
Juin	5,66	6,83	6,99	6,58
Juillet	5,65	6,81	6,92	6,56
Août	5,65	6,79	6,89	6,54
Septembre	5,64	6,79	6,91	6,55
Octobre	5,64	6,77	6,88	6,54
Novembre	5,65	6,78	6,95	6,55
Décembre	5,62	6,78	6,98	6,55
<u>1969</u>				
Janvier	5,61	6,70	6,81	6,50
Février	5,60	6,68	6,75	6,49
Mars	5,62	6,72	6,87	6,52
Avril	5,63	6,72	6,91	6,52
Mai	5,64	6,76	6,87	6,53
Juin	5,65	6,83	6,94	6,58
Juillet	5,66	6,93	7,07	6,63
Août	5,68	7,08	7,27	6,73
Septembre	5,90	7,26	7,55	6,88
Octobre	6,15	7,46	7,72	7,02
Novembre	6,28	7,62	7,80	7,12
Décembre	6,33	7,90	8,14	7,28
Source : Supplemento e Bollettino della Banca d'Italia				
(1) Sans les titres d'Etat				

Tableau R 4 - Pays-Bas - Taux de rendement sélectionnés de valeurs à revenu fixe (moyenne mensuelle)

	Deux emprunts de l'Etat à 5 et 5 1/4 %	4,5 % Bank van Nederl. Gemeenten 1958/1959	Trois obligations 4,5 % et 4,75 % du secteur privé
<u>1966</u>			
Juillet	6,68	6,93	7,08
Août	6,82	7,07	7,38
Septembre	6,61	6,77	7,21
Octobre	6,66	6,77	7,14
Novembre	6,69	6,74	7,15
Décembre	6,54	6,74	7,12
<u>1967</u>			
Janvier	6,22	6,35	6,57
Février	6,08	6,22	6,54
Mars	5,98	6,04	6,36
Avril	5,88	6,06	6,33
Mai	6,06	6,13	6,26
Juin	6,29	6,41	6,50
Juillet	6,30	6,31	6,66
Août	6,18	6,28	6,61
Septembre	6,12	6,24	6,66
Octobre	6,26	6,37	6,65
Novembre	6,37	6,41	6,68
Décembre	6,37	6,52	6,71
<u>1968</u>			
Janvier	6,43	6,59	6,81
Février	6,43	6,54	6,83
Mars	6,45	6,55	6,84
Avril	6,47	6,56	6,83
Mai	6,45	6,59	6,71
Juin	6,49	6,63	6,84
Juillet	6,61	6,79	6,81
Août	6,55	6,67	6,93
Septembre	6,46	6,56	6,85
Octobre	6,49	6,58	6,88
Novembre	6,49	6,61	6,91
Décembre	6,58	6,79	6,98
<u>1969</u>			
Janvier	6,74	6,89	7,00
Février	6,93	6,95	7,19
Mars	7,03	7,08	7,37
Avril	7,29	7,49	7,88
Mai	7,31	7,47	7,53
Juin	7,53	7,77	8,15
Juillet	7,69	7,87	8,47
Août	7,79	7,95	8,39
Septembre	7,98	8,06	8,60
Octobre	8,12	8,31	8,74
Novembre	7,81	8,03	8,43
Décembre	7,86	8,10	8,54
Source : Chiffres communiqués au groupe "marchés des valeurs mobilières" par la délégation néerlandaise.			

Tableau R 5 - Belgique - Taux de rendement sélectionnés de valeurs à revenu fixe (*)

	Rendement moyen à l'émission des emprunts de l'Etat et du Fonds des routes (1)		Rendement moyen en bourse des emprunts de l'Etat (2)	Rendement moyen en bourse des obligations de sociétés (3)
	Emprunts à échéance intercalaire	Emprunts sans échéance intercalaire	Echéance à plus de 5 ans	Echéance à plus de 5 ans
<u>1966</u>				
Mai	6,59	-	6,59	7,00
Juin	-	-	6,64	7,35
Juillet	-	-	6,68	7,46
Août	-	-	6,69	7,34
Septembre	6,85	-	6,73	7,31
Octobre	-	-	6,76	7,83
Novembre	-	-	6,67	7,67
Décembre	-	-	6,73	7,74
<u>1967</u>				
Janvier	6,86	7,08	6,76	7,50
Février	-	-	6,75	7,83
Mars	-	-	6,76	7,96
Avril	-	7,08	6,76	7,63
Mai	-	-	6,77	7,78
Juin	6,88	7,08	6,77	7,73
Juillet	-	-	6,77	7,64
Août	-	-	6,64	7,49
Septembre	-	-	6,64	7,40
Octobre	6,82	-	6,66	7,41
Novembre	-	-	6,57	7,61
Décembre	-	6,83	6,54	7,57
<u>1968</u>				
Janvier	-	-	6,58	7,62
Février	-	6,84	6,60	7,44
Mars	-	-	6,51	7,50
Avril	-	-	6,51	7,67
Mai	-	-	6,47	7,60
Juin	6,65	-	6,44	7,62
Juillet	-	-	6,52	7,48
Août	-	-	6,45	7,32
Septembre	6,68	6,86	6,59	7,12
Octobre	-	-	6,58	7,32
Novembre	-	6,86	6,59	7,49
Décembre	-	6,90	6,63	7,39
<u>1969</u>				
Janvier	-	-	6,65	7,69
Février	6,78	6,97	6,71	6,61
Mars	-	-	6,76	7,66
Avril	-	7,25	6,84	7,91
Mai	-	-	7,06	8,08
Juin	7,28	7,57	7,19	8,44
Juillet	-	-	7,16	8,52
Août	-	-	7,22	8,53
Septembre	-	-	7,37	8,94
Octobre	8,39	-	7,86	9,34
Novembre	-	-	7,82	9,38
Décembre	-	-	7,73	9,21

(1) Banque nationale de Belgique, bulletin d'information et de documentation, statistiques, tableau XVI-2

(2) idem., tableau XIX-6, taux au début du mois

(3) Banque nationale de Belgique, chiffres non publiés, taux au début du mois

(*) Emprunts émis après le 1.12.1962

Tableau E 1 - Emissions publiques brutes d'obligations étrangères classiques (*) (millions de dollars)

	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969 (1)
ALLEMAGNE (3)	6,6	25,0	40,0	132,5	247,5	96,3 (2)	156,3 (2)	231,2	194
FRANCE	-	-	-	30,4	25,3	40,5	40,5	-	-
ITALIE	24,0	48,0	24,0	-	24,0	120,0	24,0	72,0	24,0
PAYS-BAS	148,4	63,4	-	15,2	29,0	-	13,8	30,4	-
BELGIQUE	-	-	-	-	10,0	10,0	21,0	30,0	-
LUXEMBOURG	-	6,0	-	-	0,6	-	-	-	-
<u>Total CEE</u>	179,0	142,4	64,0	178,1	336,4	266,8	255,6	363,6	218,0
ROYAUME-UNI	154,6	111,4	165,6	196,7	45,9	126,0	102,2	79,2	-
SUISSE	230,4	161,2	142,0	83,1	77,5	94,1	136,5	290,2	222,8
SUEDE	-	2,0	29,0	2,9	-	-	19,3	9,6	-
AUTRICHE	-	5,0	-	-	-	-	-	6,0	4,0
<u>Total Europe</u>	564,0	422,0	400,6	460,8	459,8	486,9	513,6	748,6	444,8
ETATS-UNIS	202,8	511,0	287,8	268,0	290,0	417,0	1.259,1	1.267,7	425
CANADA	-	-	-	-	23,1	18,4	18,4	13,8	-
KOWEIT	-	-	-	-	-	-	-	42,0	-
<u>Total général</u>	766,8	933,0	688,4	728,8	772,9	922,3	1.791,1	2.072,1	869,8

(*) Il s'agit, en principe, d'obligations émises par un non-résident ou par une organisation internationale, libellées dans la monnaie du pays où a lieu l'émission et placées par un syndicat d'émission constitué uniquement d'institutions de ce pays.

(1) Chiffres provisoires

(2) A l'exclusion des obligations convertibles émises par deux sociétés étrangères en échange d'actions de deux sociétés allemandes

(3) Les chiffres indiqués ne donnent pas une idée exacte du volume des émissions étrangères placées sur le marché allemand des valeurs à revenu fixe. En plus des émissions d'emprunts étrangers effectuées par l'intermédiaire de syndicats de placement entièrement allemands, qui sont indiquées dans le tableau, les institutions de crédit allemandes ont effectué d'importants "placements privés" d'emprunts étrangers et participé au placement d'une très large part des emprunts internationaux libellés en DM. Si l'on tient compte "n plus des "placements privés" et de la quote-part des emprunts internationaux (en DM et en autres monnaies) qui a été placée par l'intermédiaire de syndicats allemands, le montant des emprunts étrangers placés sur le marché allemand a atteint en 1968 un total de 1.289 Mio de dollars dont la majeure partie a été souscrite par des résidents allemands.

Source : Fédération bancaire de la Communauté économique européenne et chiffres communiqués par les délégations au groupe "Marchés des valeurs mobilières".

Tableau E 2 - Emissions publiques d'obligations sur le marché des euro-émissions (*) (montants bruts en millions de dollars)

Monnaie de l'emprunt	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969 (1)
Dollars	-	-	55,5	449,2	563,0	842,5	1.589,3	2.260,0	1.560,5
Unités de compte	5,0	5,0	43,0	10,0	-	74,1	19,0	57,0	60,0
Option de change	-	-	-	14,0	64,4	19,6	20,2	28,8	116,4
DM	-	-	-	91,2	67,5	50,0	15,0	700,0	1.083,5
FS	-	-	13,7	-	-	-	-	-	-
Florins	-	-	-	-	48,3	-	-	-	-
FF	-	-	-	-	-	-	12,2	20,2	-
Total	5,0	5,0	112,2	564,4	743,2	986,2	1.655,7	3.066,0	2.820,4

(*) Il s'agit, en principe, d'obligations placées par un syndicat d'émission composé d'institutions provenant d'au moins deux pays.

(1) Chiffres provisoires

Source : Fédération bancaire de la CEE

ANNEXE II

Liste des membres

Président : M. F. De Voghel, vice-gouverneur de la Banque nationale de Belgique

Allemagne :

Herr Dr. K. ANDREAS, à partir du 23 avril 1969
Leiter der Hauptabteilung Kredit, Deutsche Bundesbank

Herr Dr. W. HAAK, à partir du 5 février 1970
Regierungsdirektor, Bundesministerium der Finanzen

Herr H. RUPPERT, jusqu'au 23 avril 1969
Leiter der Hauptabteilung Kredit, Deutsche Bundesbank

Herr Dr. B. SCHRODER, jusqu'au 23 avril 1970
Ministerialrat, Bundesministerium für Wirtschaft

Herr Dr. M. STAHLBERG, jusqu'au 5 février 1970
Ministerialrat, Bundesministerium der Finanzen

Herr THEISUNGER, en alternance, puis membre
à partir du 23 avril 1970
Regierungsdirektor, Bundesministerium für Wirtschaft

Belgique :

M. M. D'HAENZE,
Directeur général de l'administration de la Trésorerie
et de la Dette publique

M. F. JUNIUS,
Banque nationale de Belgique

M. E. KESTENS,
Inspecteur général au ministère des finances

France :

Mme BEAUVAIS, en alternance
Banque de France

M. Y. BERGER,
Conseiller auprès du gouverneur de la Banque de France

M. Ph. COSSERAT, à partir du 1er juillet 1968
Directeur du Trésor, ministère de l'économie et des
finances

M. P. de LAROSIERE,
Sous-directeur des affaires internationales à la
direction du Trésor, ministère de l'économie et
des finances

M. J. du PRE de SAINT-MAUR, jusqu'au 1er juillet 1968
Sous-direction "Epargne et crédit", direction du Trésor,
ministère de l'économie et des finances

Italie :

Dott. P. BATTAGLIA, à partir du 19 novembre 1968
Condirettore centrale, Banca d'Italia

Dott. G. MONTERASTELLI,
Direttore presso Ufficio Studi, Banca d'Italia

Dott. M. NAPOLITANO,
Ispettore generale presso Direzione generale del Tesoro,
Ministero del Tesoro

Dott. L.G. ROMANO, jusqu'au 19 novembre 1968
Direttore presso Vigilanza, Banca d'Italia

Luxembourg :

M. P. BASTIAN, jusqu'au 5 juin 1969
Commissaire du gouvernement

M. G. CRAUSER,
Attaché de direction à la Caisse d'épargne de l'Etat

M. E. ISRAEL,
Attaché de direction à la Banque internationale à
Luxembourg

Pays-Bas :

Mr. J.H.O. Graaf van den BOSCH,
Directeur der Nederlandsche Bank, NV

Jhr. Mr. D.J. de GEER, jusqu'au 30 mai 1969
Directie van het Binnenlands Geldwezen,
Ministerie van Financiën

Mr. W. KEYZER, à partir du 30 mai 1969
Nederlandsche Bank, NV

Mr. E.A. LIEFRINCK,
Directeur van het Binnenlands Geldwezen,
Ministerie van Financiën

Commission des Communautés européennes :

M. F. BOYER de la GIRODAY,
Directeur des affaires monétaires
Direction générale des affaires économiques et financières

M. M. SARRET,
Chef de la division des institutions financières et marchés
des capitaux, direction générale des affaires économiques
et financières

M. H. STOLLER, à partir du 24 juillet 1969
M. L. TANTER en alternance

Secrétariat :

M. R. de KERGORLAY, jusqu'au 1er juillet 1969
Secrétaire du comité monétaire

M. G. MORELLI, à partir du 24 juillet 1969
Secrétaire du comité monétaire, précédemment membre du
groupe dans la délégation de la Commission

M. L. GOUPY

M. G. LERMEN

BUREAUX DE VENTE

FRANCE

*Service de vente en France des publications
des Communautés européennes*
26, rue Desaix
75 Paris-15^e
CCP Paris 23-96

BELGIQUE – BELGIË

Moniteur belge – Belgisch Staatsblad
40-42, rue de Louvain – Leuvenseweg 40-42
B-1000 Bruxelles – B-1000 Brussel
CCP 50-80 – Postgiro 50-80

Sous-dépôt :
Librairie européenne – Europese Boekhandel
244, rue de la Loi – Wetsstraat 244
B-1040 Bruxelles – B-1040 Brussel

GRAND-DUCHE DE LUXEMBOURG

*Office des publications officielles
des Communautés européennes*
Case postale 1003
Luxembourg-Gare
CCP 191-90
Compte courant bancaire : BIL R 101/6830

ALLEMAGNE (RF)

Verlag Bundesanzeiger
5000 Köln 1 – Postfach 108006
(Fernschreiber: Anzeiger Bonn 08 882 595)
Postscheckkonto 83400 Köln

ITALIE

Libreria dello Stato
Piazza G. Verdi, 10
00198 Roma
CCP 1/2640

Agences :
00187 Roma – Via del Tritone, 61/A e 61/B
00187 Roma – Via XX Settembre (Palazzo
Ministero delle finanze)
20121 Milano – Galleria Vittorio Emanuele, 3
80121 Napoli – Via Chiaia, 5
50129 Firenze – Via Cavour, 46/R
16121 Genova – Via XII Ottobre, 172
40125 Bologna – Strada Maggiore, 23/A

PAYS-BAS

Staatsdrukkerij- en uitgeverijbedrijf
Christoffel Plantijnstraat
's-Gravenhage
Giro 425300

GRANDE-BRETAGNE ET COMMONWEALTH

H.M. Stationery Office
P.O. Box 569
London S.E. 1

ETATS-UNIS D'AMERIQUE

European Community Information Service
2100 M Street, N.W.
Suite 707
Washington, D.C., 20037

IRLANDE

Stationery Office
Beggar's Bush
Dublin 4

SUISSE

Librairie Payot
6, rue Grenus
1211 Genève
CCP 12-236 Genève

SUEDE

Librairie C.E. Fritze
2, Fredsgatan
Stockholm 16
Post Giro 193, Bank Giro 73/4015

ESPAGNE

Libreria Mundi-Prensa
Castello, 37
Madrid 1
Bancos de Bilbao, Hispano Americano
Central y Español de Crédito

AUTRES PAYS

*Office des publications officielles
des Communautés européennes*
Case postale 1003
Luxembourg-Gare
CCP 191-90
Compte courant bancaire : BIL R 101/6830

OFFICE DES PUBLICATIONS OFFICIELLES DES COMMUNAUTES EUROPEENNES - LUXEMBOURG

8320

FF 11,-	FB 100,-	DM 7,30	Lit. 1250	Fl. 7,25	£0.16.6	\$2.00
---------	----------	---------	-----------	----------	---------	--------

5146/2/IX/1970/5