

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 6**

**JUIN 1994**

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

### *La situation dans les principaux pays étrangers*

La reprise de l'activité se confirme en Italie et en Espagne. Elle se manifeste plus franchement en Allemagne. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni, la croissance reste soutenue. En revanche, la conjoncture japonaise ne donne pas encore de signes clairs d'amélioration. La hausse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis contraste toujours avec la poursuite de la baisse en Europe. La tension sur les taux d'intérêt à long terme s'est poursuivie dans tous les pays, à l'exception du Japon. La hausse des prix reste modérée dans l'ensemble de l'OCDE.

### *L'évolution des principales devises en mai*

Le dollar s'est fortement déprécié en début de mois, sous l'effet de la dégradation brutale du marché obligataire américain, avant que les interventions de la Réserve fédérale et des autres banques centrales ne permettent une fragile stabilisation. Il a toutefois conservé une avance contre le yen, qui a pâti de l'absence de signes de reprise tangibles de l'économie japonaise. La livre sterling et la lire se sont inscrites en recul, avant de se redresser en fin de période. Au sein du mécanisme de change européen, le deutschemark est demeuré relativement ferme, soutenu par la publication de statistiques confirmant une amélioration de la conjoncture en Allemagne et l'anticipation d'une pause dans la détente des conditions monétaires de la Banque fédérale d'Allemagne, après la baisse de 50 points de base des taux officiels intervenue le 11 mai ; la peseta et l'escudo se sont affaiblis ; la drachme a été soumise à de fortes pressions ; le franc français s'est apprécié, conforté par la publication de statistiques positives quant à l'état de l'économie française.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en mai*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a poursuivi sa progression dans tous les secteurs et le taux d'utilisation des capacités de production s'est encore amélioré. La demande globale s'est raffermie. Sur le marché intérieur, l'augmentation de la demande interindustrielle a bénéficié à l'ensemble des secteurs. À l'exportation, le flux des commandes s'intensifie, notamment dans les biens intermédiaires et l'automobile. Les carnets de commandes sont cependant jugés encore un peu courts, même s'ils s'améliorent régulièrement depuis le début de l'année. Les stocks, considérés comme bien adaptés au marché, apparaissent insuffisants dans les biens intermédiaires et, surtout, la construction automobile. Les prix de vente des produits finis sont stables en moyenne. Les responsables d'entreprise consultés estiment que l'activité devrait continuer de se développer dans la plupart des secteurs au cours des prochains mois. Ils manifestent toujours leur intention d'engager des programmes d'investissement, mais les réalisations sont encore limitées et portent, le plus souvent, sur des projets destinés à améliorer la productivité. Après deux mois d'évolution favorable, l'activité commerciale s'est légèrement repliée en mai. Les effectifs, en léger recul dans le bâtiment, se sont stabilisés dans les autres secteurs.

### *La balance des paiements en mars*

L'excédent du commerce extérieur (FAB-FAB) a rebondi à près de 9 milliards de francs, en données cvs, après 4,8 milliards de francs en février et 2,0 milliards en janvier ; en données brutes, il s'établit à 9,8 milliards de francs, contre 3,6 milliards en février.

Le solde des transactions courantes, en données brutes, subit un ample retournement, passant d'un déficit de 10,3 milliards de francs en février à un excédent de 8,0 milliards en mars ; sur l'ensemble du trimestre, l'évolution est également favorable (+ 10,3 milliards de francs, au lieu de - 2,4 milliards au

premier trimestre 1993), en raison essentiellement de recettes exceptionnelles perçues en janvier au titre des transferts unilatéraux du secteur officiel. En données cvs, le mouvement est de moindre ampleur, avec un excédent de 3,3 milliards de francs en mars au lieu d'un déficit de 4,3 milliards en février.

Confirmant la tendance observée depuis décembre, les mouvements de capitaux à long terme sont à nouveau à l'origine de sorties nettes à hauteur de 30,5 milliards de francs, en retrait, toutefois, par rapport aux dégagements constatés en février (41,4 milliards de francs). Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 25,6 milliards de francs, inférieures à celles du mois précédent (37,3 milliards).

## Les marchés de capitaux en mai

La tendance au redressement de la courbe des taux, déjà observée durant les mois précédents, s'est amplifiée. La Banque de France a poursuivi sa politique de détente graduelle en abaissant à trois reprises de 0,10 point son taux des appels d'offres, ainsi ramené de 5,70 % à 5,40 %, et en réduisant de 0,25 point le taux des pensions de 5 à 10 jours, de 6,75 % à 6,40 %. Parallèlement, le loyer de l'argent au jour le jour a fléchi de 5 15/16 % à 5 1/2 % de fin avril à fin mai.

Pendant la majeure partie du mois, les taux à court terme ont été orientés à la baisse. Ils se sont toutefois redressés lorsque les anticipations des marchés quant à la poursuite du mouvement de baisse des taux en Europe ont paru moins assurées, en raison de la confirmation de la reprise économique. Au total, d'une fin de mois à l'autre, seules les échéances les plus courtes (jusqu'à trois mois) ont baissé de manière significative. Le marché obligataire a continué d'enregistrer une hausse des rendements dans le sillage des autres marchés obligataires européens : l'indice des emprunts du gisement est monté de 6,77 % à 7,27 % de fin avril à fin mai, s'inscrivant à son plus haut niveau depuis le début de l'année.

Les différents encours de titres de créances négociables ont connu des évolutions dissemblables, aboutissant à une légère hausse de l'encours global. Sur le marché primaire obligataire, les flux d'émissions brutes relatifs aux emprunts réglés au cours du mois ont à nouveau diminué en mai, en raison de l'attentisme persistant des intervenants, lié à la volatilité des marchés de taux aux États-Unis et en Europe.

Après avoir été relativement stable au cours de la première partie du mois, la tendance à la Bourse de Paris s'est fortement dégradée durant la seconde quinzaine. Au total, l'indice CAC 40 a perdu 6,7 %, atteignant fin mai son plus bas niveau depuis le début de l'année.

## Les agrégats monétaires

En avril, les moyens de paiement (M1) ont de nouveau augmenté, de 0,5 %. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1) se sont également accrus, de 0,9 %. Les agrégats de monnaie étroits (M1 et M2) présentent ainsi une évolution positive depuis août 1993. Au cours des huit derniers mois, la progression de M1 a été de 5,5 % (8,3 % en taux annualisé) et celle de M2 de 5 % (7,6 % en taux annualisé). Ce redressement s'explique en partie, notamment en ce qui concerne M2 – M1, par la diminution du coût d'opportunité de la détention d'encaisses non rémunérées ou de placements à vue rémunérés à des taux plafonnés ; cependant, le développement de M1, agrégat le plus représentatif des encaisses de transaction, paraît surtout lié à l'amélioration de la conjoncture et des perspectives de l'activité économique. Les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) ont augmenté, de 0,4 %, pour la première fois depuis huit mois.

Au total, l'agrégat M3 a progressé de 0,5 % en avril. Son évolution sur un an continue de refléter l'impact des transferts de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, qui se sont produits notamment dans la seconde partie de l'année 1993 et au début de 1994. De ce fait, et en dépit de la reprise intervenue en avril, la variation annuelle de M3, entre moyennes trimestrielles centrées, se traduit toujours par un recul, de 3,9 % nominalement et de 1 % si l'on

tient compte des facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux changements de réglementation fiscale qui ont influé sur la répartition des placements en 1993.

La progression de l'agrégat de placement P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) est restée vive et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à 18,6 % sur un an.

La progression de l'endettement intérieur total est demeurée ferme au début de l'année 1994 (5,1 % en glissement sur douze mois à fin février). Comme en 1993, cette évolution recouvre une croissance très soutenue des financements de marché (16,9 % en un an) et, notamment, des ressources obligataires (22,4 %).

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit enregistrent, sur un an, un recul moins prononcé qu'à la fin du mois précédent (- 1,6 %, après - 2,1 % à fin janvier). La croissance des crédits aux ménages s'est renforcée (2,9 %, après 2,4 %) et la contraction des crédits aux sociétés s'est atténuée (- 4,3 %, au lieu de - 4,7 %).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

---

### 2.1. France

#### Le gouvernement et la politique générale

##### *L'emploi*

- 5 mai** La commission sur le développement des emplois de service, animée par le président du Conseil économique et social, remet son rapport au Premier ministre.
- 10 mai** Accord entre le ministère du Travail et l'Unedic sur le financement du temps réduit indemnisé de longue durée, dispositif institué par la loi quinquennale sur l'emploi.
- 26 mai** Publication du décret précisant la composition du Conseil supérieur de l'emploi, des revenus et des coûts qui se substitue au CERC (Centre d'études des revenus et des coûts).

##### *Les mesures en faveur des transporteurs routiers*

- 5 mai** Le gouvernement ouvre une enveloppe de FRF 325 millions pour la formation des conducteurs et la modernisation des entreprises de ce secteur.

##### *Les privatisations*

- 5 mai** En 1993, les recettes des privatisations ont été affectées pour FRF 18,8 milliards aux entreprises publiques, pour FRF 18 milliards au budget général et pour FRF 9 milliards aux mesures en faveur de l'emploi.

Succès mitigé de la privatisation de l'UAP qui n'a séduit que 1,9 million de particuliers et a été boudée par les investisseurs américains.

##### *La protection sociale*

- 10 mai** L'Assemblée nationale adopte un projet de loi sur la protection sociale complémentaire des salariés qui transpose dans le code de la Sécurité sociale deux directives européennes sur les assurances.
- 11 mai** Le Conseil des ministres adopte un projet de loi relatif à la Sécurité sociale qui renforce l'autonomie des quatre branches du régime général et clarifie les relations financières avec l'État.

##### *L'aménagement du territoire*

- 11 mai** Le Premier ministre et le ministre de l'Intérieur présentent le projet de loi d'orientation pour le développement du territoire.

**Les mesures financières**

- 25 mai** Adoption en Conseil des ministres du projet de loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. Ce texte prévoit notamment la transposition de la directive communautaire sur la garantie des dépôts bancaires, la banalisation du Crédit national et du Comptoir des entrepreneurs et un renforcement du contrôle des compagnies d'assurance.

**La participation des salariés**

- 26 mai** Le Sénat adopte le projet de loi après y avoir inclus la création d'un Conseil supérieur de la participation.

**La Banque de France et la politique monétaire**

- 5 mai** La Banque de France réduit son taux d'appel d'offres de 5,70 % à 5,60 %.
- 11 mai** La Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 5,60 % à 5,50 %.
- 19 mai** La Banque de France abaisse son taux d'appel d'offres de 5,50 % à 5,40 % et son taux de prises en pension de 5 à 10 jours de 6,75 % à 6,40 %.
- Les banques réduisent leur taux de base de 7,95 % à 7,70 %.

**Les principaux indicateurs conjoncturels****Les perspectives**

- 6 mai** L'enquête trimestrielle de l'INSEE confirme un redressement des carnets de commandes au cours du premier trimestre 1994 et une amélioration du taux d'utilisation des capacités de production, qui atteint 81,7 % en avril, contre 81,0 % en janvier et 80,2 % en octobre.
- 10 mai** Selon une enquête de l'INSEE, les investissements industriels devraient croître cette année de 3 % en valeur, soit de 1 % à 2 % en volume.
- 19 mai** L'INSEE révisé à la hausse ses prévisions et table sur une croissance du PIB de 0,9 % au premier semestre.

**Les défaillances et les créations d'entreprises**

- 6 mai** Selon la SFAC (Société française de l'assurance-crédit), les défaillances d'entreprises ont reculé de 20 % sur un an en avril.
- 16 mai** Selon l'INSEE, le nombre de créations d'entreprises a atteint 24 310 en avril (données cvs), contre 22 930 en mars et 23 440 en février.

**La production industrielle**

- 11 mai** En février, la production industrielle (cvs) s'est redressée de 0,6 % mais reste inférieure de 1,3 % au niveau atteint un an plus tôt.

**Le bâtiment et les travaux publics**

- 25 mai** Au cours des quatre premiers mois de l'année, les mises en chantier ont progressé de 20,1 % par rapport à la période correspondante de 1993.
- 30 mai** Selon la Fédération nationale des travaux publics, l'activité de ce secteur a chuté de 8,9 % sur un an au premier trimestre et 6 000 emplois ont été perdus.

**Les immatriculations d'automobiles**

- 3 mai** Dopées par la « prime à la casse », les immatriculations de voitures neuves se sont accrues de 17,2 % en avril, après 8,0 % en février et 14,0 % en mars. Depuis le début de l'année, elles ont progressé de 13,8 % par rapport à la période correspondante de 1993, marquée, il est vrai, par l'important recul qui avait suivi l'augmentation suscitée fin 1992 par l'arrivée à échéance de certaines incitations fiscales.

**La consommation des ménages**

- 25 mai** En avril, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue de 1,2 %, après avoir progressé de 0,7 % en mars.

**L'emploi**

- 11 mai** En chute libre depuis 1990, l'emploi s'est légèrement redressé au premier trimestre avec 20 700 créations nettes dans le secteur marchand non agricole.
- 31 mai** En avril, le nombre des demandeurs d'emploi a atteint 3 325 800, en augmentation de 0,1 % sur un mois et de 7,3 % sur un an. Le taux de chômage ressort à 12,3 %, contre 12,2 % en mars.

**Les salaires**

- 13 mai** Au premier trimestre, le salaire horaire ouvrier a augmenté de 0,7 % par rapport aux trois mois précédents et de 2,5 % sur un an.

**Le revenu agricole**

- 24 mai** En 1993, le revenu agricole moyen par exploitation a baissé de 0,5 %, après un recul de 6,2 % en 1992.

**Les prix**

- 20 mai** Selon l'indice définitif de l'INSEE, en avril, les prix à la consommation ont augmenté de 0,3 % sur un mois et de 1,7 % sur un an.

**Les comptes extérieurs**

- 20 mai** En mars, la balance commerciale a dégagé un excédent de FRF 8,9 milliards (cvs). Au terme du premier trimestre, elle affiche un solde positif cumulé de FRF 15,7 milliards, contre 14,8 milliards pour les trois mois correspondants de 1993.



## 2.2. Étranger

- 2 mai** Hausse de 0,8 % des dépenses de construction en mars aux États-Unis (après + 1,6 % en février).  
Progression de l'indice national des directeurs d'achat de 55,5 à 57,7.
- 4 mai** Interventions concertées des principales banques centrales pour soutenir le dollar.
- 5 mai** Le taux de chômage en Allemagne passe, en avril, en chiffres bruts, de 8,5 % à 8,4 % et, en cvs, de 8,2 % à 8,3 % à l'Ouest et de 16,8 % à 16,2 % à l'Est ; augmentation du taux d'utilisation des capacités industrielles en Allemagne occidentale (80,3 % en mars, contre 79 % à la fin du quatrième trimestre 1993).  
Défaite des conservateurs aux élections locales au Royaume-Uni.
- 6 mai** Publication de chiffres de création d'emplois meilleurs que prévu aux États-Unis (267 000 emplois créés en avril, contre 170 000 attendus : taux de chômage 6,4 %, contre 6,5 % attendu).
- 9 mai** Annonce par le ministère des Finances japonais d'une contraction de l'excédent de la balance des paiements courants en mars 1994 à USD 15,76 milliards, contre USD 18,79 milliards en mars 1993 et d'un excédent courant record de USD 130 milliards pour l'exercice 1993-1994, clos le 31 mars, contre USD 125 milliards un an plus tôt.
- 10 mai** Baisse du rythme de l'inflation en Allemagne pour le mois d'avril à + 0,2 % (en rythme annuel : 3,1 % à l'Ouest et 3,3 % à l'Est).  
Baisse du taux des « repos » allemand (5,35 %, contre 5,41 %).  
La Banque nationale de Belgique baisse de 5 points de base son taux central (à 5,45 %) et son taux de fin de journée (à 6,95 %).
- 11 mai** Baisse de 50 points de base des taux officiels de la Banque fédérale d'Allemagne (le taux d'escompte est abaissé à 4,5 % et le taux Lombard à 6 %).  
Les Banques centrales d'Autriche, de Belgique, du Danemark, d'Italie et des Pays-Bas annoncent une baisse de leurs taux officiels.  
Investiture de M. Berlusconi comme Premier ministre et annonce de la composition de son gouvernement.
- 12 mai** Parution des chiffres du commerce extérieur (déficit commercial de février GBP 731 millions), en baisse pour le deuxième mois consécutif.  
Mort du leader de l'opposition, M. John Smith.
- 13 mai** Aux États-Unis : baisse de 0,1 % en avril de l'indice des prix à la production et de 0,8 % des ventes au détail, le chiffre de mars étant révisé à + 1,7 %, contre + 0,4 %.  
Les Banques centrales d'Espagne, de Finlande et du Portugal baissent leurs taux directeurs.  
Hausse des prix de gros dans la partie occidentale de l'Allemagne de 0,2 % en avril.
- 16 mai** Progression de 0,3 % de la production industrielle aux États-Unis en avril ; le taux d'utilisation des capacités est inchangé à 83,6 %.

Étranger

Hausse de 0,3 % en avril (2,2 % annuel) des prix à la production au Royaume-Uni.

La Banque centrale de Grèce porte son taux Lombard de 25,5 % à 33 % et lève par anticipation les restrictions aux mouvements de capitaux.

**17 mai** Baisse de 2,5 % en avril (+ 12,3 % en mars) du chiffre des mises en chantier d'habitations aux États-Unis.

Le Système de Réserve fédérale augmente de 50 points de base le taux des Fonds fédéraux à 4,25 % et celui de l'escompte à 3,50 %.

La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours à taux variable. Les fonds sont alloués à un taux minimum de 5,23 %, en retrait de 12 points de base par rapport à la semaine précédente. La majorité des prêts sont toutefois accordés à 5,24 %-5,25 %.

**18 mai** Croissance de 4 % (contre 3,75 % prévu) des revenus moyens au Royaume-Uni au mois de mars.

Prix à la consommation : + 1,2 % au mois d'avril (2,6 % sur un an) au Royaume-Uni. Le taux de chômage revient à 9,5 % (contre 9,7 %).

La Banque nationale de Belgique réduit le taux central de 5,35 % à 5,25 %, le taux des découverts de fin de journée qu'elle accorde aux banques de 6,85 % à 6,75 % et le taux de ses avances hors plafond de 10 % à 9 %.

**19 mai** Déficit commercial américain : USD 12,4 milliards en mars.

M. Tietmeyer indique que la baisse des taux directeurs décidée le 11 mai a éclairci l'horizon pour les mois à venir.

Baisse des taux directeurs des Banques centrales de l'Autriche, du Danemark et du Portugal.

Le nouveau statut de la Banque d'Espagne est adopté par le Congrès à la quasi-unanimité, permettant une mise en conformité avec les exigences du traité de Maastricht en matière de politique monétaire. En ce qui concerne les rapports entre le gouvernement et la Banque centrale : le gouverneur sera nommé en Conseil des ministres pour un mandat non renouvelable de six ans. Le sous-gouverneur sera nommé en Conseil des ministres sur proposition du gouverneur pour un mandat de même durée. Huit conseillers de la Banque, dont six seront nommés par le ministre de l'Économie (après consultation du gouverneur), auxquels s'ajouteront le directeur général du Trésor et le président de la Commission nationale du marché de valeurs formeront, avec le gouverneur et le sous-gouverneur, le Conseil de gouvernement de la Banque. Le mandat des conseillers sera de quatre ans renouvelable une fois.

**24 mai** Reprise officielle des négociations commerciales entre le Japon et les États-Unis.

La croissance de la masse monétaire allemande s'établit en avril à 15,8 %, contre 15,4 % en mars. La Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 63,7 milliards lors de sa prise en pension à 15 jours au taux minimum de 5,20 %, contre 5,23 % la semaine précédente.

**25 mai** Baisse de trois points de base du taux des « repos » de la Banque fédérale d'Allemagne qui revient de 5,23 % à 5,20 %.

**26 mai** Hausse du coût de la vie en Allemagne occidentale : 2,9 % en mai sur les douze derniers mois, contre 3,1 % en avril.

Étranger

- 27 mai** Révision en hausse, à 3 %, du taux de croissance du produit intérieur brut américain au cours du premier trimestre (contre 2,7 % précédemment annoncé).
- 1er juin** La Banque fédérale d'Allemagne réduit le taux de ses pensions hebdomadaires de 5,20 % la semaine précédente à 5,15 %.
- La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 5,25 % à 5,20 %, et le taux des prêts de fin de journée de 6,75 % à 6,70 %.
- 6 juin** La Banque des Pays-Bas réduit le taux de ses avances spéciales de 5,10 % à 5 %.
- 8 juin** La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours à taux variable. Le taux le plus bas accepté revient de 5,15 % la semaine précédente à 5,10 %. La plupart des fonds sont alloués à 5,11 %-5,12 %, contre 5,15 %-5,16 % la semaine précédente.
- La Banque nationale de Belgique réduit son taux central de 5,2 % à 5,1 % et le taux des prêts de fin de journée de 6,70 % à 6,60 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

La reprise de l'activité se confirme en Italie et en Espagne. Elle se manifeste plus franchement en Allemagne. Aux États-Unis comme au Royaume-Uni la croissance reste soutenue. En revanche, la conjoncture japonaise ne donne toujours pas de signes clairs d'amélioration. La hausse des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis contraste toujours avec la poursuite de la baisse en Europe. La tension sur les taux d'intérêt à long terme s'est poursuivie dans tous les pays, à l'exception du Japon. La hausse des prix reste modérée dans l'ensemble de l'OCDE.

La **hausse des prix** est restée faible dans tous les pays de l'OCDE. Elle se ralentit régulièrement en Allemagne occidentale pour atteindre 3 % en glissement annuel en mai (contre 3,1 % en avril). Elle se stabilise en Italie, à 4,1 % sur un an en avril comme en mai, et aux Pays-Bas, à 2,8 %. Aux États-Unis, malgré le contexte de vive croissance, la hausse des prix continue à décélérer (2,4 % en avril, contre 2,5 % en mars). La reprise observée au Royaume-Uni en avril (+ 2,6 % sur un an, après + 2,3 %) est essentiellement imputable au relèvement de la fiscalité indirecte.

Les **taux d'intérêt** à court terme ont augmenté aux États-Unis et au Canada, après le relèvement, le 17 mai, du taux d'escompte américain à 3,5 %, contre 3 % antérieurement. En revanche, la Banque fédérale d'Allemagne a réduit progressivement chaque semaine le taux de ses prises en pension qui s'est établi à 5,10 % le 8 juin. Cette évolution a été suivie par la Belgique et les Pays-Bas. Les taux d'intérêt à long terme sont soumis à une pression à la hausse, sauf au Japon où a été observée une légère baisse entre les mois d'avril et de mai.

Aux **États-Unis**, la reprise de l'activité s'est poursuivie à un rythme soutenu. Selon des données révisées, le PIB a crû de 3 % en rythme

annuel au premier trimestre 1994, au lieu de 2,6 % selon les résultats préliminaires. En avril, les dépenses de construction se sont accrues (+ 0,6 %). Dans l'industrie, en revanche, les commandes enregistraient une légère pause (- 0,1 %). L'emploi s'est à nouveau amélioré (191 000 créations nettes d'emplois en mai) faisant reculer le chômage à 6 %.

Au **Japon**, la fin de la récession n'apparaît toujours pas clairement. Si les mises en chantier de logements continuent de croître (+ 11,6 % en glissement annuel en avril), les autres indicateurs demeurent hésitants : la production industrielle a diminué de 1,1 % sur un mois en avril alors qu'elle avait augmenté de 4,6 % en mars. Les dépenses de consommation ont reculé de 4,3 % en glissement annuel en mars, contre - 0,5 % le mois précédent. L'excédent commercial, en revanche, s'est encore amélioré, enregistrant une hausse de 11 % en avril par rapport à mars (+ 12 % sur un an).

En **Allemagne**, dans la partie *occidentale*, le PIB aurait augmenté de 0,5 % au premier trimestre 1994, après un déclin de 0,5 % au dernier trimestre 1993. En glissement annuel, la variation s'est établie à 1,3 %, après un recul de 2,1 %. Cette évolution favorable a été soutenue par certains facteurs spéciaux (meilleures conditions

climatiques, un jour ouvrable supplémentaire). Seule la consommation publique s'est repliée (-1,5 %, après +0,5 %) sous l'effet des efforts de maîtrise budgétaire. Toutes les autres composantes progressent, mais à un rythme modéré. La croissance de la FBCF-construction s'est accélérée, et celle des exportations est restée soutenue. La FBCF-équipement, dont le déclin avait été ininterrompu depuis le deuxième trimestre 1992, enregistre une faible hausse.

La production industrielle a progressé de 4,1 % en glissement annuel en avril, contre 0,7 % en mars. Les commandes à l'industrie ouest allemande auraient augmenté de 0,6 % entre mars et avril, enregistrant leur quatrième hausse consécutive. En glissement annuel, leur variation s'est établie à 9,7 %. On note cependant un ralentissement des commandes en provenance de l'étranger (-1,3 %, contre 6,3 % le mois précédent et 15,6 % en glissement annuel, après 19,9 % fin mars). Les ordres intérieurs se sont accrus de 1,8 %, après 2,5 % en mars, le glissement annuel est passé de 5,1 % à 6,6 %. Le ministre de l'Économie a toutefois précisé que ces chiffres étaient susceptibles d'être révisés en baisse le mois prochain.

En Allemagne *orientale*, la production industrielle s'est accrue de 21,5 % en février en glissement annuel, après 21,9 % en janvier.

Le taux de chômage cvs dans les anciens Länder s'est stabilisé à 8,3 % de mars à mai. Pour l'ensemble de l'Allemagne, il est revenu, en données brutes, de 9,9 % en avril à 9,5 % en mai.

L'excédent commercial s'est renforcé au premier trimestre 1994 par rapport au premier trimestre 1993 : DEM 13,1 milliards, contre 9,49 milliards.

Au **Royaume-Uni**, l'activité reste favorablement orientée. La production industrielle a progressé de 1,6 % en avril, soit 5,6 % en glissement annuel. Les ventes au détail ont crû de 4,4 %, après 3,8 % en mars. En particulier, les ventes automobiles ont sensiblement progressé, leur hausse atteignant 10 % en mai sur un an. Le taux de chômage a continué à diminuer, passant de 9,7 % de la population active en mars à 9,5 % en avril.

En revanche, le déficit commercial s'est creusé à GBP 1 182 millions en mars, contre 874 millions en février et 1 025 millions en mars 1993.

La reprise en **Italie** est encore largement imputable à la vigueur des exportations. L'excédent commercial avec les pays de l'Union européenne a atteint ITL 1 026 milliards en février, contre 390 milliards en janvier et ITL 506 milliards en février 1993. Toutefois, une certaine reprise de la consommation privée deviendrait sensible (notamment dans le secteur automobile), malgré la faiblesse de la progression des salaires (+2,3 % en glissement annuel en avril pour les salaires horaires moyens).

En **Espagne**, les indicateurs disponibles font apparaître une certaine reprise. La production industrielle (indice brut) a progressé de 2,6 % en mars en glissement annuel, après 5,7 % en février. Les ventes d'automobiles ont augmenté de 17,4 % sur les cinq premiers mois en glissement annuel.

Le déficit commercial s'est réduit de 9 % sur les quatre premiers mois par rapport à la même période de l'année précédente.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Au cours du mois de mai, une incertitude persistante quant à l'évolution future des taux d'intérêt en Europe et aux États-Unis a pesé sur l'ensemble des marchés financiers, et n'a pas été sans conséquence sur les marchés de change.

L'orientation médiocre du marché obligataire américain, en particulier durant la première quinzaine du mois, a ainsi affecté la tenue du dollar, qui, s'il a fini par se stabiliser, demeure vulnérable.

Le **dollar** n'a en effet aucunement bénéficié de la publication de nouvelles données confirmant la vigueur de la reprise aux États-Unis.

Dans les premiers jours du mois de mai, à la suite d'une dégradation brutale du marché obligataire américain, le dollar s'est approché de son plus bas niveau historique vis-à-vis du yen (JPY 100,40 le 17 août 1993), et est revenu à son cours le plus bas depuis 6 mois vis-à-vis du deutschemark. Les interventions du Système de Réserve fédérale et de l'ensemble des banques centrales, auxquelles se sont ajoutées plusieurs déclarations officielles aux États-Unis, comme en Allemagne, selon lesquelles une dépréciation trop forte du dollar n'était pas souhaitable, ont permis d'enrayer la chute des cours de la devise américaine. Par la suite, un nouveau relèvement du taux des Fonds fédéraux (porté de 3,75 % à 4,25 %), accompagné par la hausse de 50 points de base du taux d'escompte (à 3,50 %) ont exercé momentanément une influence stabilisatrice, mais le dollar devait rapidement reprendre un mouvement de repli, qui a toutefois été limité par la crainte de nouvelles interventions aux environs de DEM 1,64 et par certains progrès réalisés dans les négociations commerciales entre le Japon et les États-Unis.

La fragilité persistante du dollar est attribuée à deux facteurs principaux :

- les interrogations sur l'orientation de la politique du Système de Réserve fédérale, à un moment où l'on craint la surchauffe, ont favorisé des dégagements sur le marché obligataire. Les statistiques publiées au cours du mois de mai ont en effet confirmé le caractère soutenu de la croissance économique américaine (création de 267 000 emplois non agricoles en avril, qui fait ressortir un taux de chômage en baisse de 6,5 % à 6,4 %<sup>1</sup> ; révision en hausse du taux de croissance

du PIB au cours du premier trimestre : + 3 %, contre + 2,7 % précédemment annoncé), et ont ravivé les craintes de surchauffe inflationniste ;

- la persistance de déficits croissants des comptes américains (déficit commercial de USD 12,4 milliards en mars) ;

- de meilleures perspectives économiques en Europe.

En recul marqué vis-à-vis de la quasi-totalité des devises, le dollar a toutefois conservé une avance contre **yen**, malgré la persistance de surplus commerciaux japonais toujours élevés. Cette tendance peut être directement liée à la reprise des négociations commerciales américano-japonaises et à la publication de statistiques montrant que l'économie japonaise ne manifestait guère de signe de reprise (baisse de 4,3 % des dépenses des ménages en mars en rythme annuel, hausse des prix à la consommation limitée à 0,8 % en avril en rythme annuel).

Les monnaies flottantes ont connu des mouvements souvent liés à des facteurs politiques. Ainsi, le recul de la **livre sterling** au cours du mois de mai trouve largement son origine dans les difficultés d'ordre politique rencontrées par le gouvernement anglais, notamment à la suite de la défaite du Parti conservateur aux élections locales. La hausse de l'activité au Royaume-Uni révélée par l'indice des directeurs d'achat (qui est passé à 59,2 en mai, contre 58), et par la croissance rapide de la masse monétaire (+ 7,1 % en rythme annuel) a toutefois favorisé un redressement de la livre sterling en fin de période, parallèlement à une nette remontée des taux longs.

<sup>1</sup> Ramené à 6 % en mai

De la même façon, la **lire italienne** s'est inscrite en repli tant qu'ont duré les consultations visant à la formation du nouveau gouvernement italien. Si elle a par la suite tiré profit du vote de confiance que lui a accordé le Sénat, elle reste cependant vulnérable, en raison des craintes suscitées par l'impact budgétaire négatif que pourraient avoir les réformes contenues dans le programme du nouveau gouvernement (libéralisation du marché du travail, réduction de l'impôt pour les sociétés et suppression de l'impôt pour les bas revenus).

***Au sein du mécanisme de change, le deutschemark est demeuré relativement ferme, mais aucune tension notable n'a été observée. Par ailleurs, les conditions monétaires de la Banque fédérale d'Allemagne se sont nettement détendues sur la période et le processus de baisse des taux courts en Europe s'est poursuivi. Cette situation de relative détente sur le change et sur les taux courts a contrasté avec une médiocre orientation d'ensemble des marchés obligataires européens, affectés à la fois par un phénomène de contagion en provenance des États-Unis, et par les craintes d'une résurgence des tensions inflationnistes, que pourrait provoquer la reprise en cours***

Après un excès de faiblesse initiale, le **deutschemark** s'est assez nettement repris. Plusieurs éléments se sont conjugués pour soutenir la monnaie allemande :

- la publication de statistiques confirmant une amélioration de la conjoncture en Allemagne (en particulier une augmentation à 80,3 % du taux d'utilisation des capacités de production et une progression de 2,9 % des commandes à l'industrie en avril) ;

- les déclarations du Président de la Banque fédérale d'Allemagne, qui, à la suite de la baisse de 50 points des taux officiels le 11 mai, a estimé que l'horizon était désormais clarifié pour un temps. Les observateurs en ont déduit que les autorités monétaires allemandes marqueraient une pause dans la détente des conditions monétaires. Ce sentiment a été renforcé par l'annonce d'une forte progression de la masse monétaire au cours

du mois d'avril (15,8 %<sup>1</sup>, contre 15,4 % en mars), puis par le ralentissement du rythme de baisse du taux des pensions hebdomadaires.

La **peseta** a enregistré au cours du mois un accès de faiblesse lié à divers scandales politico-financiers. Le remaniement ministériel du 5 mai, et le maintien au poste de Premier ministre de M. Gonzalès n'ont pas totalement fait disparaître les pressions sur la devise espagnole. Cette mauvaise tenue de la peseta a pesé sur le **escudo**, qui a aussi été affecté par la dégradation des perspectives économiques et du climat social au Portugal.

La **drachme** a également été soumise à de fortes pressions sur la période. La levée anticipée, le 16 mai, de toute restriction sur les mouvements de capitaux n'a pas calmé cette spéculation liée à des rumeurs de dévaluation prochaine de la devise grecque. La Banque de Grèce est intervenue activement pour stabiliser sa monnaie, et a réduit drastiquement la liquidité en élevant les taux d'intérêts au jour le jour (jusqu'à 500 %), mettant ainsi un coup d'arrêt à la dépréciation de sa devise.

Les autres monnaies européennes n'ont pas enregistré de fluctuations importantes. La tenue satisfaisante du **florin**, du **franc belge** et de la **couronne danoise** ont permis aux banques centrales concernées de détendre leurs conditions monétaires dans le sillage de l'Allemagne.

Le **franc français** a fait montre d'une orientation favorable, qui lui a permis de s'apprécier au cours du mois de mai en dépit de la fermeté d'ensemble du deutschemark.

Notre monnaie a été soutenue en particulier par la publication de statistiques très positives quant à l'état de l'économie française. Ainsi le taux de chômage a été stable au mois de mars pour le quatrième mois consécutif à 12,2 % et les effectifs salariés ont progressé de 0,1 % au premier trimestre. L'excédent commercial s'est élevé à

<sup>1</sup> Révisé à 15,4 % par la suite

## L'évolution des principales devises

FRF 8,5 milliards en mars ; la consommation des ménages s'est accrue de façon assez significative (+ 1,2 %) et les mises en chantier ont progressé de 6,2 % en avril. Les analyses de l'INSEE font ressortir de façon plus générale une amélioration des perspectives de croissance économique en France en 1994 (+ 1,8 %).

La Banque de France a réduit à quatre reprises ses taux officiels, le taux des appels d'offres passant de 5,80 % à 5,40 %, et le taux des pensions de 5 à 10 jours de 6,75 % à 6,40 %. Cette détente s'est répercutée sur l'ensemble de la courbe des taux courts.

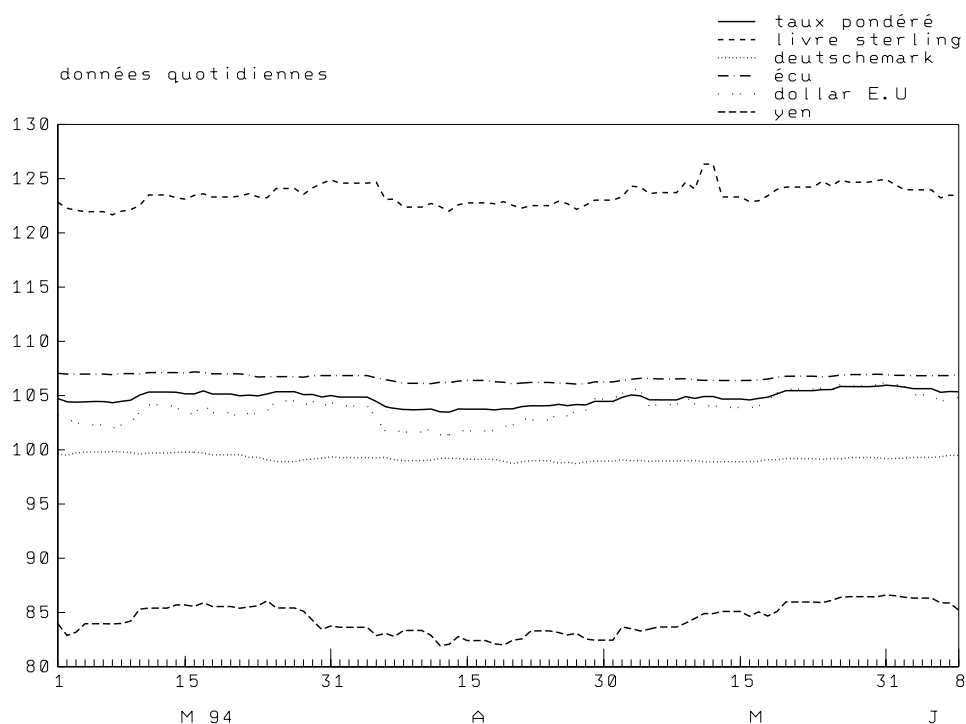
<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		29 avril 1994	30 mai 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,6935	5,611	- 1,45
Écu privé	1 XEU	6,6215	6,58	- 0,63
Allemagne	100 DEM	342,78	342,03	- 0,22
Belgique	100 BEF	16,6525	16,6105	- 0,25
Pays-Bas	100 NLG	305,38	305,00	- 0,12
Italie	1000 ITL	3,5735	3,5295	- 1,23
Danemark	100 DKK	87,33	87,20	- 0,15
Irlande	1 IEP	8,3765	8,32	- 0,67
Grande-Bretagne	1 GBP	8,6085	8,4755	- 1,54
Grèce	100 GRD	2,332	2,311	- 0,90
Suisse	100 CHF	403,14	401,51	- 0,40
Suède	100 SEK	74,09	72,08	- 2,71
Norvège	100 NOK	79,03	78,85	- 0,23
Japon	100 JPY	5,6399	5,3684	- 4,81
Espagne	100 ESP	4,2075	4,1455	- 1,47
Portugal	100 PTE	3,33	3,29	- 1,20

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	29 avril 1994	30 mai 1994	29 avril 1994	30 mai 1994
Dollar	3,875	4,3125	4,1875	4,5625
Livre sterling	5,0625	5,00	5,1875	5,125
Deutschemark	5,375	5,125	5,3125	5,0625
Franc suisse	3,875	4,25	3,875	4,125
Franc français	5,8125	5,50	5,75	5,50

Source et réalisation : Banque de France  
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31  
 Mise à jour le 30 mai 1994



### TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 18 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

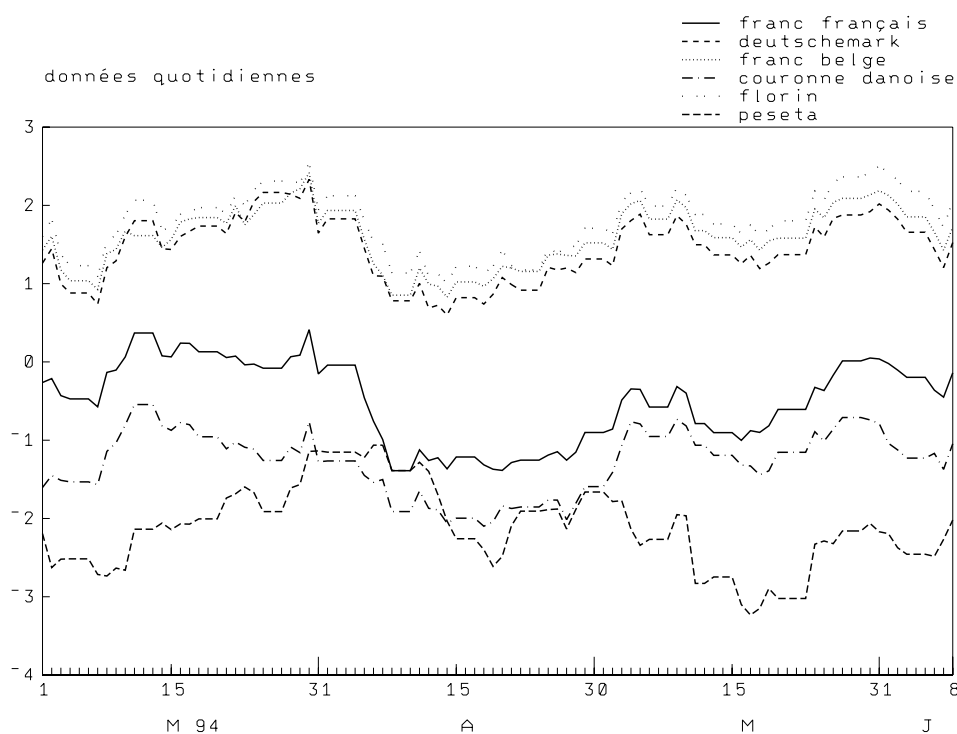
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : + 33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 30 mai 1994

Depuis la fin du mois d'avril, le franc français a peu varié par rapport au deutschemark et à l'écu, comme les mois précédents. Après un redressement observé au cours des premiers jours de mai, le dollar s'est lentement déprécié vis-à-vis du franc jusqu'à la fin du mois ; ce mouvement s'est ensuite inversé. L'évolution du cours du franc contre livre sterling, très irrégulière durant la première quinzaine de mai, est restée dans l'ensemble relativement proche de celle enregistrée à l'égard du dollar. Enfin, le mouvement haussier du franc contre yen, amorcé à la mi-avril, s'est prolongé jusqu'à la fin du mois de mai, avant de marquer un certain tassement.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

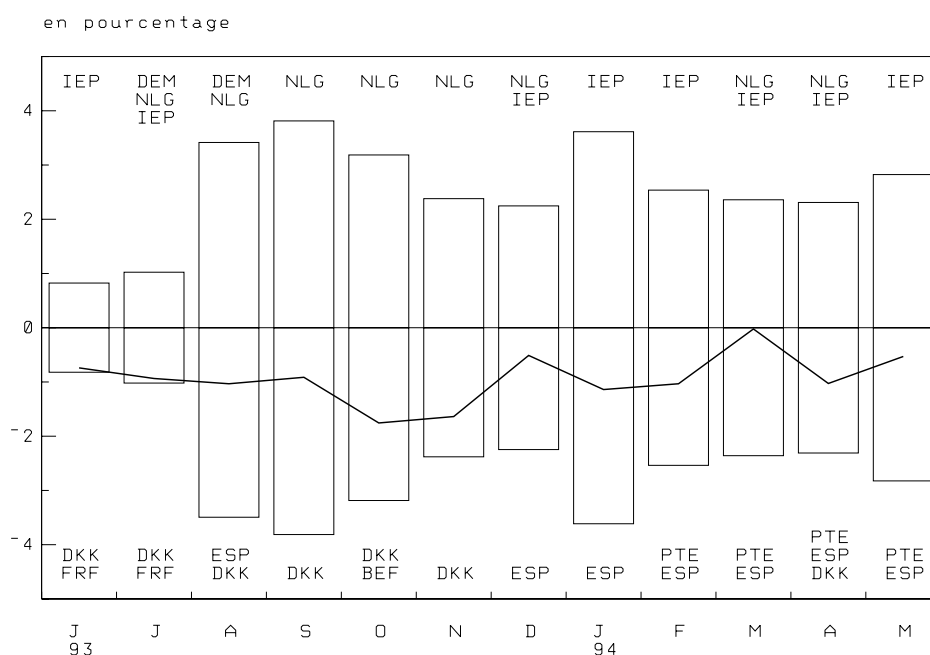
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : + 33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 31 mai 1994

Depuis fin avril, les positions relatives, au sein du système monétaire européen, du franc français, du deutschemark, du franc belge, du florin et, dans une moindre mesure, de la couronne danoise, ont varié dans les mêmes proportions. La position de la peseta s'est, quant à elle, dégradée jusqu'à la mi-mai. Elle connaît, depuis cette date, une phase d'amélioration.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



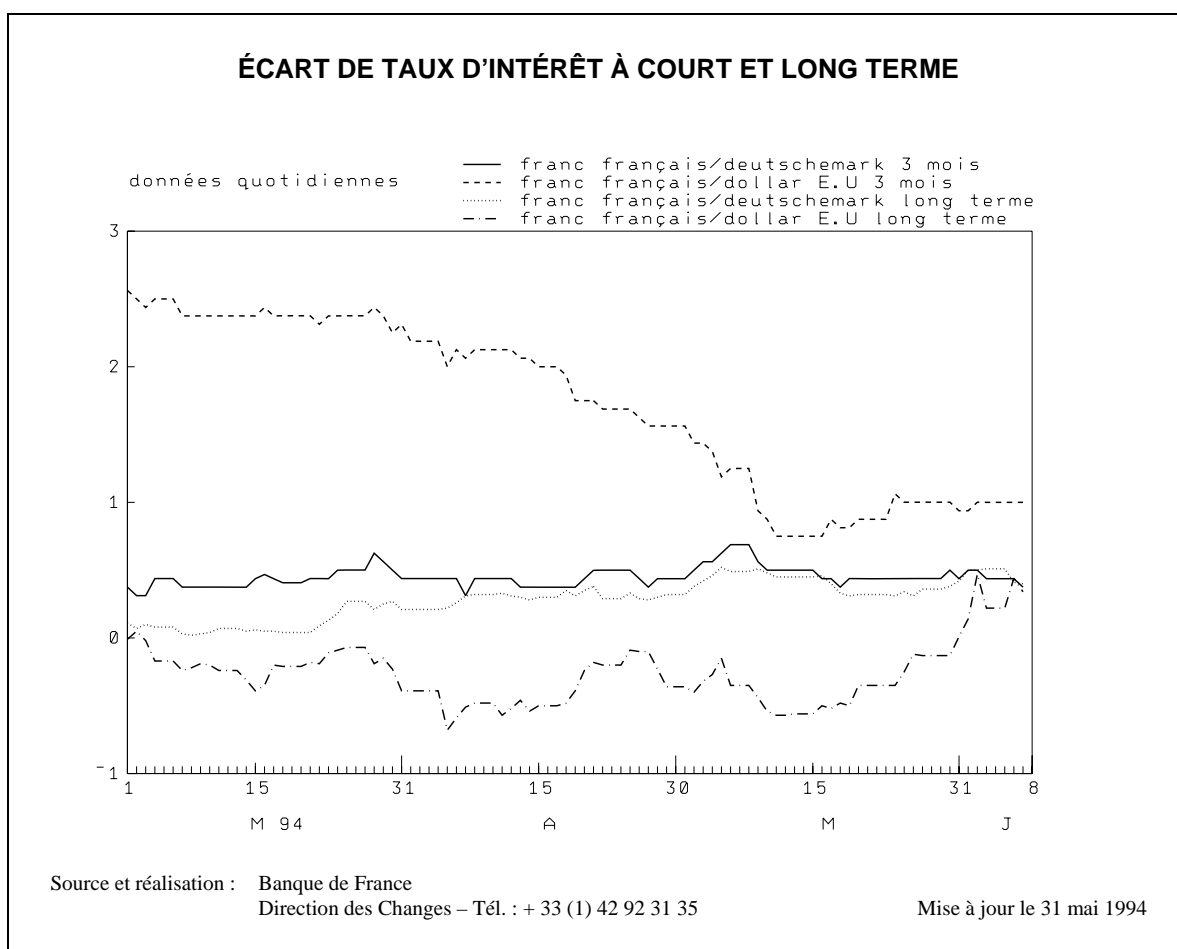
Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure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

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

Source et réalisation : Banque de France  
Direction des Changes – Tél. : + 33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 31 mai 1994

À l'intérieur de la bande communautaire, la livre irlandaise est restée pendant tout le mois de mai en opposition à la peseta et à l'escudo, qui ont enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Par ailleurs, l'écart entre les extrêmes s'est accentué d'un mois à l'autre.



Durant la période sous revue, les taux à court terme en France et en Allemagne ayant, dans l'ensemble, suivi les mêmes évolutions, l'écart de rémunération s'est maintenu au niveau des 0,5 % ; de leur côté, les taux longs ont continué d'augmenter dans les deux pays, mais la progression des taux français a cessé de s'accélérer et le différentiel de rémunération a eu tendance à osciller aux alentours de celui du court terme. S'agissant des taux français et américains, le mouvement de réduction de l'écart de rémunération à court terme s'est poursuivi jusqu'au début de la deuxième semaine de mai, puis il s'est interrompu, sous l'effet conjugué d'une stabilisation des taux en France et d'une légère baisse aux États-Unis, tandis que l'accroissement du différentiel de taux longs observé depuis la mi-mai traduit à la fois la hausse des taux français et la baisse des taux américains.

### 3.3. Le marché de l'or

Les cours de l'or ont enregistré une certaine volatilité durant la période sous-revue puisqu'ils ont évolué entre USD 376,45 et 389,50. Les cours ont essentiellement varié en liaison avec les anticipations d'un resserrement de la politique monétaire américaine — pour contrer une remontée de l'inflation — et avec l'évolution de l'indice du CRB (Commodity Research Bureau). La remontée du taux de l'escompte et du taux des

Fonds fédéraux de 50 points de base a été suivie — de façon quelque peu paradoxale — d'une remontée des cours de l'or, qui a encore été accentuée par la forte hausse de l'indice du CRB, qui accréditait les anticipations d'une reprise de l'inflation. En toute fin de période, malgré la baisse relative de cet indice, la faiblesse du dollar et la révision du produit intérieur brut américain ont conduit à une nouvelle progression des cours.

COURS DE L'OR			
	29 avril 1994	30 mai 1994	Variation (en pourcentage)
<b>À PARIS (en francs français)</b>			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	68 800	69 700	1,31
Lingot (le kg).....	69 500	69 960	0,66
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	405,00	404,00	- 0,25
Vreneli .....	400,00	402,00	0,50
Union latine .....	401,00	402,00	0,25
Souverain .....	500,00	509,00	1,80
20 dollars .....	125,00	125,25	0,20
Peso mexicain .....	2 645,00	2 610,00	- 1,32
<b>À LONDRES</b>			
Fixage (l'once en dollars)	376,45	386,25	2,60
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31		Mise à jour le 30 mai 1994	

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

---

## 4.1. La conjoncture économique

### Les indicateurs

Les derniers indicateurs continuent de confirmer la poursuite du redressement de l'activité et la modération des prix.

La hausse des prix de détail reste en deçà de 2 % sur un an. D'après l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont augmenté de 0,2 % à 0,3 % en mai (après + 0,3 % en avril), traduisant une hausse sur douze mois de 1,7 % à 1,8 % (contre 1,7 % en avril).

Au premier trimestre 1994, le taux de salaire horaire ouvrier a augmenté de 0,7 % (après + 0,3 % au quatrième trimestre 1993) ; la progression sur douze mois s'établit ainsi à 2,5 %, contre 2,3 % à l'issue du trimestre précédent.

L'activité et l'emploi, de leur côté, marquent une orientation plus favorable.

Au cours des trois premiers mois de l'année, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,2 % (chiffre révisé) et si le taux de chômage, au sens du BIT, s'est élevé à 12,3 % en avril, contre 12,2 % en mars, niveau auquel il s'était stabilisé depuis novembre 1993, l'accroissement du nombre de demandeurs d'emploi sur douze mois est tombé à 6,9 % fin avril, contre 10,5 % fin décembre.

La consommation des ménages en produits manufacturés a crû de 1,2 % en volume en avril, traduisant une hausse de 1,3 % sur un an.

En mars, l'indice de la production industrielle (hors bâtiment) a augmenté de 0,2 % et la production manufacturière de 0,9 % (après respectivement - 0,4 % et - 0,6 % en février — chiffres révisés).

Dans le bâtiment, le redressement, amorcé au quatrième trimestre 1993, s'est affirmé au cours des quatre premiers mois de 1994, période durant laquelle le nombre de logements commencés s'inscrit en hausse de 18,0 % sur un an.

L'enquête mensuelle de l'INSEE publiée fin mai fait ressortir la poursuite de l'amélioration, depuis quelques mois, des perspectives personnelles de production des chefs d'entreprise, ainsi que de leurs perspectives générales.

Les observations tirées de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque mettent également en lumière l'évolution plus favorable du climat dans l'industrie depuis novembre.

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

## LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 juin 1994

En mai, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a poursuivi sa progression dans tous les secteurs. La croissance de l'activité, toujours vive dans l'automobile et autres matériels de transport terrestre, a été forte dans les biens intermédiaires et les biens de consommation, et soutenue dans les biens d'équipement professionnels et les industries agricoles et alimentaires. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est encore amélioré.

## LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 juin 1994

La demande globale s'est raffermie. Sur le marché intérieur, l'augmentation de la demande interindustrielle, surtout sensible pour les biens intermédiaires et les équipements automobiles, a bénéficié à tous les secteurs. À l'exportation, le flux des commandes s'intensifie, notamment dans les biens intermédiaires et l'automobile. Les débouchés continuent de s'élargir en Asie du Sud-Est, en Amérique latine, aux États-Unis, au Royaume-Uni, alors que des signes de reprise se manifestent en Allemagne et, dans certains cas, en Italie ou en Espagne.

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

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 juin 1994

Cependant, les ordres sont souvent passés au dernier moment et sont assortis de délais d'exécution très brefs. Aussi les *carnets de commandes* sont-ils jugés encore un peu courts, même s'ils s'améliorent régulièrement depuis le début de l'année. Les *stocks* sont, dans l'ensemble, considérés comme bien adaptés au marché. Ils apparaissent insuffisants dans les biens intermédiaires et, surtout, la construction automobile.

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

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 juin 1994

Les *prix des produits finis* sont stables en moyenne. Des rabais ont de nouveau été appliqués dans l'automobile. La concurrence aiguë freine la répercussion du renchérissement des matières premières dans les tarifs de vente mais des hausses ont été signalées dans les biens intermédiaires (notamment la sidérurgie, les métaux non ferreux, le papier-carton).



Les responsables d'entreprise consultés estiment qu'*au cours des prochains mois l'activité devrait continuer de se développer dans la plupart des secteurs* ; une stabilisation est cependant attendue dans les biens de consommation.

Les chefs d'entreprise manifestent toujours leur intention d'engager des programmes d'*investissement* mais les réalisations sont encore limitées et portent, le plus souvent, sur des projets destinés à améliorer la productivité.

#### LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 13 juin 1994

Après deux mois d'évolution favorable, l'*activité commerciale* s'est légèrement repliée en mai.

Les *effectifs* se sont stabilisés dans les commerces et services marchands et, aussi, dans l'industrie. Ils ont légèrement reculé dans le bâtiment. Si la plupart des entreprises qui ont annoncé des plans sociaux les mettent en application, des recrutements d'intérimaires ou de personnel sous contrat à durée déterminée sont fréquents, de même qu'un recours aux heures supplémentaires et une diminution du chômage partiel.

4.2. La balance des paiements en mars 1994 <sup>1</sup>

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>								
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1993 (a)	Novembre 1993 (a)	Décembre 1993 (a)	Janvier 1994 (b)	Février 1994 (b)	Mars 1994 (b)	3 mois de 1993 (a)	3 mois de 1994 (b)
<i>Transactions courantes.....</i>	59 466	-179	16 143	12 477	-10 263	8 038	-2 391	10 252
<i>Transferts en capital.....</i>	-569	-1	-168	14	-10	-30	-35	-26
<i>Capitaux à long terme.....</i>	-19 362	14 403	-15 663	-36 907	-41 409	-30 508	67 015	-108 824
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire....</i>	199 844	15 750	53 248	-23 173	19 919	-2 585	9 892	-5 839
<i>Erreurs et omissions.....</i>	14 979	-17 742	22 160	-28 435	14 427	-3 139	2 501	-17 147
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiel.....</i>	-254 358	-12 231	-75 720	76 024	17 336	28 224	-76 982	121 584
<i>– Secteur bancaire.....</i>	-282 159	31 568	-82 380	117 571	21 632	51 567	-27 978	190 770
<i>– Secteur officiel.....</i>	27 801	-43 799	6 660	-41 547	-4 296	-23 343	-49 004	-69 186
(a) Chiffres définitifs (b) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85      Mise à jour le 8 juin 1994								

## 4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur

**Évolution globale** (en données douanières FAB-FAB)

En chiffres cvs, le solde du commerce extérieur rebondit en mars à un niveau élevé, proche de 9 milliards de francs, après des résultats moins favorables en début d'année (+ 4,8 milliards de francs en février et + 2,0 milliards en janvier). Le taux de couverture des importations par les exportations atteint 109,6 %, après 105,1 % le mois précédent, les exportations progressant de 3,4 % d'un mois à l'autre alors que les importations fléchissent quelque peu. Sur les trois premiers mois de l'année, l'excédent cumulé s'accroît par rapport à la même période de 1993 (15,7 milliards de francs, au lieu de 14,8 milliards).

En chiffres bruts, l'évolution des résultats d'un mois à l'autre apparaît un peu plus prononcée qu'en chiffres cvs. L'excédent s'élève à 9,8 milliards de francs en mars, après 3,6 milliards en février. Les soldes commerciaux des premiers trimestres 1994 et 1993 deviennent ainsi très voisins, respectivement + 14,7 milliards de francs et + 14,2 milliards. On remarquera en particulier la reprise tant des importations que des exportations, qui progressent d'environ 4 % d'une période à l'autre.

**Évolution par produits** (en données CAF-FAB cvs)

L'amélioration du solde par rapport au mois précédent s'observe pour chacun des principaux courants d'échange. Ainsi l'excédent *agro-alimentaire* renoue avec le niveau moyen des six derniers mois, le déficit *énergétique* se contractant nettement. C'est cependant le solde *industriel* qui contribue le plus à la consolidation de l'excédent.

– L'excédent des échanges *agro-alimentaires* s'établit ainsi à 4,4 milliards de francs (soit pratiquement la moyenne des six derniers mois), alors qu'il s'était stabilisé autour de 3 milliards depuis le début de l'année. Ce résultat s'explique pour l'essentiel par une reprise des exportations de produits bruts qui atteignent de nouveau un peu plus de 6 milliards de francs en mars, et, dans une moindre mesure, par une diminution des importations des produits de l'industrie agro-alimentaire.

<sup>1</sup> Cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »

– Le déficit *énergétique* revient à 4,3 milliards de francs, au lieu de 5 milliards en février, en raison d'une contraction des importations et d'une légère baisse d'un mois sur l'autre du prix du pétrole brut importé. Le recul des approvisionnements porte sur la plupart des produits énergétiques : combustibles minéraux, gaz naturel, pétrole brut ou produits pétroliers raffinés.

– Le solde *industriel* passe de +2,3 milliards de francs en février à +4,6 milliards en mars. Cette évolution reflète la progression de l'excédent de l'*industrie civile* (4,0 milliards de francs, au lieu de 1,6 milliard), celui des échanges de *matériel militaire* accusant un léger repli (+0,6 milliard de francs, au lieu de +0,7 milliard).

Les échanges de *biens d'équipement professionnels* sont à l'origine de l'amélioration du solde industriel : au lieu d'un léger déficit de 0,4 milliard de francs, ils dégagent en effet un excédent de 2,1 milliards. Ce résultat procède d'une vive croissance des exportations, supérieure à 13 % d'un mois à l'autre. Les ventes d'Airbus concourent fortement à cet essor. Treize appareils ont en effet été vendus en mars pour 3,2 milliards de francs, au lieu de trois seulement pour 0,9 milliard en février. Hors transactions sur Airbus, la croissance des exportations revient à 3,6 %. De leur côté, les importations enregistrent une hausse de 2,5 %.

– L'excédent des *biens intermédiaires* se contracte quelque peu, revenant de 0,4 milliard de francs à 0,2 milliard, dans un contexte de repli des échanges. Cette évolution est due principalement au commerce de produits métalliques, dont le solde se réduit de plus de moitié d'un mois à l'autre (+0,4 milliard de francs, au lieu de +0,9 milliard).

Les échanges de biens destinés aux ménages suivent des évolutions contrastées. La croissance des transactions portant sur l'*équipement automobile* apparaît très vive, atteignant près de 20 % en importations et près de 10 % en exportations. Le solde revient ainsi de +1,2 milliard de francs à +0,8 milliard en février. En revanche, les postes *électroménager* et *biens de consommation* enregistrent un repli des importations plus marqué que celui des exportations. Le déficit sur les biens de consommation, en particulier, est ramené de 0,7 milliard de francs à 0,3 milliard.

### **Orientation géographique** (en données CAF-FAB cvs)

L'analyse géographique de nos échanges fait apparaître une forte progression d'un mois sur l'autre de l'excédent vis-à-vis de l'*Union européenne*. Le déficit à l'égard des pays de l'*OCDE hors Union européenne* s'accroît, mais on enregistre une forte amélioration du solde envers la zone *hors OCDE*.

– La progression de l'excédent avec les pays de l'*Union européenne* (3,4 milliards de francs, au lieu de 1,3 milliard) résulte d'une augmentation de 2,2 % des exportations et d'une diminution de 1,4 % des importations. Sur trois mois, le solde cumulé n'atteint toutefois que +5,8 milliards de francs, au lieu de +7,4 milliards au cours des trois premiers mois de 1993. Le solde des échanges s'améliore vis-à-vis de tous les principaux partenaires de la France.

La plus ample variation d'un mois sur l'autre concerne le *Royaume-Uni* (+2,9 milliards de francs, au lieu de +2,0 milliards), sous l'effet principalement d'un repli de 8,5 % des importations. De leur côté, les exportations poursuivent leur progression régulière, en liaison avec la reprise de la demande interne dans ce pays. Aussi, le taux de couverture est-il le plus élevé enregistré sur ce pays depuis le début de 1993 : 138,2 %. Le solde cumulé sur trois mois s'élève à +7,3 milliards de francs, au lieu de +3,9 milliards au cours des trois premiers mois de 1993.

Le déficit envers l'*Allemagne* s'est sensiblement contracté (0,7 milliard de francs, au lieu de 1,2 milliard). Les exportations ont enregistré une poussée de 6,7 % et retrouvé leur montant moyen sur 12 mois (16,9 milliards de francs), tandis que les importations ont augmenté de 3,0 %. Le déficit cumulé sur trois mois atteint 2,7 milliards de francs, au lieu de 1,0 milliard au cours de la période correspondante de 1993.

Enfin, les soldes s'améliorent vis-à-vis de l'*UEBL* (+ 0,1 milliard de francs, au lieu de - 0,3 milliard), de l'*Italie* (l'équilibre, au lieu de - 0,3 milliard de francs) et des *Pays-Bas* (+ 0,1 milliard de francs, au lieu de - 0,2 milliard).

- Le déficit à l'égard des pays de l'*OCDE hors Union européenne* se creuse (2,9 milliards de francs, au lieu de 2,0 milliards), en particulier avec les *États-Unis* (- 1,0 milliard de francs, au lieu de - 0,4 milliard), essentiellement à cause d'une montée de 6 % des importations. Le déficit envers le *Japon* est quasi stable (2,3 milliards de francs, au lieu de 2,2 milliards), de même que l'excédent avec la *Suisse* (1,5 milliard de francs, au lieu de 1,6 milliard).

- Concernant la zone *hors OCDE* (+ 3,6 milliards de francs, au lieu de l'équilibre), les résultats font apparaître un renforcement de l'excédent avec l'*Afrique* (2,3 milliards de francs, au lieu de 0,8 milliard), sous l'effet de ventes du secteur aéronautique. On constate également une sensible contraction du déficit envers les *pays d'Asie à économie en développement rapide* (0,8 milliard de francs, au lieu de 1,9 milliard) et envers les *pays de l'Est* (0,2 milliard de francs, au lieu de 0,9 milliard). Ces améliorations ont toutes pour origine un vif essor des exportations (respectivement 31 %, 24 % et 21 %). Enfin, l'excédent dégagé vis-à-vis du *Moyen-Orient* s'est accru, surtout sous l'effet d'un repli de 17 % des importations.

#### 4.2.2. Les transactions courantes

Le solde des transactions courantes, en données brutes, subit un ample retournement d'un mois sur l'autre, passant d'un déficit de 10,3 milliards de francs à un excédent de 8,0 milliards. Le déficit des *transferts unilatéraux* fait place en mars à un solde équilibré, tandis que les excédents réalisés en *marchandises* et en *services* se renforcent. Sur l'ensemble du trimestre, le solde des transactions courantes évolue aussi favorablement (+ 10,3 milliards de francs, au lieu de - 2,4 milliards au premier trimestre 1993), en raison essentiellement de recettes exceptionnelles perçues en janvier au titre des transferts unilatéraux du secteur officiel.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), le retournement du solde des transactions courantes est de moindre ampleur (+ 3,3 milliards de francs, au lieu de - 4,3 milliards), sous l'effet notamment de l'accentuation d'un mois sur l'autre du déficit des revenus du capital.

#### ***Les exportations et importations en balance des paiements***<sup>1</sup>

D'un mois sur l'autre, l'excédent des exportations sur les importations progresse fortement, passant de 1,0 milliard de francs à 6,9 milliards en données brutes et de 1,3 milliards de francs à 4,5 milliards en données cvs.

L'amélioration est également nette sur trois mois : + 7,1 milliards de francs, au lieu de + 2,7 milliards au cours de la période correspondante de 1993 en données brutes, + 6,9 milliards de francs, au lieu de + 2,7 milliards en données cvs.

#### ***Le négoce international*** (données brutes)

Le solde de la ligne *négoce international* s'améliore en mars (+ 1,0 milliard de francs, au lieu de + 0,2 milliard). Cette évolution, due en partie au négoce international de produits pétroliers, est concentrée sur un petit nombre d'opérateurs. De surcroît, les opérations assimilées au négoce redeviennent excédentaires en mars.

<sup>1</sup> Statistiques douanières du commerce extérieur corrigées, selon les principes d'élaboration de la balance des paiements, des différences de champ territorial et des opérations sans transfert de propriété

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

### Soldes des transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Février 1994 (b)	Mars 1994 (b)	3 mois de 1993 (a)	3 mois de 1994 (b)
<b>TRANSACTIONS COURANTES .....</b>	<b>-10 263</b>	<b>8 038</b>	<b>-2 391</b>	<b>10 252</b>
<i>Marchandises .....</i>	1 165	7 882	5 799	9 204
– Exportations et importations .....	999	6 915	2 667	7 074
– Négoce international .....	166	967	3 132	2 130
<i>Services .....</i>	1 310	5 828	6 284	10 285
– Transports.....	-407	-147	-2 429	-756
– Services techniques.....	162	1 292	5 408	3 725
– Voyages.....	2 592	5 198	9 344	10 778
– Autres services .....	-1 037	-515	-6 039	-3 462
<i>Revenus de facteurs .....</i>	-8 036	-7 854	-13 658	-20 267
<i>Autres biens et services.....</i>	2 700	2 200	7 185	7 100
<i>Transferts unilatéraux .....</i>	-7 402	-18	-8 001	3 930
– dont Transferts du secteur officiel .....	-7 171	-49	-7 642	4 241
<b>TRANSFERTS EN CAPITAL .....</b>	<b>-10</b>	<b>-30</b>	<b>-35</b>	<b>-26</b>

(en données brutes – en millions de francs)

	Février 1994 (b)	Mars 1994 (b)	3 mois de 1993 (a)	3 mois de 1994 (b)
<b>TRANSACTIONS COURANTES .....</b>	<b>-4 250</b>	<b>3 347</b>	<b>2 415</b>	<b>15 182</b>
<i>Exportations et importations .....</i>	1 250	4 498	2 733	6 948
<i>Services .....</i>	4 461	5 490	10 081	14 116
– Transports .....	-220	-59	-1 964	-253
– Voyages.....	4 325	5 784	13 468	15 231
<i>Revenus de facteurs .....</i>	-8 266	-11 536	-17 318	-24 269
<i>Autres biens et services.....</i>	2 807	1 993	7 165	7 131

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX –

Tél. : +33 (1) 42 92 51 85

Mise à jour le 8 juin 1994

*Graphiques non disponibles*

**Les services** (données cvs)

L'excédent des *services* se renforce (5,5 milliards de francs, au lieu de 4,5 milliards de francs), par suite principalement de l'augmentation de celui des *voyages* (5,8 milliards de francs, au lieu de 4,3 milliards), laquelle résulte d'une progression de 17 % des recettes. Le solde de la *coopération technique* s'améliore également, retrouvant l'équilibre en mars, après un déficit de 0,6 milliard de francs en février. Il en est de même pour les *assurances* (+ 0,3 milliard de francs, au lieu de - 0,2 milliard), d'importantes indemnités ayant été payées en février. Il convient de signaler en revanche la dégradation du solde des *services de gestion* (essentiellement des subventions d'exploitation entre sociétés affiliées), qui passe de + 0,8 milliard de francs à + 0,4 milliard. Cette dégradation a pour origine une diminution de 15 % des recettes, combinée à une augmentation de 21 % des dépenses.

**Les revenus de facteurs** (données cvs)

Le déficit des revenus de facteurs s'alourdit sensiblement d'un mois à l'autre (11,5 milliards de francs, contre 8,3 milliards), reflétant l'évolution des *revenus du capital* (- 12,0 milliards de francs, au lieu de - 6,1 milliards). La charge de la dette obligataire des résidents est principalement à l'origine de ce mouvement, tant pour le secteur officiel que pour le secteur bancaire. Pour sa part, le déficit des intérêts versés au titre du coupon couru non échu lors des négociations d'obligations et de titres similaires sur le marché secondaire reste élevé (1,3 milliard de francs, après 1,9 milliard), ce qui traduit principalement des cessions nettes d'OAT par les non-résidents aux résidents.

**Les autres biens et services**

Le solde de ce poste, qui résulte du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, atteint 2,2 milliards de francs en février, après 2,7 milliards le mois précédent.

**Les transferts unilatéraux**

Déficitaires de 7,4 milliards de francs en février, les transferts unilatéraux sont équilibrés en mars, à l'image des *transferts du secteur officiel*. Le paiement anticipé en février des contributions communautaires de mars au titre de la TVA et du PNB explique cette contraction du déficit. Sur trois mois, les transferts unilatéraux font apparaître un excédent de 3,9 milliards de francs, au lieu d'un déficit de 8,0 milliards au cours de la période correspondante de 1993. Il convient ici de rappeler qu'au mois de janvier les mécanismes de garantie du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA) ont joué favorablement à hauteur de 21,6 milliards de francs. Ces recettes correspondaient en majeure partie au remboursement des primes à la jachère dont l'avance avait été opérée en 1993 par le gouvernement français.

**4.2.3. Les transferts en capital**

Ces opérations, qui correspondent principalement à des abandons de créances, n'ont porté que sur des montants négligeables au cours des trois premiers mois de l'année.

**4.2.4. Les mouvements de capitaux**

Au cours du mois de mars 1994, les mouvements de capitaux se sont soldés par des sorties légèrement supérieures à celles enregistrées au mois de février (4,9 milliards de francs, après 4,2 milliards). Cette évolution est imputable à une nouvelle contraction du solde positif des capitaux à court terme (25,6 milliards de francs, contre 37,3 milliards), plus importante que celle du solde négatif des capitaux à long terme (- 30,5 milliards de francs, après - 41,4 milliards).

### ***Les capitaux à long terme***

Confirmant la tendance observée depuis décembre 1993, les mouvements de capitaux à long terme sont à nouveau à l'origine de sorties nettes à hauteur de 30,5 milliards de francs, en retrait, toutefois, par rapport aux dégagements constatés en février (41,4 milliards de francs).

Les opérations de prêts à long terme ont donné lieu à des sorties nettes de 1,7 milliard de francs, après des entrées nettes de 3,3 milliards le mois précédent. Ce retournement du solde résulte essentiellement des opérations en devises du secteur bancaire : les mises en place nettes de prêts à l'étranger (- 6,4 milliards de francs) n'ont été que partiellement compensées par des mises en place nettes de prêts de l'étranger (4,6 milliards de francs).

Pour le quatrième mois consécutif, les mouvements de sorties sur les investissements de portefeuille se sont confirmés (26 milliards de francs, après 41,4 milliards). Ce solde déficitaire est le résultat des dégagements sur titres français des non-résidents à hauteur de 29,9 milliards de francs, au lieu de 25,2 milliards en février. Ces dégagements ont porté principalement sur les OAT (23,5 milliards de francs) et les BTAN (10,6 milliards de francs). Dans le même temps, pour la première fois depuis décembre 1992, les résidents ont été vendeurs nets de titres étrangers (2,8 milliards de francs, contre - 17,6 milliards en février). Acheteurs nets d'actions (4,9 milliards de francs) et de titres d'OPCVM (0,6 milliard de francs), ils se sont en effet dégagés des obligations et des bons du Trésor étrangers à hauteur de 8,3 milliards de francs.

Contrairement aux deux mois précédents, les investissements français à l'étranger ont très sensiblement augmenté (7,4 milliards de francs, au lieu de 1,7 milliard en février) et, malgré la légère progression des investissements étrangers en France (3,4 milliards de francs, après 2,2 milliards), le solde des investissements directs s'est, de la sorte, retourné d'un mois à l'autre (- 4,0 milliards de francs, contre 0,4 milliard).

Les investissements du secteur officiel ont dégagé un solde quasi-nul après des sorties de 2,4 milliards de francs en février.

### ***Les capitaux à court terme***

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 25,6 milliards de francs, en retrait par rapport à celles du mois précédent (37,3 milliards).

Les flux du secteur privé non bancaire se sont contractés et ont engendré des sorties de 2,6 milliards de francs, après des entrées de 19,9 milliards en février.

Le secteur bancaire a enregistré des entrées de 51,6 milliards de francs en progression notable d'un mois à l'autre (21,6 milliards en février). Cette évolution résulte principalement de la nette amélioration des opérations en francs des non-résidents (73,1 milliards de francs, contre 41,8 milliards), en liaison, notamment, avec le retournement du solde des opérations de change à terme (32,9 milliards de francs, contre - 5,9 milliards).

Les avoirs nets du secteur officiel ont augmenté de 23,3 milliards de francs en mars (au lieu de 4,3 milliards en février).



# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

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

Au cours du mois de mai, la tendance au redressement de la courbe des taux, déjà observée durant les mois précédents, s'est amplifiée.

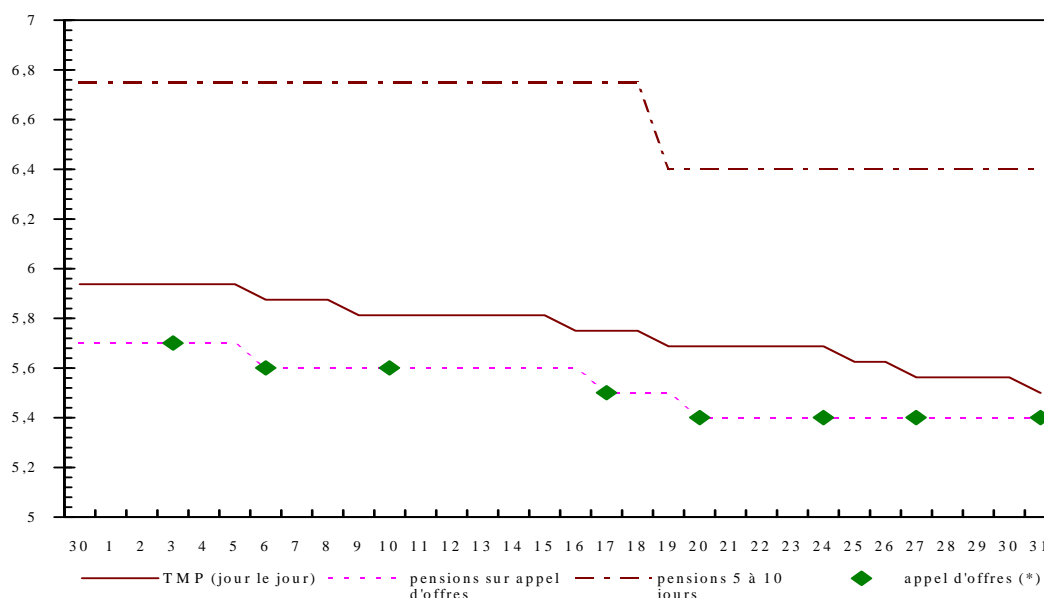
La Banque a poursuivi sa politique de détente graduelle en abaissant à trois reprises de 0,10 point le taux des appels d'offres ainsi ramené de 5,70 % à 5,40 % et en réduisant de 0,25 point le taux des pensions de 5 à 10 jours de 6,75 % à 6,40 %.

Parallèlement le loyer de l'argent au jour le jour a fléchi de 5 15/16 % à 5 1/2 % d'une fin de mois à l'autre.

Pendant la majeure partie du mois, les taux à court terme ont été orientés à la baisse. Ils se sont toutefois redressés, lorsque les anticipations des marchés quant à la poursuite du mouvement de baisse des taux en Europe ont paru moins assurées, en raison de la confirmation de la reprise économique. Au total, d'une fin de mois à l'autre, seules les échéances les plus courtes (jusqu'à trois mois) ont baissé de manière significative. Pour sa part, le marché obligataire a continué d'enregistrer une hausse des rendements dans le sillage des autres marchés obligataires européens : l'indice des emprunts du gisement est monté de 6,77 % à 7,27 % d'une fin de mois à l'autre, s'inscrivant à son plus haut niveau depuis le début de l'année.

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

**TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE  
du 30 avril 1994 au 31 mai 1994**



(\*) Jour de règlement de l'opération

Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

Le mouvement de repli du loyer de l'argent au jour le jour s'est poursuivi en mai : la baisse s'établit à 5/16 de point (de 5 15/16 % à 5 1/2 %), contre 3/16 le mois précédent et atteint un point depuis le début de l'année. Pour sa part, le taux moyen mensuel s'est établi à 5,75 % en mai, contre 6,06 % le mois précédent.

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, le taux des pensions sur appel d'offres a été abaissé à trois reprises de 0,10 point les 5, 11, et 19 mai, revenant ainsi de 5,70 % à 5,40 %. Parallèlement le taux des opérations de 5 à 10 jours a été réduit de 0,25 point (de 6,75 % à 6,40 %) le 19 mai.

Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire a continué de fléchir d'une fin de mois à l'autre, revenant de 136 milliards de francs le 29 avril à 129 milliards de francs le 31 mai.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 avril-15 mai ont atteint 19 milliards de francs (dont 12 milliards d'encaisses en billets), soit un montant très légèrement supérieur à la moyenne requise de 18,7 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Avril 1994	Mai 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-240,2	-241,5	-1,3
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,4	-6,7	0,7
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	87,0	87,3	0,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	14,1	-0,3	-14,4
DIVERS .....	2,4	7,1	4,7
<b>TOTAL</b> .....	<b>-144,1</b>	<b>-154,1</b>	<b>-10,0</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	120,9	118,9	-2,0
– Autres pensions .....	4,3	8,6	4,3
– Bons du Trésor achetés ferme .....	26,2	29,0	2,8
– Opérations d'escompte net .....	0,9	0,8	-0,1
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-8,2	-3,2	5,0
<b>TOTAL</b> .....	<b>144,1</b>	<b>154,1</b>	<b>10,0</b>

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

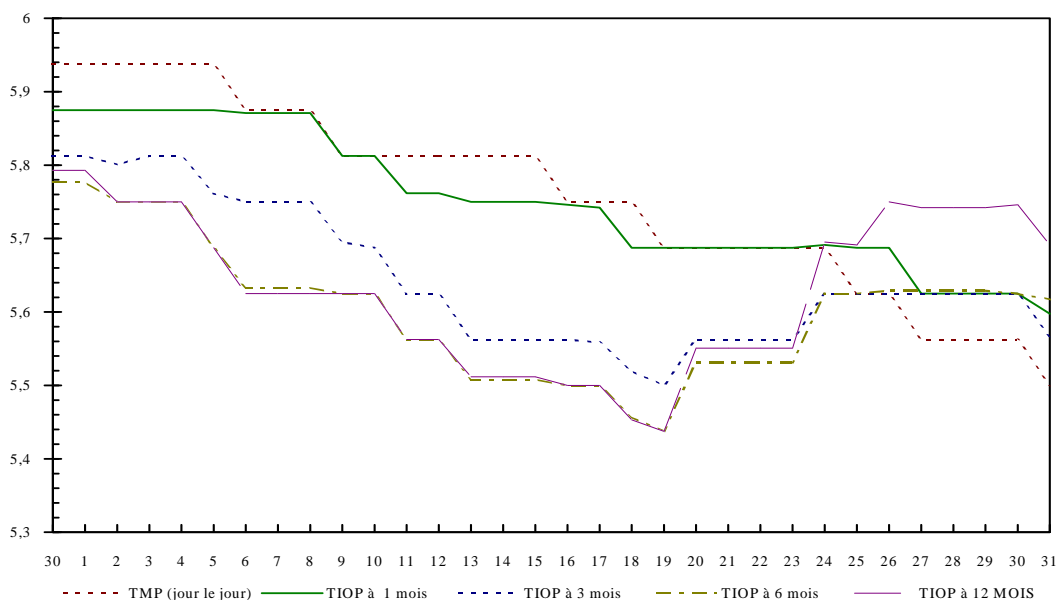
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets, que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67 Mise à jour 16 juin 1994

## 5.1.2. Le marché de terme interbancaire et le contrat Matif Pibor 3 mois

### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 30 avril 1994 au 31 mai 1994



Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

Durant les trois premières semaines de mai, les taux interbancaires jusqu'à un an ont répercuté le mouvement de baisse enregistré sur le taux des appels d'offres et sur le loyer de l'argent au jour le jour. Les anticipations de baisse de taux ont été confortées par les réductions des taux d'intervention intervenues en Europe, notamment en Allemagne où les taux directeurs ont été abaissés de 1/2 point, le taux d'escompte et le taux Lombard revenant respectivement à 4,50 % et 6 %. Parallèlement, le taux des prises en pension de la Banque centrale allemande a enregistré une nouvelle détente passant de 5,41 % le 4 mai à 5,23 % le 18. Des mesures similaires d'assouplissement ont été prises en Belgique, au Danemark, en Espagne, en Italie et aux Pays-Bas.

À partir du 20 mai, les tendances ont divergé entre le taux à un mois, qui a continué de fléchir en liaison avec le loyer de l'argent au jour le jour, et les autres échéances, qui ont amorcé un mouvement de remontée d'ampleur croissante en fonction de la durée. En dépit de la poursuite du mouvement de repli des taux d'intervention de la Banque fédérale d'Allemagne (le taux des prises en pension a été ramené de 5,23 % le 18 mai à 5,15 % le 1<sup>er</sup> juin), on a assisté à un retournement des anticipations quant à la poursuite de la baisse des taux courts outre-Rhin. Dans ce contexte, les rendements à trois mois et au-delà ont enregistré une hausse sensible, croissante avec les échéances.

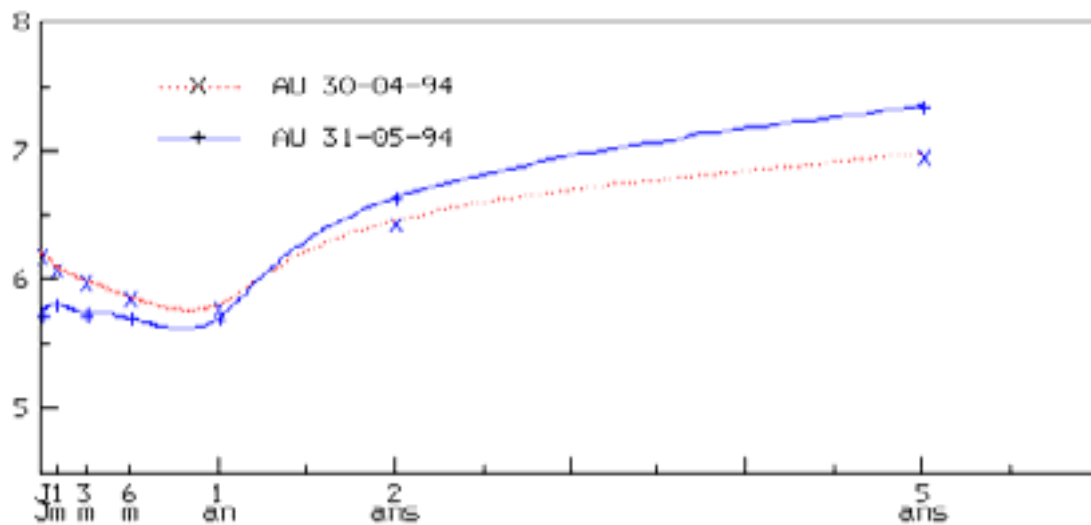
**ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES**

	<i>(en pourcentage)</i>		
	31 mai	29 avril	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,60	5,88	- 0,28
TIOP à 3 mois.....	5,57	5,81	- 0,24
TIOP à 6 mois.....	5,62	5,78	- 0,16
TIOP à 1 an.....	5,69	5,74	- 0,10
Taux à 2 ans.....	6,62	6,51	0,11
Taux à 5 ans.....	7,34	7,04	0,30

Par rapport au mois précédent, la courbe des rendements à fin mai enregistre ainsi une nette « repentification ». Le caractère ascendant de la courbe sur le segment au-delà de un an tend à s'accroître. En outre, la partie jusqu'à un an, qui présentait un profil inversé depuis de nombreuses années, connaît un aplatissement avec une baisse des échéances les plus courtes un peu plus marquée que les autres.

Actualité

**STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ**  
Taux actuariels



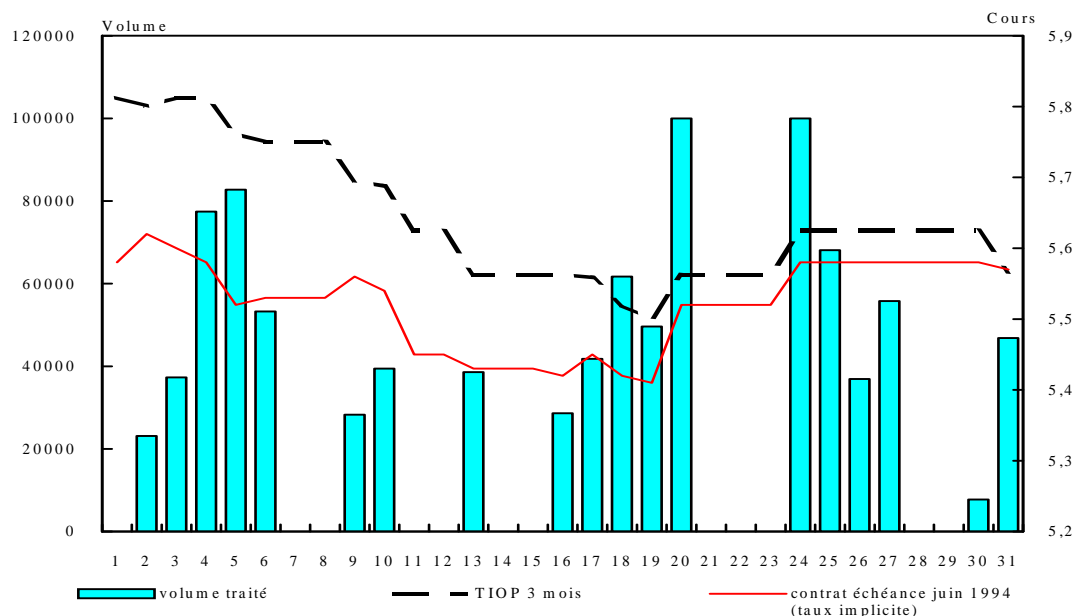
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 14 juin 1994

Sur le Matif, le cours du contrat Pibor 3 mois (échéance juin 1994) a suivi l'évolution du taux à 3 mois au comptant : après avoir progressé de 94,42 le 29 avril à 94,59 le 19 mai, il s'est ensuite replié entre le 20 et le 25, avant de se stabiliser et de revenir à 94,43 le 31 mai. L'écart entre le taux implicite du contrat et le taux interbancaire de même durée était ainsi réduit à zéro le 31 mai, alors qu'il atteignait encore – 0,23 point le 29 avril. La convergence entre marché au comptant et marché des « futures » s'est opérée plus tôt que d'habitude, reflétant l'absence d'anticipation de baisses de taux courts d'ici l'échéance du contrat.

De son côté, l'écart entre le cours du contrat Pibor 3 mois sur l'échéance de juin et celui du contrat Eurodeutsche mark 3 mois traité sur le Liffe est demeuré pratiquement stable (0,48 point en faveur du contrat Eurodeutsche mark le 31 mai, contre 0,49 point le 29 avril).

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS  
du 30 avril 1994 au 31 mai 1994**



Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois de mai, le Trésor a procédé à l'adjudication de 95,49 milliards de bons à taux fixes en francs (75,7 milliards de BTF et 19,79 milliards de BTAN) et de 434 millions de BTAN en écus émis le 11 mai.

L'encours total de bons en circulation est en forte progression, passant de 807,1 milliard de francs le 29 avril à 854,5 milliards le 31 mai pour les titres libellés en francs, et de 3,7 milliards à 3,8 milliards pour ceux libellés en écus.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
2 mai 94	BTF	4 sem.	37 308	5 096	99	5,69	5,70	5,94	6,12
2 mai 94	BTF	13 sem.	32 419	13 239	252	5,56	5,63	5,82	6,01
2 mai 94	BTF	44 sem.	13 605	3 160	165	5,52	5,55	5,64	5,75
9 mai 94	BTF	4 sem.	43 050	6 005	0	5,61	5,62	5,85	6,05
9 mai 94	BTF	13 sem.	26 750	11 320	310	5,52	5,55	5,74	5,90
9 mai 94	BTF	26 sem.	13 500	3 207	200	5,43	5,44	5,59	5,79
16 mai 94	BTF	13 sem.	43 569	8 008	69	5,38	5,39	5,58	5,76
16 mai 94	BTF	42 sem.	7 100	3 043	39	5,30	5,31	5,41	5,50
19 mai 94	BTAN 4,50 %	2 ans	44 002	10 967	132	98,04	98,01	5,61	6,18
19 mai 94	BTAN 4,75 %	5 ans	28 728	8 828	228	94,49	94,44	6,10	6,79
24 mai 94	BTF	13 sem.	39 600	9 006	0	5,44	5,45	5,64	5,82
24 mai 94	BTF	29 sem.	12 900	3 002	0	5,45	5,48	5,61	5,78
30 mai 94	BTF	13 sem.	32 900	7 606	600	5,40	5,41	5,60	5,83
30 mai 94	BTF	28 sem.	12 200	3 007	0	5,45	5,47	5,46	5,79

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

Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

ADJUDICATION DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN ÉCUS				
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Montants émis (c)	Taux actuariel annuel (d)
11 mai 94	BTAN 5% en écus	5 ans	434	6,76

(a) Date d'adjudication  
 (b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel  
 (c) En millions d'écus  
 (d) En pourcentage

Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

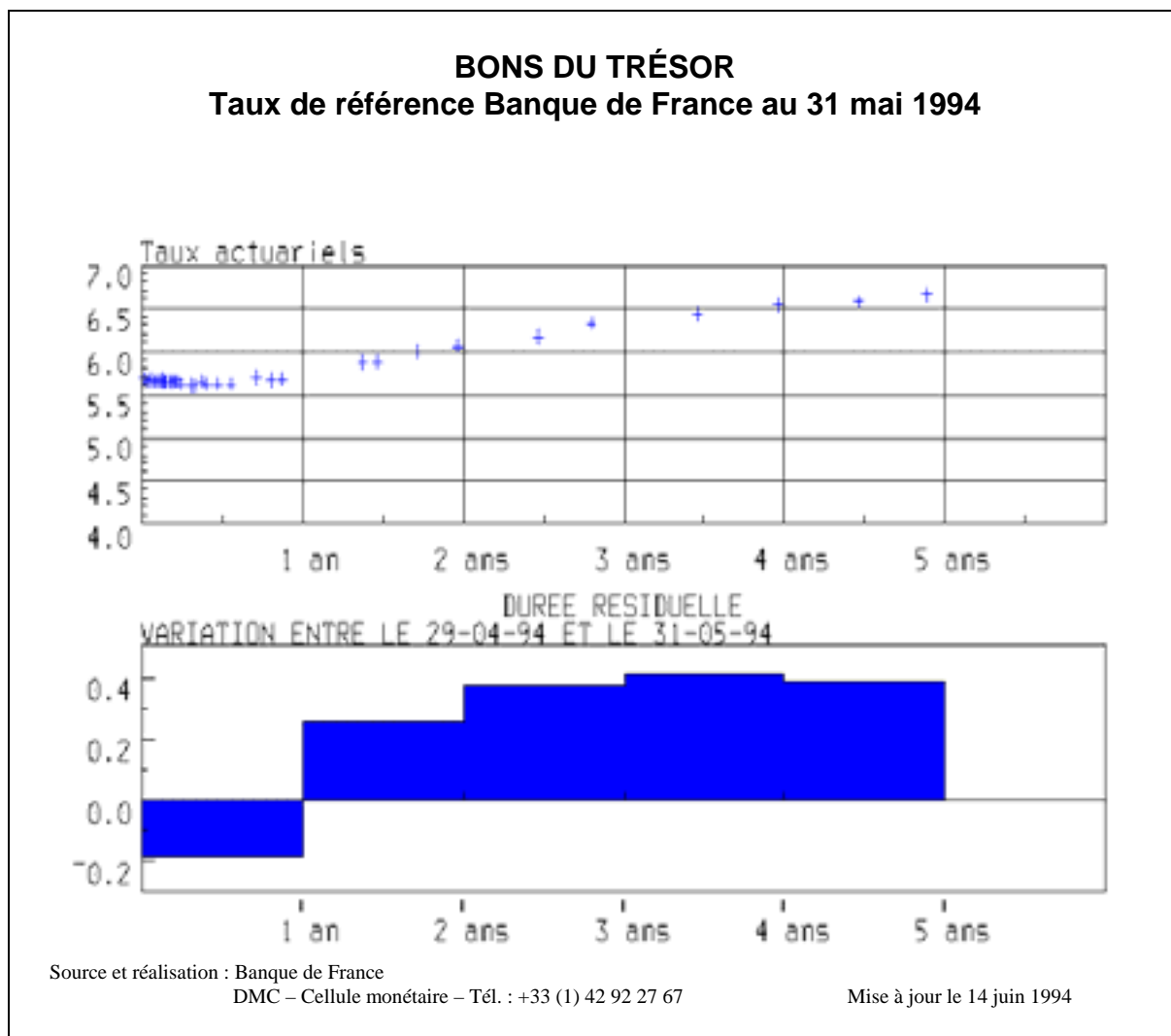
Sur les BTF, les taux à l'émission enregistrent un repli de 0,22 point sur l'échéance à trois mois entre le 2 et le 30 mai. En revanche, on observe une parfaite stabilité sur la durée à six mois entre le 9 et le 30 mai.

En ce qui concerne les BTAN en francs émis le 19 mai, on note une baisse de 0,34 point sur la tranche à 2 ans et de 0,30 point sur celle à 5 ans par rapport à l'adjudication du 21 avril.

**Marché secondaire**

Au cours du mois de mai, les taux des bons du Trésor ont poursuivi leur mouvement de détente sur les échéances jusqu'à neuf mois, mais ont subi une hausse sensible sur les durées longues.

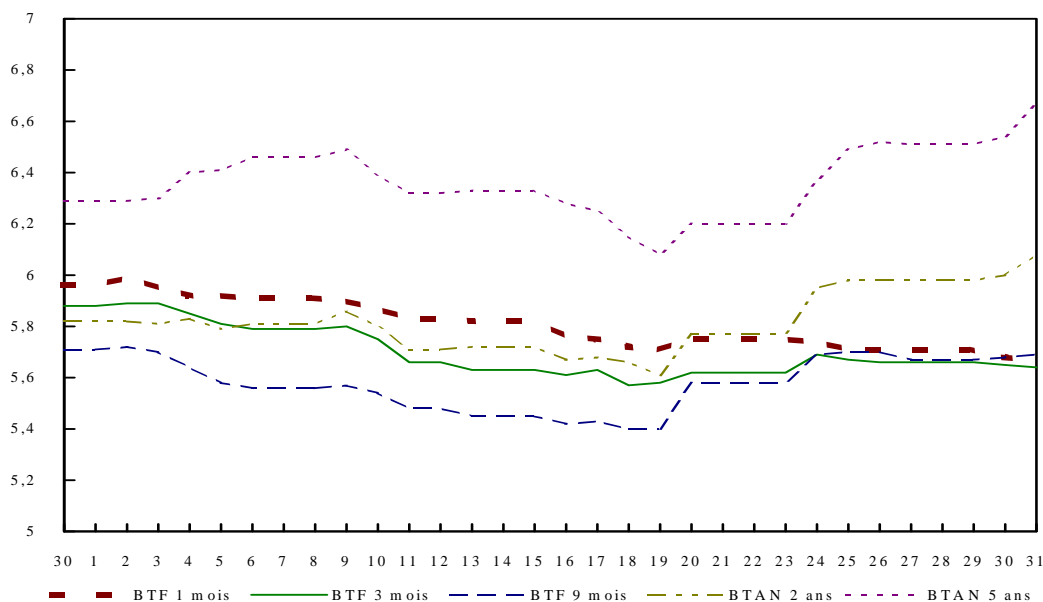
Actualité



La forme ascendante de la courbe des rendements s'est nettement accentuée. La pente est maintenant quasiment nulle sur les durées courtes, le point bas de la courbe se situant autour de 5 mois, au lieu de 9 mois à fin avril. La hausse des rendements des BTAN a été nettement croissante avec l'échéance, de sorte que l'écart de taux entre les BTAN 2 ans et 5 ans est passé de 47 à 59 centimes.



### TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 avril 1994 au 31 mai 1994



Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

Actualité

Après les trois baisses de taux directeurs intervenues en France au cours du mois de mai, la détente des taux des BTF s'est poursuivie et a atteint dix à vingt-cinq centimes sur les échéances jusqu'à 6 mois. Le mouvement de détente s'est opéré de manière régulière au cours des trois premières semaines du mois. En revanche, la dégradation des anticipations concernant l'amplitude de la baisse des taux courts et les craintes d'une remontée de ces taux à l'horizon de quelques mois ont provoqué, au cours de la dernière décade, une tension des rendements sur les durées à plus de deux mois ; elle a atteint quinze à vingt centimes sur les échéances à six mois ou plus.

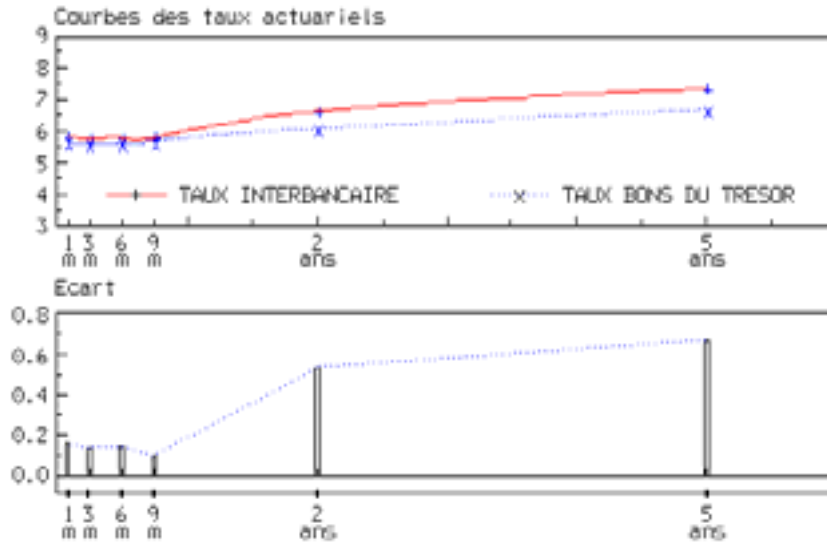
Le compartiment des BTAN a été largement influencé par l'évolution du marché obligataire. Pendant les trois premières semaines du mois, les rendements des BTAN courts, jusqu'à 2 ans, se sont détendus, ces échéances ayant fait l'objet d'arbitrages favorables sous l'effet de la détérioration du segment à long terme de la courbe des taux. Les maturités plus longues, jusqu'à 5 ans, ont évolué de manière plus irrégulière, dans le sillage du marché obligataire.

Au cours des dix derniers jours du mois, le fort mouvement de repli des marchés américain et allemand a conduit à une vive tension sur les BTAN, plus accentuée sur les échéances les plus longues. Au total, la hausse des rendements atteint vingt centimes jusqu'à 2 ans, trente centimes jusqu'à 3 ans et quarante centimes au-delà.

L'écart des rendements entre le marché interbancaire et le marché des bons du Trésor s'est légèrement réduit, essentiellement sur les échéances jusqu'à 9 mois pour se positionner autour de quinze centimes. Au-delà, l'écart reste compris entre cinquante et soixante centimes.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT  
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR  
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE**

au 31 mai 1994

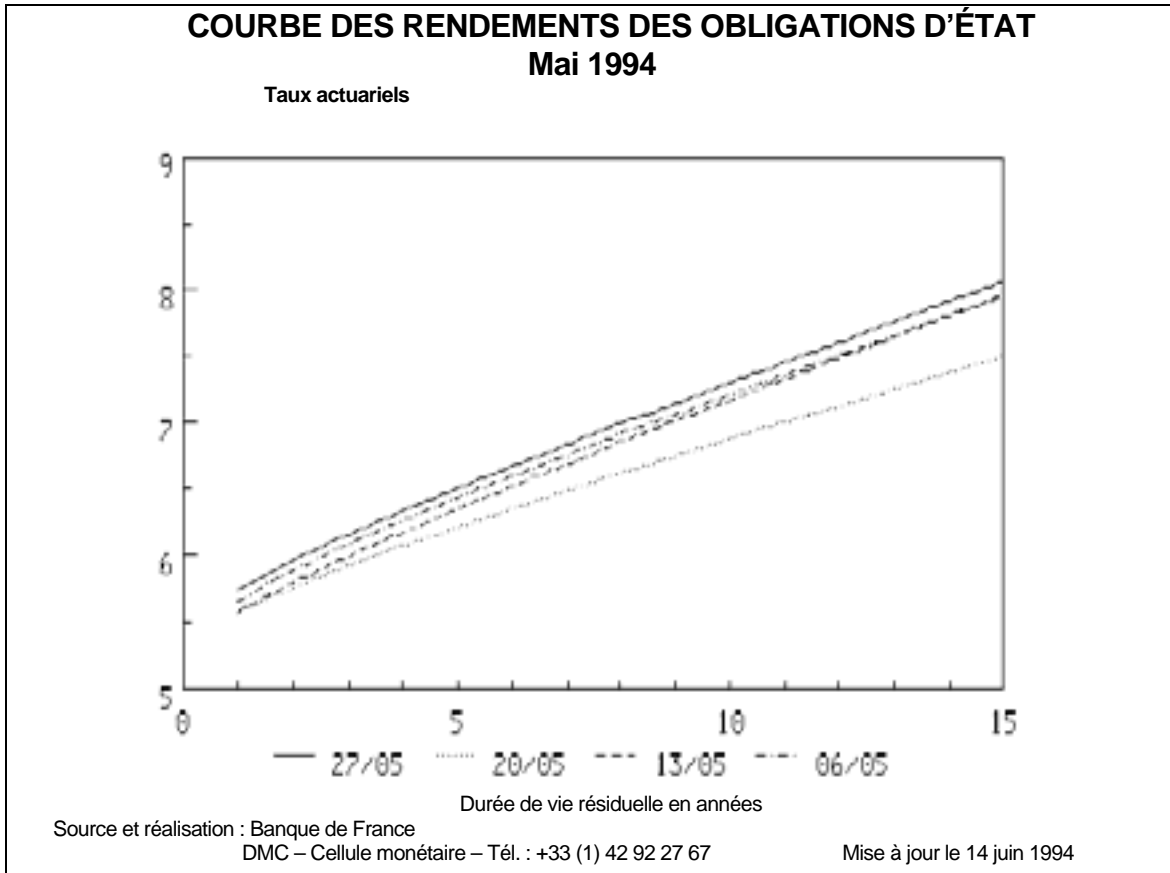


Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

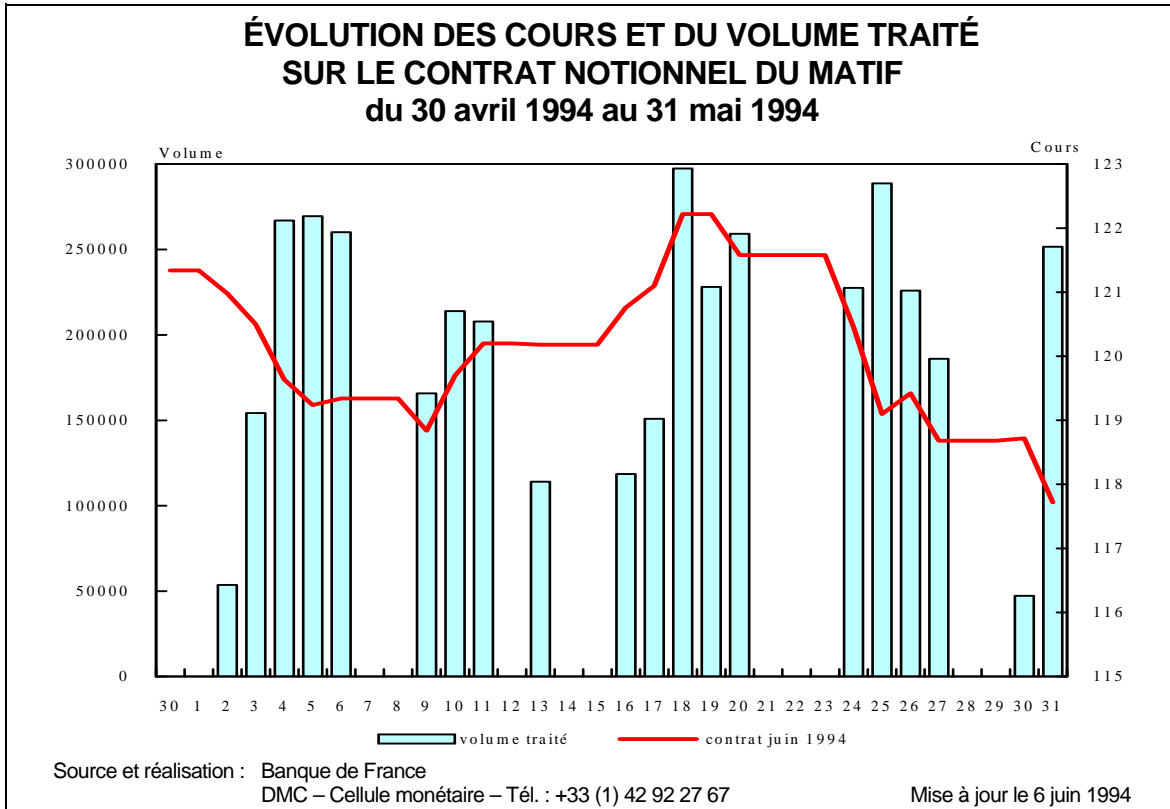
Mise à jour le 14 juin 1994

**5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel**

Le marché obligataire français, comme l'ensemble des places financières, a subi au mois de mai une forte dégradation dans un contexte de grande volatilité.



La courbe des taux s'est déplacée vers le haut et sa pente s'est nettement accentuée, dès l'échéance à un an, les investisseurs se désengageant du marché obligataire pour se positionner à court terme.



L'activité a été légèrement moins fournie qu'au mois d'avril, sur le marché au comptant comme sur le Matif notional. Avec une moyenne quotidienne de 206 000 lots, le volume des échanges sur le contrat notional a ainsi baissé de 6,7 % par rapport au mois d'avril mais progresse de 86 % par rapport à mai 1993.

La position ouverte s'est, elle aussi, contractée de 5 % par rapport à avril 1994 et de 32 % par rapport à mai 1993.

Pendant les dix premiers jours du mois, en dépit des baisses de taux directeurs en France et en Allemagne, le marché obligataire se dégradait, dans le sillage du marché américain : la chute du dollar et la crainte d'un resserrement de la politique monétaire américaine, après la parution de plusieurs indicateurs attestant d'une reprise sensible de l'activité américaine pesaient fortement sur la tendance. Le taux des emprunts du gisement passait alors de 6,76 % à 7,12 %.

Les dix jours suivants connaissaient une période de calme relatif, sans grand volume, la nouvelle détente des taux directeurs en Europe permettant aux marchés européens de se reprendre quelque peu. Le marché obligataire américain réagissait pour sa part favorablement au relèvement d'un demi-point des taux directeurs par le Système de Réserve fédérale dont l'ampleur paraissait exclure un nouveau relèvement à brève échéance.

À partir du 20 mai, l'ensemble des marchés obligataires européens connaissaient de nouveau une très importante dégradation, alors que le marché américain entrait dans une phase de stabilisation.

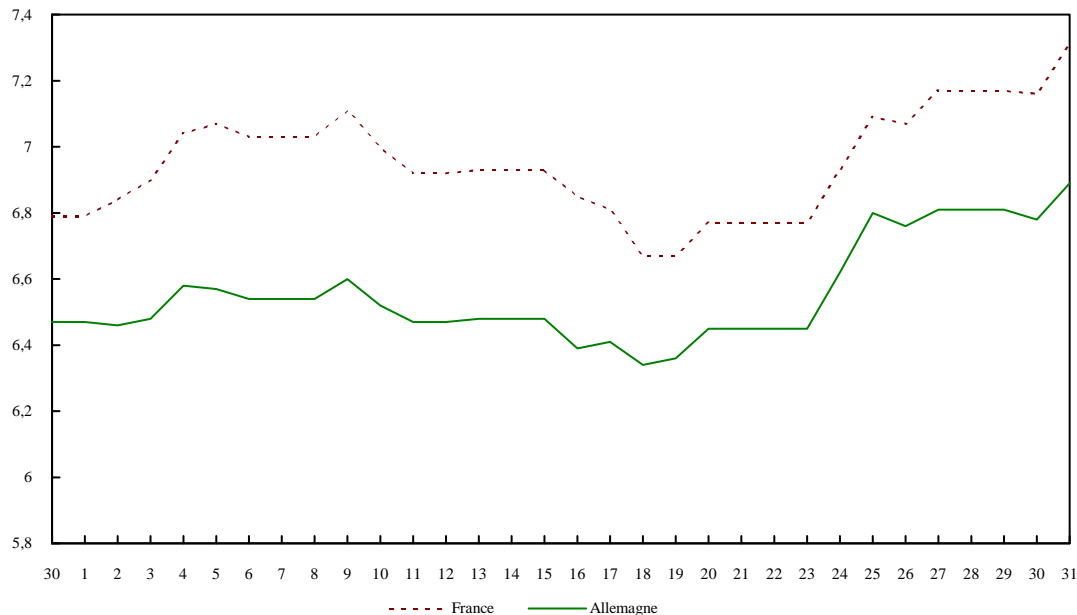
Les interrogations sur la poursuite de la détente des taux outre-Rhin étaient à l'origine d'une très forte remontée des taux sur le marché obligataire allemand, parallèlement au réajustement, en hausse d'une vingtaine de centimes, des taux à court terme.

Ce mouvement se répercutait sur les autres places européennes où un fort courant vendeur affectait toutes les échéances à moyen et long terme, les investisseurs accélérant leurs dégagements au profit de placements courts, alors qu'aucune demande substantielle ne s'exprimait dans un marché très nerveux et volatil. La hausse des taux longs s'accroissait encore en fin de mois, dans le sillage du marché américain cette fois, après la révision à la hausse du PIB aux États-Unis pour le premier trimestre et le renforcement des craintes quant à l'évolution des prix.

Au terme de ces évolutions, les cours du Matif s'inscrivent en repli de 370 points de base sur les deux principales échéances par rapport à fin avril, atteignant leurs plus bas niveaux de l'année. Sur le comptant, l'indice du gisement s'établit en fin de mois à 7,27 %, en hausse de 50 points de base par rapport au mois précédent.

L'écart entre les emprunts phares français et allemand s'élargissait en début de mois jusqu'à 52 points de base en raison d'arbitrages en faveur du marché allemand mais revenait sur des niveaux de 36 points de base en fin de période.

### ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 30 avril 1994 au 31 mai 1994



Source et réalisation : Banque de France

DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994

Actualité

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

(arrêtée au 7 juin)

Le 2 juin, le Conseil de la politique monétaire a annoncé une nouvelle baisse de 0,10 point du taux des pensions sur appel d'offres qui a été ramené de 5,40 % à 5,30 %. Pour sa part, le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré stable à 5 1/2 %.

Sur le marché interbancaire de court terme, on note une relative stabilité sur les échéances jusqu'à 6 mois, une forte progression, au contraire, sur les durées de un an et au-delà : le mouvement de redressement de la courbe des taux, amorcé fin mai, s'est donc poursuivi dans les premiers jours de juin.

Le marché obligataire a continué d'être caractérisé par une grande volatilité. Les cours se sont fortement repliés le 1<sup>er</sup> et le 2 juin dans une atmosphère de pessimisme général et l'indice des emprunts du gisement a touché un nouveau plus haut niveau depuis le début de l'année à 7,52 %.

Puis la reprise du marché américain le 3 juin à la suite de l'annonce d'un chiffre de création d'emplois en mai aux États-Unis moins important qu'attendu (191 000, contre 280 000), permettait à l'indice de revenir jusqu'à 7,27 % le 6 au matin. Par la suite, la tendance s'est à nouveau dégradée à l'image de l'ensemble des marchés obligataires : l'indice des emprunts du gisement était remonté à 7,34 % le 7 juin en fin de journée.

## 5.2. Les émissions

Au cours du mois, les différents encours de titres de créances négociables ont connu des évolutions dissemblables, aboutissant à une légère hausse de l'encours global.

Sur le marché primaire obligataire, les flux d'émissions brutes relatifs aux emprunts réglés au cours du mois ont à nouveau diminué en mai en raison de l'attentisme persistant des intervenants lié à la volatilité des marchés de taux aux États-Unis et en Europe.

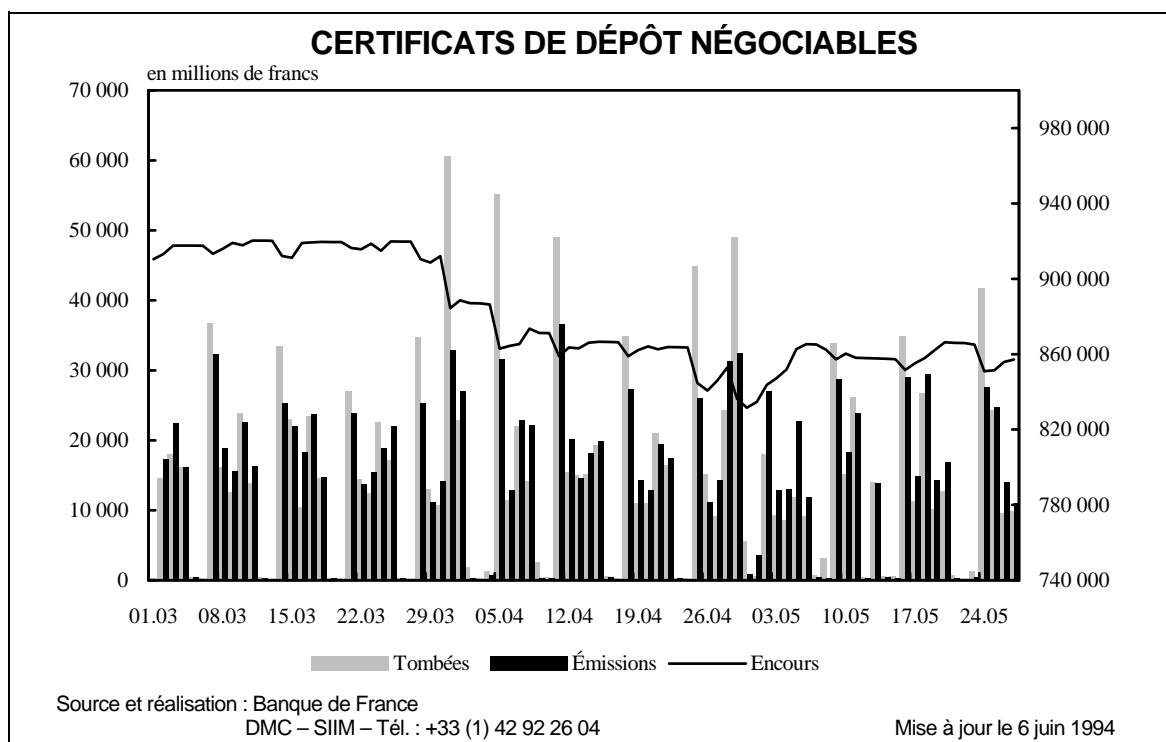
### 5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 857,1 milliards de francs le 27 mai, contre 831,6 milliards le 30 avril et 884,4 milliards le 31 mars.

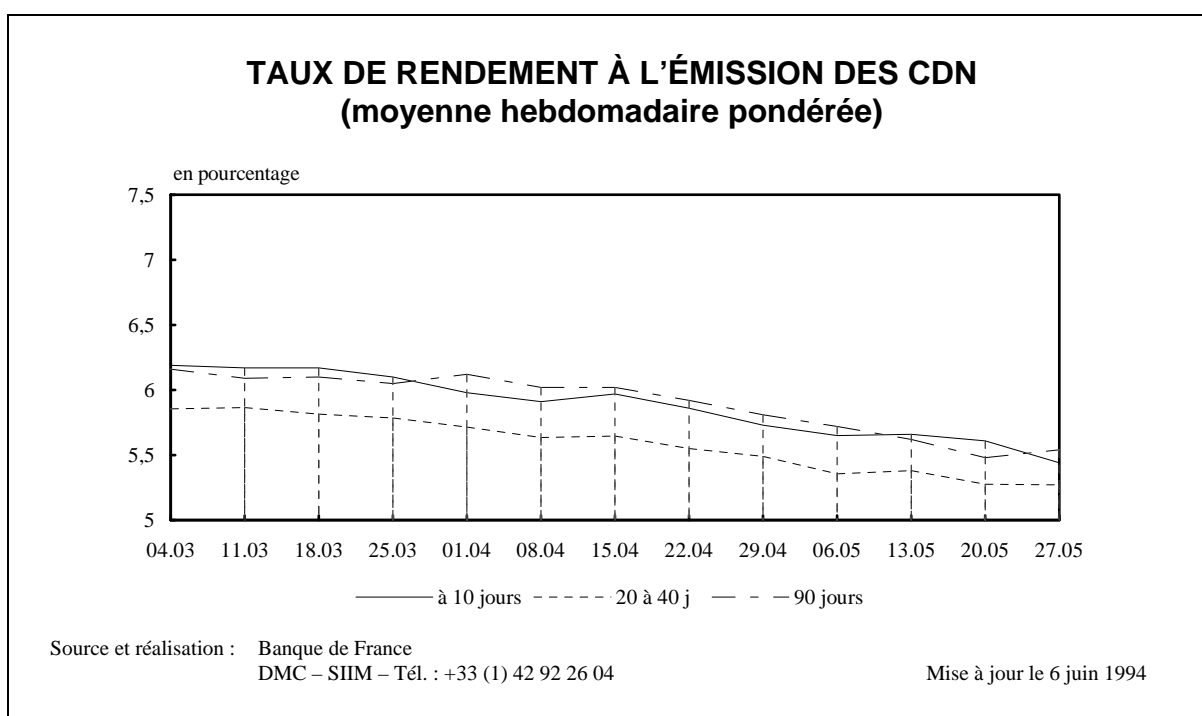
Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 27 mai ont atteint 359,9 milliards de francs (dernier chiffre provisoire), contre 435,8 milliards en avril et 483,3 milliards en mars.

Les augmentations d'encours les plus vives sont observées à la Banque Paribas (+ 6 milliards de francs), à la Société générale (+ 4,4 milliards), la Banque française du commerce extérieur (+ 3,8 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 3,8 milliards) et la Banque nationale de Paris (+ 3,2 milliards) ; certains établissements ont toutefois diminué leurs encours, notamment, la Dai-Ichi Kangyo Bank Limited (- 1,3 milliard), le Crédit lyonnais (- 1,6 milliard), la Banque fédérative du Crédit mutuel (- 1,7 milliard) et le Crédit commercial de France (- 7,3 milliards).



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 399 le 27 mai 1994.

<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN</b>				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	2 au 6 mai	9 au 13 mai	16 au 20 mai	23 au 27 mai
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	5,65	5,66	5,61	5,44
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	5,71	5,71	5,54	5,54
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	5,72	5,62	5,48	5,54
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	5,00	5,05	4,90	4,91
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	5,81	5,81	5,65	5,63

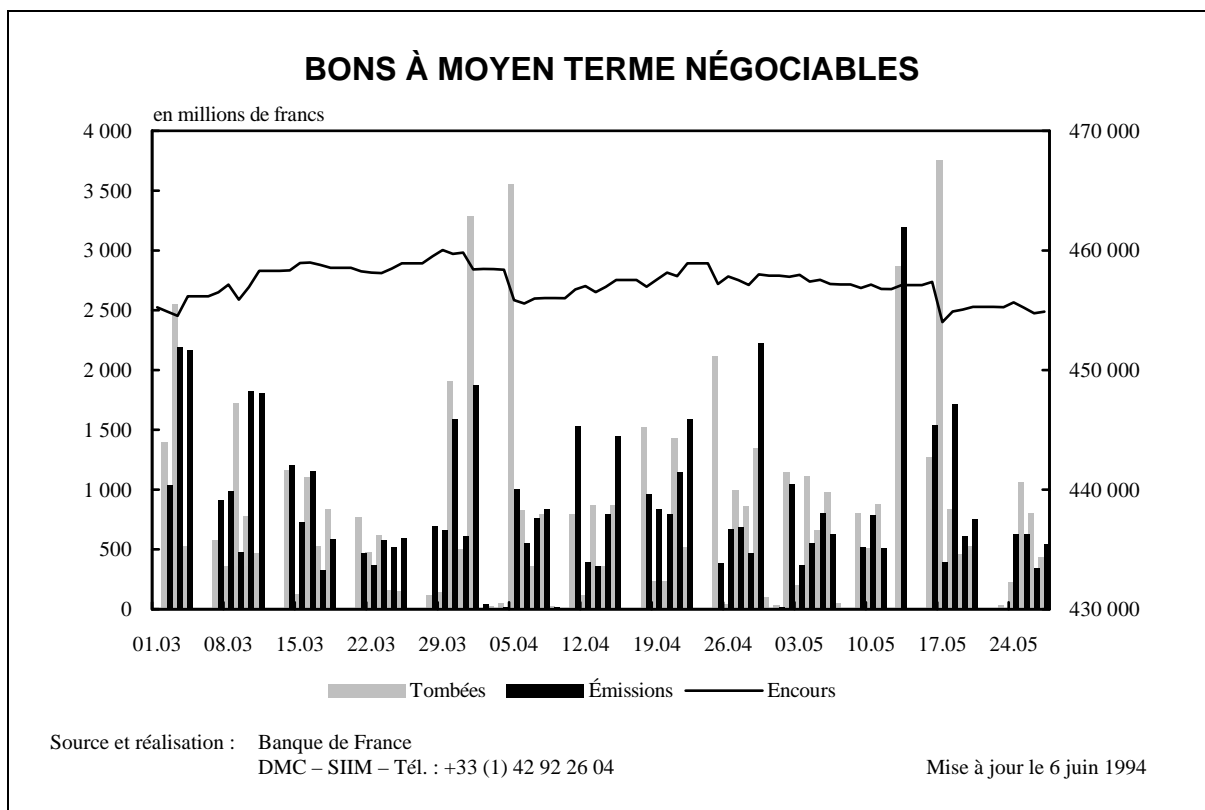


**Bons à moyen terme négociables (BMTN)**

Les BMTN ont atteint un encours de 454,9 milliards de francs le 27 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 457,9 milliards le 30 avril et 459,8 milliards le 31 mars.

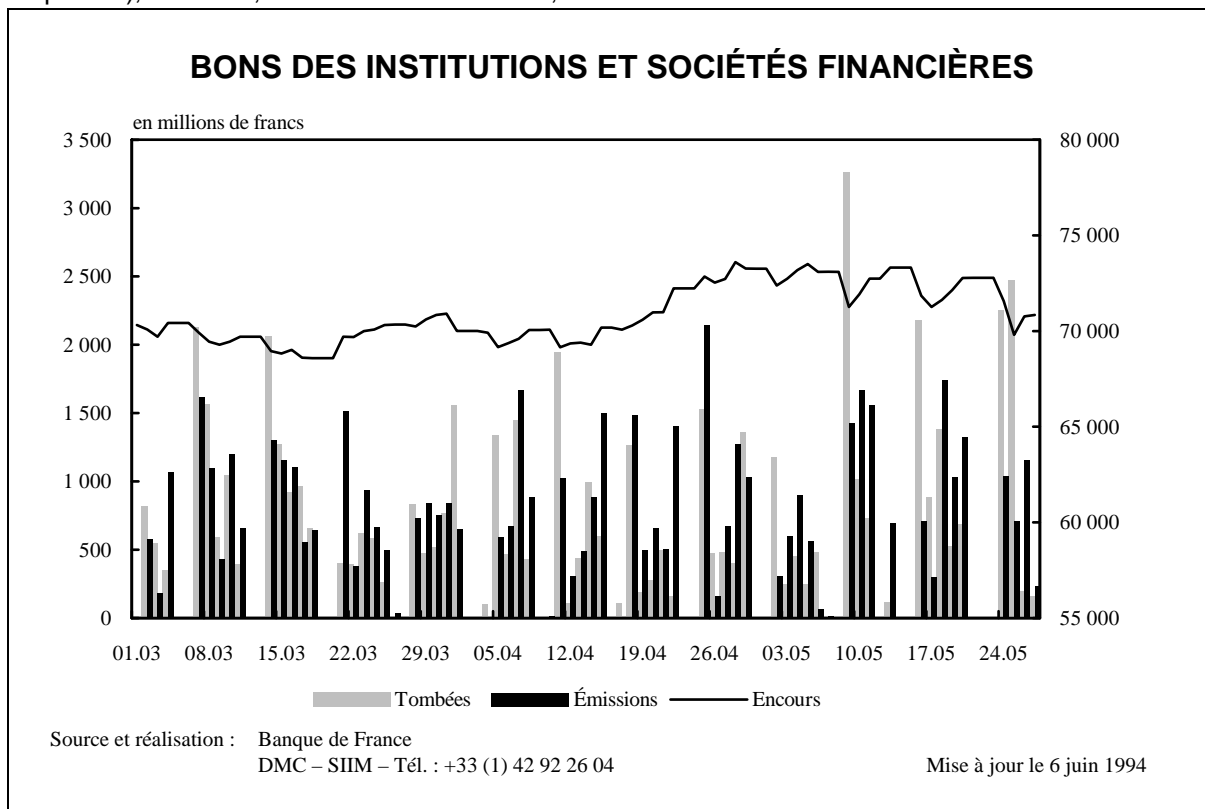
Les émissions se sont élevées à 15,6 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 27 mai, contre 19,4 milliards en avril et 24,2 milliards en mars.

Enfin, 162 émetteurs avaient un encours en gestion au 27 mai comme à fin avril, contre 161 fin mars.



#### **Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)**

L'encours de ces bons est passé à 70,8 milliards de francs le 27 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 73,3 milliards le 30 avril et 70,9 milliards le 31 mars.

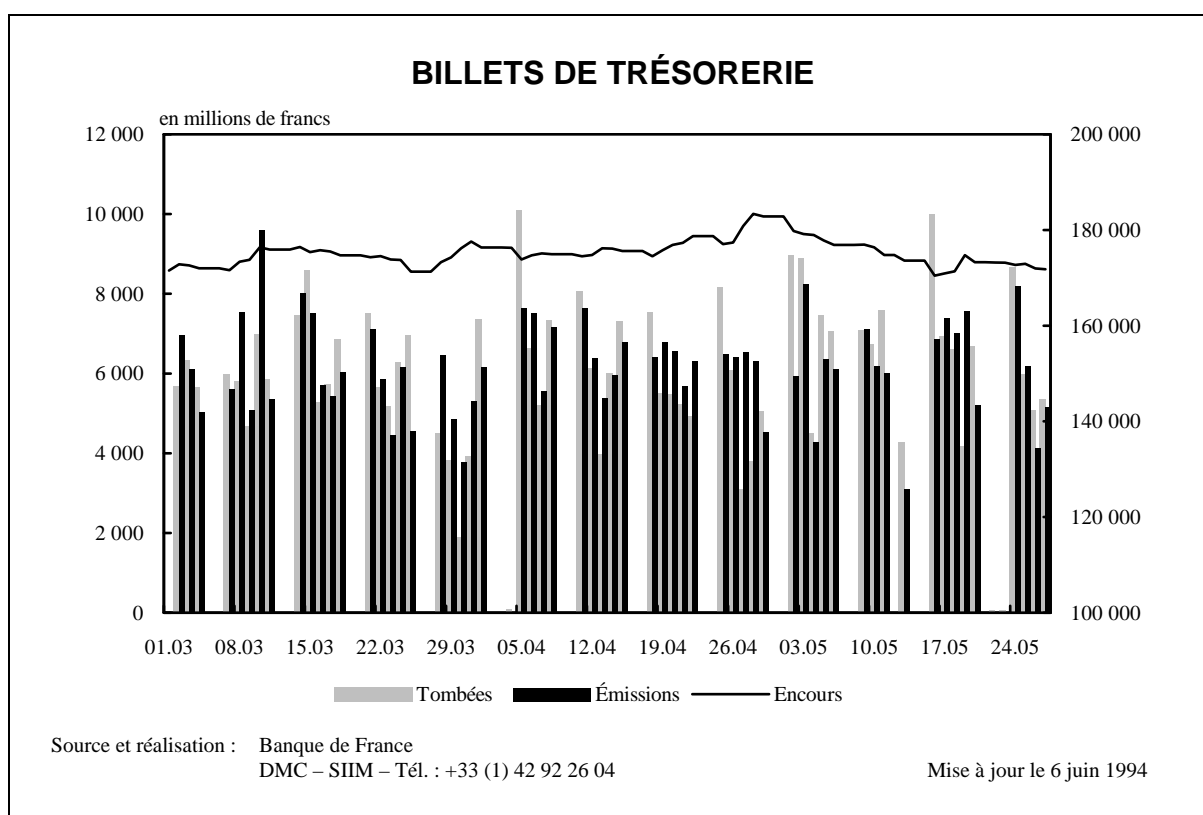




**Billets de trésorerie (BT)**

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 171,8 milliards de francs le 27 mai (dernier chiffre provisoire disponible), contre 182,8 milliards le 30 avril et 177,6 milliards le 31 mars.

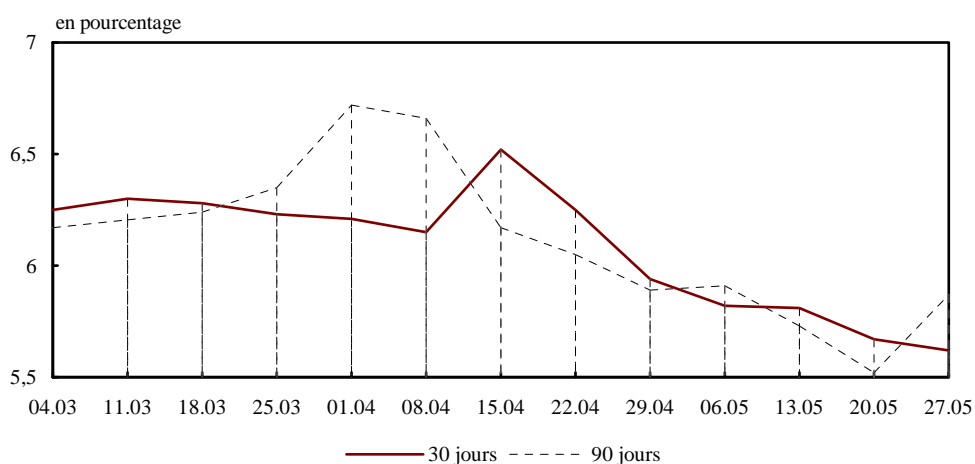
Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 27 mai a atteint 111,1 milliards de francs, contre 128,2 milliards en avril et 138,0 milliards en mars (respectivement 122,1 milliards de francs, contre 122,9 milliards et 134,6 milliards pour les tombées). Six émetteurs ont réduit leur encours de plus d'un milliard de francs entre le 30 avril et le 27 mai : LVMH (-2,61 milliards de francs), Guinness PLC (-2,60 milliards), la SNCF (-2,00 milliards), Suez Finance SA (-1,36 milliard), Aérospatiale SNI (-1,35 milliard) et Morgan Stanley Group (-1,22 milliard). Dans le même temps, seuls deux émetteurs ont progressé au-delà de ce seuil : Rhône-Poulenc (+1,72 milliard de francs) et la Compagnie générale des Eaux (+1,52 milliard).



Le 27 mai, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 105 ; 41 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 56,5 % de l'encours global.

**TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT**

		<i>(en pourcentage)</i>			
		2 au 6 mai	9 au 13 mai	16 au 20 mai	24 au 27 mai
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,68	5,59	5,53	5,50
	Plus haut	5,90	5,99	5,83	5,72
Tiop à un mois	Plus bas	5,87	5,75	5,69	5,63
	Plus haut	5,88	5,81	5,75	5,69

**TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT  
(moyenne hebdomadaire pondérée)**

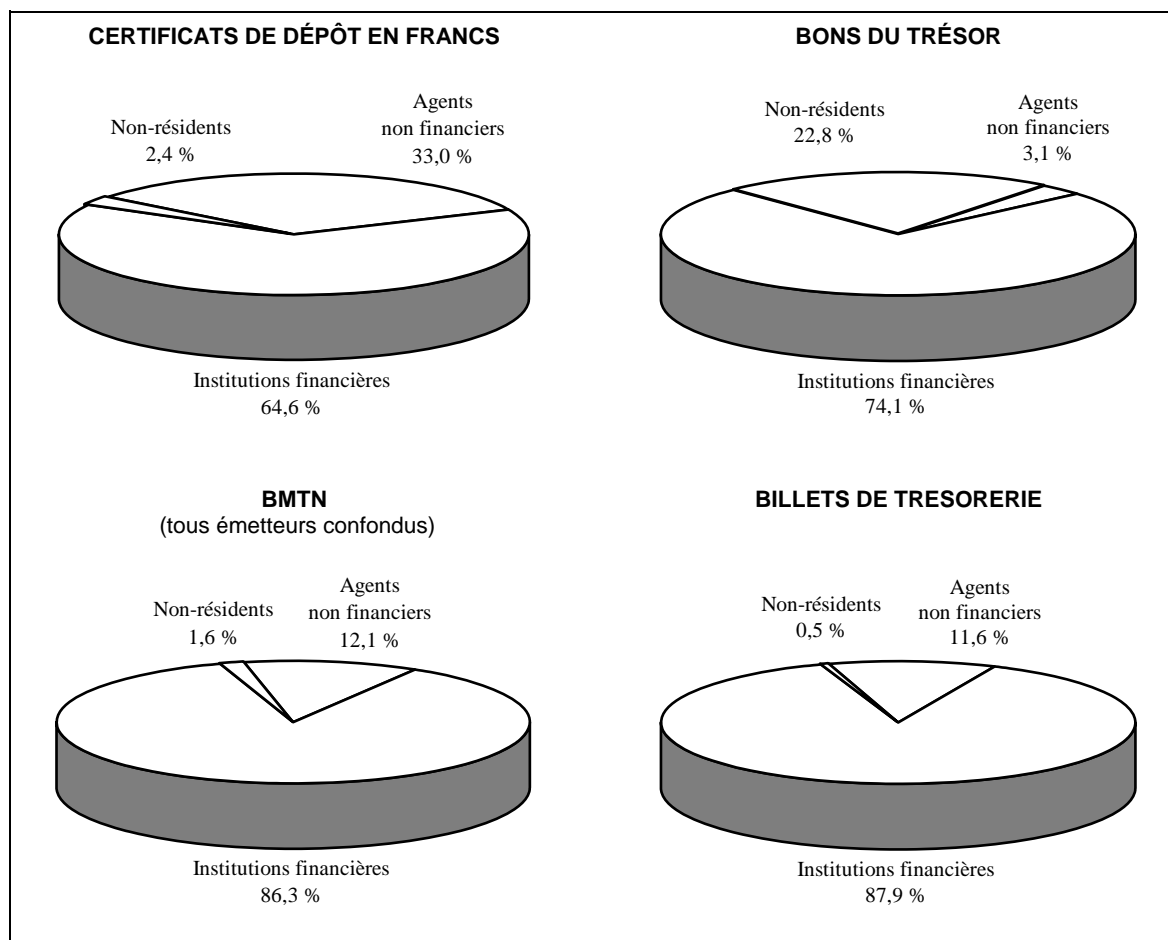
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 36

Mise à jour le 6 juin 1994

**Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin avril)**

La position des institutions financières (établissements de crédit et OPCVM) s'est légèrement réduite sur les certificats de dépôt en francs (– 0,7 point) et sur les billets de trésorerie (– 2 points), mais est demeurée relativement inchangée sur les autres titres de créances négociables.

À l'inverse, les agents non financiers ont renforcé leur part de détention en certificats de dépôt libellés en francs (+ 0,5 point) et en billets de trésorerie (+ 1,9 point).



## 5.2.2. Le marché primaire obligataire en mai

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

Depuis le mois de février, la volatilité des marchés de taux incite les émetteurs comme les investisseurs à la prudence. La hausse des taux d'intérêt à long terme a en effet sérieusement ralenti le flux des émissions. Les emprunteurs qui n'ont pas de besoins urgents hésitent à lever des fonds au niveau actuel des taux et les investisseurs redoutent le risque de dépréciation rapide des titres achetés.

L'activité sur les marchés primaires obligataires a donc été de nouveau globalement réduite en mai, davantage sur le marché intérieur — qui a toutefois été très animé en milieu de période à la suite de l'accélération du mouvement de baisse des taux en Allemagne puis d'un nouveau durcissement de la politique monétaire américaine — que sur le compartiment de l'eurofranc qui, cependant, souffre toujours de l'absence des grands investisseurs internationaux.

La collecte des fonds reflète également cette évolution malgré le décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Les flux d'émissions brutes n'ont atteint que 38 milliards de francs en mai, contre 43 milliards en avril et 50 milliards en mars. Près de 70 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué uniquement d'émissions en eurofrancs.

### ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) Ventilation par marché

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Mai 1994	5 mois 1994	5 mois 1993	Année 1993		Mai 1994	5 mois 1994	5 mois 1993	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
20,4	107,6	104,3	360,2	État	0,3	85,0	74,9	304,0
2,1	29,1	53,1	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 2,3	- 14,0	6,9	12,5
3,2	28,4	28,0	48,2	Sociétés non financières	-	13,8	13,7	12,7
0,8	23,3	0,8	4,1	Autres émetteurs résidents	0,5	21,8	- 1,8	- 0,5
<b>26,5</b>	<b>188,4</b>	<b>186,3</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 1,5</b>	<b>106,6</b>	<b>93,7</b>	<b>328,7</b>
-	<b>2,0</b>	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	<b>2,0</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 1,5</b>
<b>26,5</b>	<b>190,4</b>	<b>186,3</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>- 1,5</b>	<b>108,6</b>	<b>93,3</b>	<b>327,3</b>
-	4,0	4,6	16,4	dont émissions en écus (b)	-	4,0	4,6	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,4	34,1	26,7	79,9	Établissements de crédit et assimilés	- 2,5	23,0	24,2	65,5
2,5	12,0	21,8	43,7	Sociétés non financières	2,5	10,0	21,4	42,9
-	0,8	-	4,9	Autres émetteurs résidents	-	0,8	-	4,9
<b>3,9</b>	<b>47,9</b>	<b>48,4</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	-	<b>33,8</b>	<b>45,6</b>	<b>113,3</b>
<b>7,9</b>	<b>36,5</b>	<b>37,6</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>7,1</b>	<b>33,6</b>	<b>34,1</b>	<b>72,0</b>
<b>11,8</b>	<b>84,4</b>	<b>86,0</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>7,2</b>	<b>67,4</b>	<b>79,7</b>	<b>185,2</b>
-	5,0	-	-	dont émissions en écus	- 2,2	1,9	-	- 2,5
-	4,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	- 2,2	1,7	-	- 2,5

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB).

(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

Source et réalisation : Banque de France

DESM - PVM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 2 juin 1994

La **collecte des résidents** ressort à 30 milliards de francs (34 milliards en avril), soit 80 % des émissions réglées en mai.

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 20,4 milliards de francs (22,1 milliards en valeur nominale), après 19,3 milliards en avril. Dans des conditions de marché difficiles, les fonds ont été levés en francs sur trois lignes, l'« OAT 5,50 % avril 2004 » l'« OAT 8,50 % novembre 2002 » et l'« OAT 6 % octobre 2025 ». Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,2 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (19 à 21 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 3 milliards au titre des soumissions non compétitives. Les taux de rendement se sont fortement tendus pour s'établir à 7,09 % et 7,73 % pour chacune des OAT 2004 et 2025, en hausse respectivement de 62 et 68 points de base par rapport aux adjudications du mois précédent.

**Hors État**, la collecte des résidents a atteint 10 milliards de francs seulement (15 milliards en avril), 40 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les **établissements de crédit** ont recueilli 35 % seulement de ce montant, soit 3,5 milliards de francs, après 6 milliards en avril. Plus de la moitié des fonds (2 milliards de francs) provient d'emprunts émis sur le marché intérieur.

Les émissions

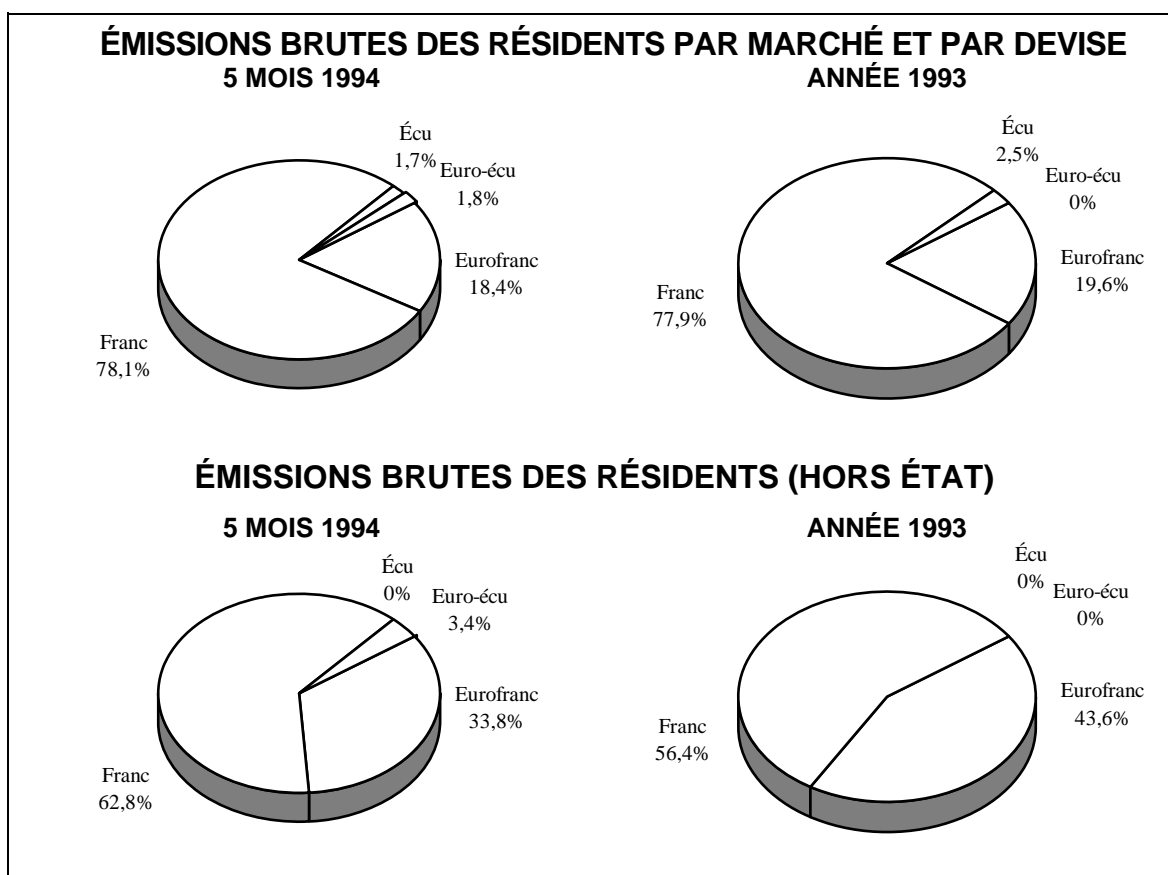
Les **sociétés non financières** ont levé 6 milliards de francs) en mai (9 milliards en avril), en majorité sur le marché intérieur.

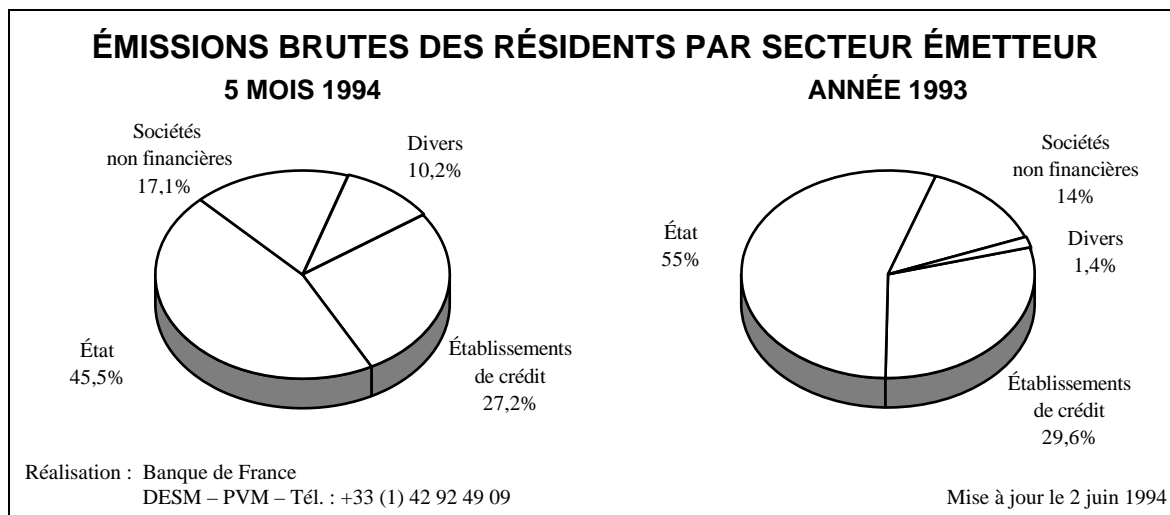
La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, a atteint de nouveau près de 8 milliards de francs, en raison notamment du règlement de l'emprunt de 5 milliards émis par le royaume de Belgique.

Au terme des cinq premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** est restée stable, d'une année sur l'autre, à hauteur de 235 milliards de francs environ.

Globalement, les résidents ont, comme en 1993, maintenu (en proportion) leur appel au compartiment international à hauteur de 20 % de leurs emprunts. Ils ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 3,5 % du total des émissions sur ces marchés à fin mai 1994, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Ces évolutions doivent être toutefois nuancées en raison du poids du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) dans la collecte des résidents en 1993. En effet, près de 63 % des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État, concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de l'année 1993.

Si la part de l'État reste prépondérante sur le marché intérieur (avec près de 57 % des émissions brutes), elle représente à fin mai 1994, environ 45 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % pour l'ensemble de l'année 1993.





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

Parmi les événements qui sont intervenus au cours du mois sous revue, on retiendra plus particulièrement les faits suivants.

En milieu de mois, le Trésor a annoncé une *révision en baisse du programme indicatif de financement de l'État* pour l'année 1994. Le montant global d'émission pourrait être réduit de 20 milliards de francs et ramené ainsi à 500 milliards, dont 255 milliards d'OAT.

En vue de faciliter l'accès des émetteurs au marché intérieur<sup>1</sup>, le Trésor a récemment proposé au Comité des émissions un projet de réforme (dont la date de mise en application n'est pas encore fixée) supprimant la *procédure du calendrier*. Tout émetteur pourra alors demander une autorisation au Trésor jusqu'à midi la veille de la date d'émission. Cependant, pour les émetteurs les plus réguliers, un droit de priorité est institué le lundi et le mardi de chaque semaine. Pour bénéficier de ce droit, les émetteurs devront établir avec le Trésor, durant la première semaine de décembre, leurs besoins prévisionnels d'emprunts pour l'année à venir<sup>2</sup>.

À l'occasion de la privatisation de la société centrale Union des assurances de Paris (UAP)<sup>3</sup>, un peu plus de 15,5 millions de titres de l'*emprunt d'État 6 % juillet 1997*, soit 1,6 milliard de francs environ, ont été annulés en mai dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public<sup>4</sup>. L'encours nominal des titres restant en circulation après cette offre publique de vente s'élève à 103,4 milliards de francs.

Dans le cadre des opérations de gestion active de la dette publique, le Trésor a lancé du 27 avril au 3 mai, une *offre publique d'échange sur trois lignes « anciennes » d'OAT en écus*<sup>5</sup> représentant un encours de plus de 7 milliards d'écus (environ 47 milliards de francs). Cette offre proposait d'échanger (avec versement d'une soulte) les obligations anciennes contre de nouvelles OAT 6,75 % avril 2002 en

<sup>1</sup> Sur le marché intérieur, une inscription au calendrier doit être demandée au Comité des émissions 3 semaines au moins avant le lancement d'un emprunt sur le « grand marché » (émission supérieure à 1 milliard de francs, toutes tranches confondues inscrites à un même Balot). Sur le « petit marché » (émission inférieure à 1 milliard de francs dans la limite de 2 milliards par émetteur et par année civile), les opérations sont libres. Toutefois, il est demandé aux émetteurs ou à leurs chefs de file d'informer le Comité au plus tard la veille de l'opération envisagée.

<sup>2</sup> Le calendrier d'émission ainsi défini sera révisable trimestriellement mais si l'émetteur annule son opération moins de deux semaines avant la date d'émission programmée, il perdra son droit de priorité pendant deux mois.

<sup>3</sup> L'offre publique de vente a porté finalement sur 54,4 millions d'actions (au prix unitaire de 152 francs) pour un montant de 8,3 milliards de francs.

<sup>4</sup> Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

<sup>5</sup> Cette offre, valable jusqu'au 3 mai pour les porteurs ordinaires (personnes physiques présentant plus de 20 titres par emprunt et personnes morales) et jusqu'au 10 mai pour les personnes physiques présentant de petits ordres, concerne les OAT 9,50 % avril 2000, 10 % février 2001 ainsi que l'OAT mars 2002 qui a quitté le gisement du contrat Matif écu long terme.

écus, dans la limite de 1,7 milliard d'écus pour les porteurs ordinaires. Avec 1,8 milliard d'écus apporté à l'échange, l'objectif de cette opération a donc été légèrement dépassé.

Après avoir permis en début d'année le démembrement de quatre lignes d'OAT en écus, le Trésor a autorisé, à compter du 26 mai 1994, le *démembrement et le remembrement de la nouvelle OAT 6,75 % avril 2002 issue de l'offre publique d'échange d'OAT en écus*, sans contingentement ni limitation aucune<sup>1</sup>. Afin de rendre fongibles les certificats d'intérêt ayant des dates d'échéance communes, leur montant a été fixé à 1,25 écu.

### 5.2.3. Le marché primaire des actions<sup>2</sup>

<b>ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT</b>					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Février 1994	Mars 1994	3 mois 1994	3 mois 1993	Année 1993
<b>TOTAL ÉMIS (a)</b> .....	<b>18,08</b>	<b>22,38</b>	<b>73,60</b>	<b>73,71</b>	<b>240,20</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	2,03	9,73	15,93	5,21	66,21
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,74	9,46	15,67	6,18	67,03
(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale (b) Cote officielle et second marché (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB  Source : Crédit Lyonnais Réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09 <span style="float: right;">Mise à jour le 3 juin 1994</span>					

Au terme du premier trimestre, les émissions d'actions sont restées stables d'une année sur l'autre, à hauteur de 74 milliards de francs. Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, fortement progressé en raison de la meilleure tenue de la bourse et de l'amélioration des anticipations relatives aux perspectives d'activité des entreprises. Les émissions effectuées avec appel public à l'épargne ont ainsi atteint 16 milliards de francs à fin mars 1994, contre moins de 6 milliards un an auparavant. Cette évolution se trouve par ailleurs largement amplifiée par la reprise vigoureuse des émissions d'obligations convertibles en actions dont le montant approchait, au terme des quatre premiers mois, 20 milliards de francs, contre 6 milliards seulement en 1993.

<sup>1</sup> La Sicovam et les spécialistes en valeurs du Trésor (agissant dans le cadre d'un groupement d'intérêt économique) ont seuls la faculté de démembrer ou de reconstituer ces emprunts, qui conservent la garantie de l'État.

<sup>2</sup> Le Crédit lyonnais, qui a entrepris l'intégration dans sa base de données de la nouvelle nomenclature d'activités professionnelles exercées (NAPE) élaborée par l'INSEE, a été contraint de différer la publication des statistiques relatives au mois d'avril 1994.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Après avoir été relativement stable au cours de la première quinzaine de mai, la tendance à la Bourse de Paris s'est fortement dégradée durant la seconde partie du mois. Au total, l'indice CAC 40 perd 6,70 %, atteignant fin mai son plus bas niveau depuis le début de l'année.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

Les cours des actions françaises ont enregistré un repli modéré jusqu'au 9 mai, sous l'influence de la baisse du marché obligataire.

À compter du 10 mai, un mouvement de reprise s'est amorcé, avec des volumes d'échanges réduits en raison de la fête de l'Ascension. Les baisses de taux directeurs décidées en France et en Allemagne ont été bien accueillies par les investisseurs. Par ailleurs, la multiplication des signes de reprise de l'activité économique dans l'hexagone a constitué un facteur de soutien. L'opération de privatisation de l'UAP a rassemblé 1,9 million de souscripteurs (personnes physiques) pour un montant total de 19 milliards de francs.

À partir du 17 mai, les cours se sont orientés à la baisse, cette tendance s'accroissant durant les dernières séances du mois. Le marché des actions a été particulièrement affecté par la poursuite du mouvement de remontée des taux d'intérêt à long terme et par la faiblesse du dollar. D'importants dégagements d'investisseurs non-résidents ont été notés alors que la demande de titres émanant d'institutions ou de particuliers — fortement sollicités depuis le début de l'année par les augmentations de capital et les opérations de privatisation — demeurait faible.

Le mois boursier de mai (le 24) s'est finalement soldé par un repli de 0,09 % de l'indice CAC 40, soit la quatrième liquidation négative consécutive depuis le début de l'année, et le repli s'est accéléré les jours suivants, l'indice CAC 40 revenant en dessous du seuil de 2 050 pour la première fois depuis juillet 1993.

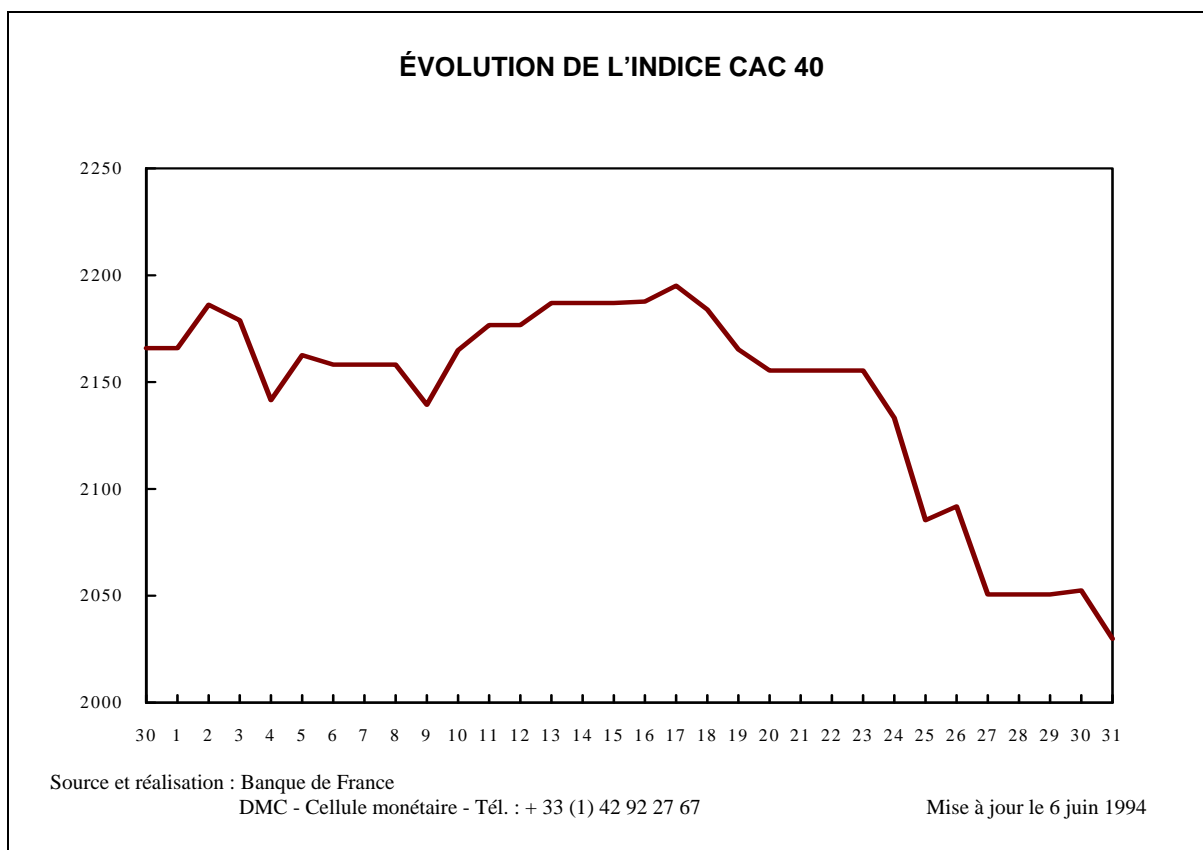
Sur l'ensemble du mois, les Bourses de Francfort et de Londres enregistrent un mouvement de repli d'une ampleur équivalente. En revanche, l'indice Dow Jones à New York a regagné du terrain, et l'indice Nikkei à Tokyo s'est inscrit fin mai à son plus haut niveau de l'année grâce à un courant d'achat d'investisseurs non résidents.

INDICES BOURSIERS				
	30 avril 1994	31 mai 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
Wall Street (Dow Jones).....	3 681,69	3 758,37	2,00	0,11
Londres (FT 100).....	3 125,30	2 970,50	-5,20	-15,08
Tokyo (Nikkei).....	19 725,25	20 973,59	5,90	16,96
Paris (CAC 40).....	2 165,96	2 029,90	-6,70	-11,74
Francfort (Dax).....	2 245,98	2 127,70	-5,50	-6,53

Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél . : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 6 juin 1994





### 5.3.2. La tendance au début du mois de juin

(arrêtée au 7)

À la Bourse de Paris, la chute des cours s'est poursuivie, l'indice CAC 40 perdant 2,47 % à 1 979,7. Puis une reprise technique s'est développée le 2 juin (+ 1,4 %) et le 3 juin (+ 1,71 %).

À partir du 6 juin, le marché a retrouvé une tendance baissière, sous l'effet de la remontée des taux obligataires. L'indice CAC 40 a fléchi de 0,22 % le 6 juin et de 0,6 % le 7 juin.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

En avril 1994, les moyens de paiement (M1) ont de nouveau augmenté, de 0,5 %. Les placements à vue à taux réglementés (M2 – M1) se sont également accrus, de 0,9 %. Les *agrégats de monnaie étroits (M1 et M2)*, présentent ainsi une évolution positive depuis fin août 1993. *Au cours des huit derniers mois, la progression de M1 a été de 5,5 % (soit 8,3 % en taux annualisé) et celle de M2 de 5 % (soit 7,6 % en taux annualisé).* Ce redressement s'explique en partie, notamment en ce qui concerne M2 – M1, par la diminution du coût d'opportunité de la détention d'encaisses non rémunérées ou de placements à vue rémunérés à des taux plafonnés, mais dont les conditions antérieures ont été maintenues pour la quasi-totalité d'entre eux. *Cependant, le développement de M1, agrégat le plus représentatif des encaisses de transaction, paraît surtout lié à l'amélioration de la conjoncture et des perspectives de l'activité économique.*

Les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) ont augmenté, de 0,4 %, pour la première fois depuis huit mois. En particulier, une hausse sensible (1,1 %) des titres d'OPCVM court terme détenus par les agents non financiers est intervenue, après plusieurs mois de variations négatives. De ce fait, *l'agrégat M3 a progressé de 0,5 % en avril 1994.*

L'évolution sur un an de cet agrégat continue de refléter l'impact des transferts de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie qui se sont produits notamment dans la seconde partie de l'année 1993 et au début de 1994. De ce fait, et en dépit de la reprise intervenue en avril, la variation annuelle de M3, entre moyennes trimestrielles centrées, se traduit toujours par un recul, de 3,9 % nominalement et de 1 % si l'on tient compte des facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisations et aux changements de réglementation fiscale qui ont influé sur la répartition des placements en 1993.

La progression de *l'agrégat de placement P1* (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) est restée vive et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à 18,6 % sur un an. En particulier, les plans d'épargne-logement se sont accrus de 1,2 % au cours du mois d'avril et de 18,5 % sur un an tandis que, sur la même période, les plans d'épargne populaire se sont accrus de près de 27,5 %.

La progression de *l'endettement intérieur total* est demeurée ferme au début de l'année 1994 (5,1 % en glissement sur 12 mois à fin février). Comme en 1993, cette évolution résulte d'une croissance très soutenue des financements de marché (16,9 % en un an) et, notamment, des ressources obligataires (22,4 %).

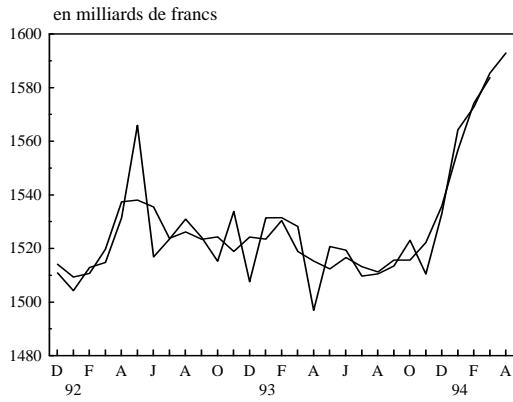
Pour leur part, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit enregistrent, sur un an, un recul moins prononcé qu'à la fin du mois précédent (– 1,6 %, après – 2,1 % à fin janvier). La croissance des crédits aux ménages s'est renforcée (2,9 %, après 2,4 %) et la contraction des crédits aux sociétés s'est atténuée (– 4,3 %, au lieu de – 4,7 %).

### AGRÉGATS MONÉTAIRES

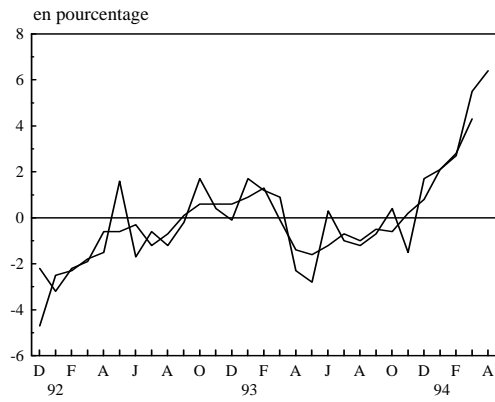
Tableau non disponible

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

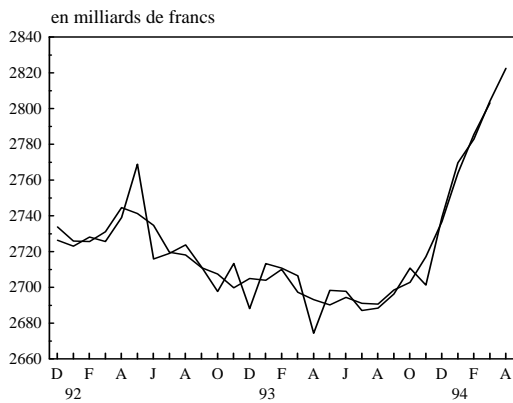
**M1**  
**Encours cvs**



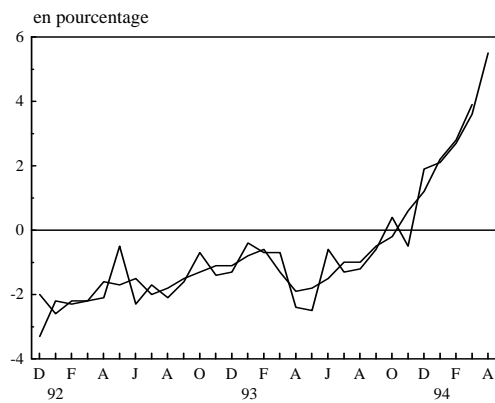
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



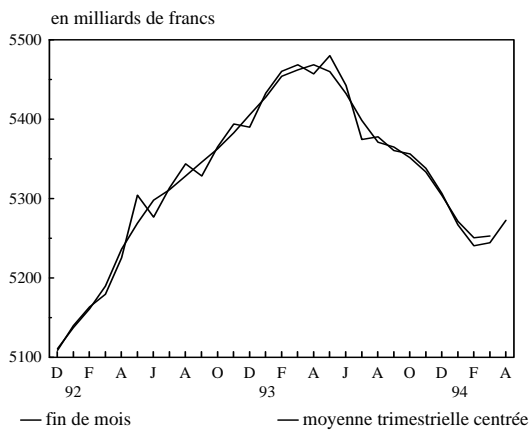
**M2**  
**Encours cvs**



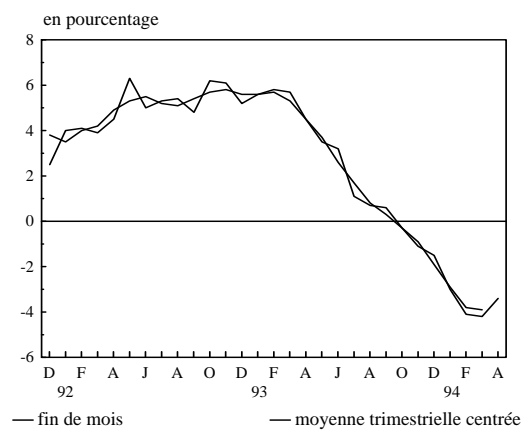
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



**M3**  
**Encours cvs**



**M3**  
**Glissements sur 12 mois**

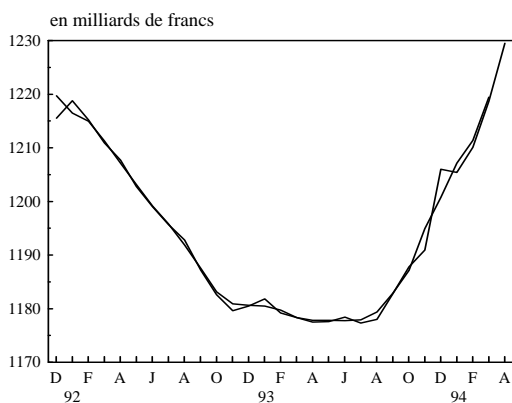


Actualité

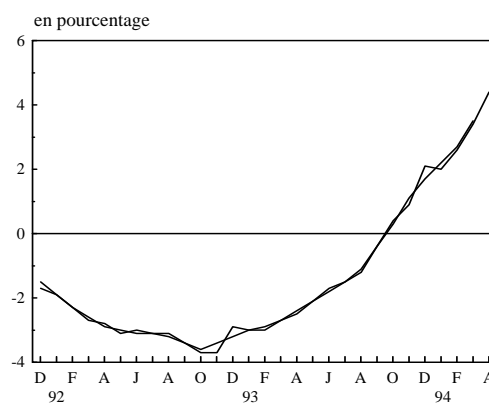
LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

Actualité

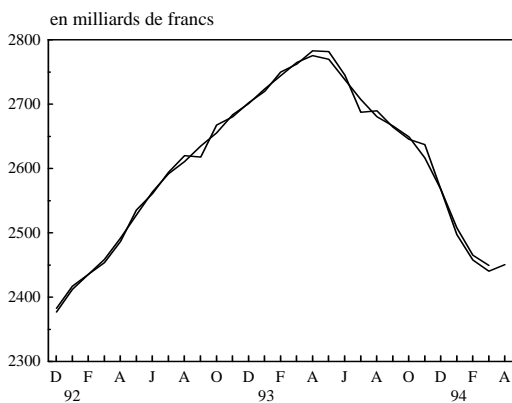
**M2 – M1**  
Encours cvs



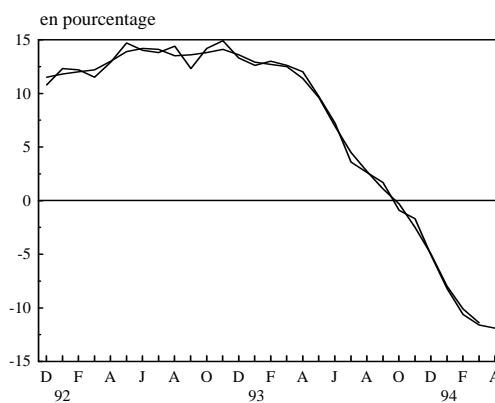
**M2 – M1**  
Glissements sur 12 mois



**M3 – M2**  
Encours cvs



**M3 – M2**  
Glissements sur 12 mois



— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

**ÉVOLUTION DES AGRÉGATS**

Tableau non disponible

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

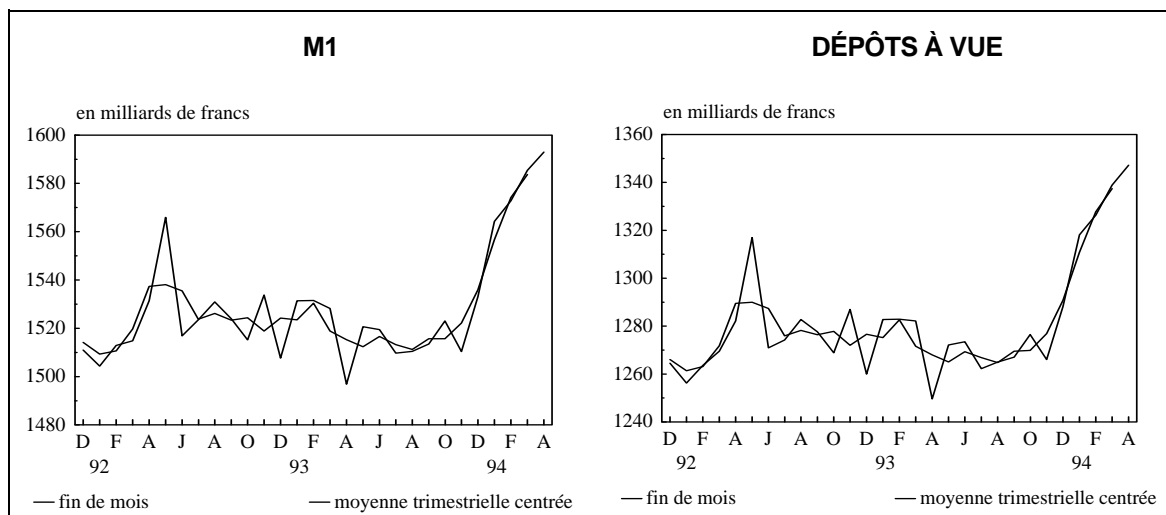
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle <sup>1</sup>

(statistiques à fin avril)

#### M1

En avril, l'agrégat M1 a progressé de 0,5 % (après 0,8 % le mois précédent). En augmentation continue depuis septembre 1993, le rythme de croissance annuel de M1 est passé de - 1 % en août 1993 à 0,2 % à fin décembre, 2,8 % à fin mars puis à 4,3 % à fin avril.

Les dépôts à vue, principale composante de M1, ont progressé de 0,6 % en avril, après 1,0 % en mars. Leur variation sur douze mois s'établit à 5,2 %, après 3,5 % à fin mars et 2,7 % à fin février.



Par ailleurs, l'encours des billets et monnaies a baissé de 0,3 % en avril ; en termes annuels, son évolution ressort à - 0,4 %, au lieu de - 0,5 % à la fin du mois précédent.

#### M2 - M1

La progression de l'ensemble des composantes de M2 - M1 s'est accélérée en avril (+ 0,9 %, après + 0,7 % le mois précédent). Leur croissance annuelle atteint 3,5 % (contre 2,7 % à fin mars).

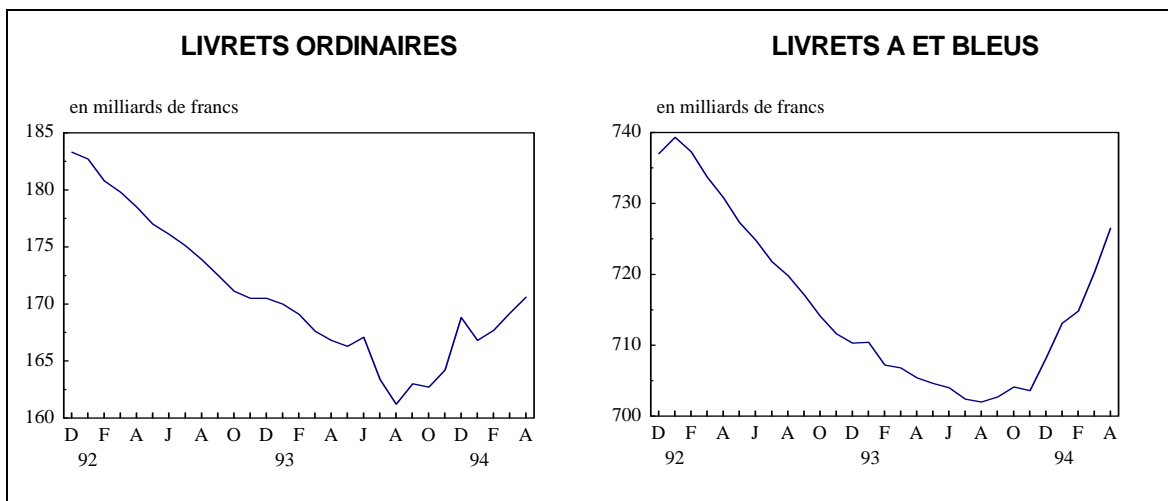
L'encours des livrets A et bleus a progressé de 0,9 %, après + 0,8 % en mars et leur évolution annuelle ressort à + 2 % à fin avril, après + 1,1 % à fin mars.

Les fonds sur Codevi ont progressé de 1,9 % en avril (1,1 % en mars), ce qui marque la poursuite d'un mouvement particulièrement dynamique amorcé en juillet 1993. Leur progression annuelle atteint 22,7 % à fin avril, après 21,7 % à fin mars.

Les comptes d'épargne-logement sont restés pratiquement stables en avril (+ 0,1 %), mais ils conservent un rythme de progression soutenu sur un an (6,1 % à fin avril, après 6,4 % à fin mars).

<sup>1</sup> Tous les graphiques sont en encours (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables et de P1. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.

Les livrets soumis à l'impôt se sont accrus en un mois de 0,8 %, après + 0,9 % en mars. Orientée à la hausse depuis septembre 1993, leur évolution annuelle est redevenue positive à fin avril (+ 0,8 %, au lieu de - 0,6 % le mois précédent).



### **M3 – M2**

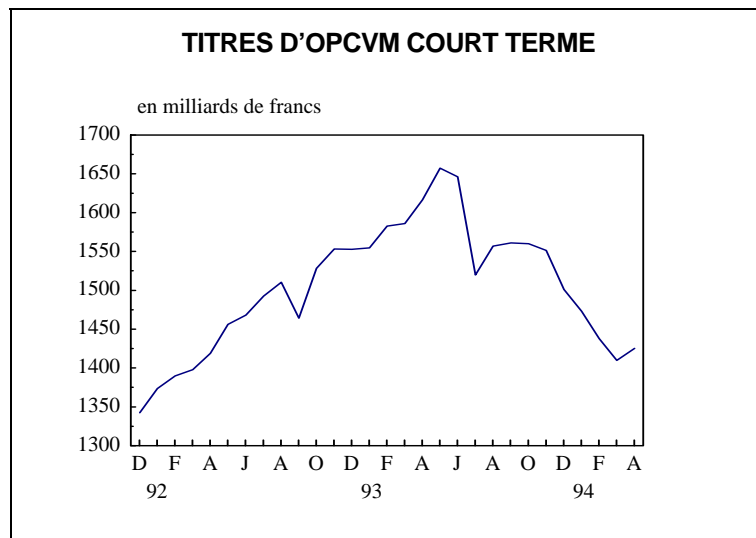
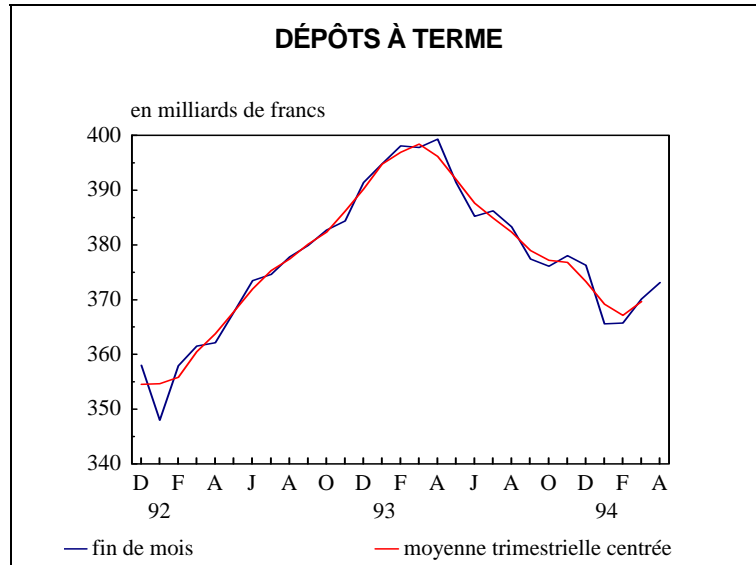
L'évolution de l'agrégat M3 – M2 est redevenue positive en avril (+ 0,4 %, au lieu de - 0,7 %) sous l'effet du redressement de l'encours des titres d'OPCVM court terme. Cependant, l'évolution de M3 – M2, en glissement annuel, ressort à - 11,4 % à fin avril, après - 10,1 % à fin mars.

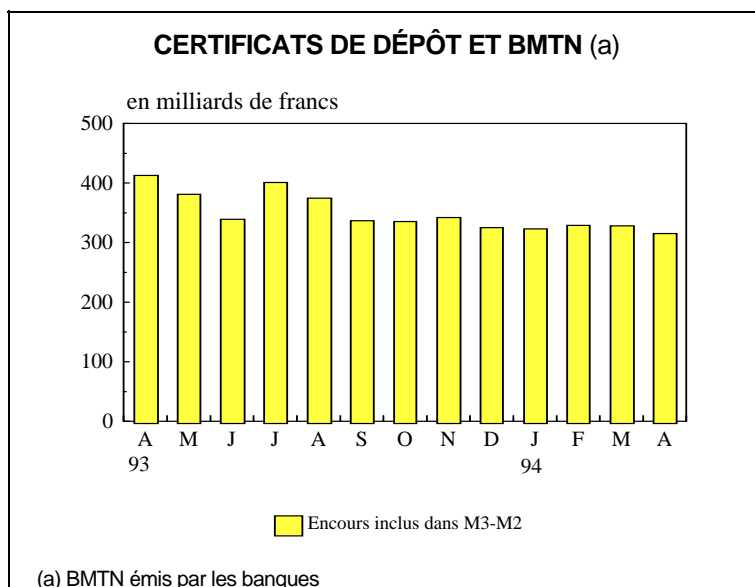
Les titres d'OPCVM court terme ont augmenté de 1,1 % en avril, au lieu de - 2,0 % en mars. Sur un an, ils se sont inscrits en recul de 10,7 %, après - 8,5 % à fin mars.

Les placements à terme se sont réduits de 0,5 % en avril et de 9,9 % sur un an.

L'encours des titres de créances négociables détenus par les agents non financiers et émis par les établissements de crédit est revenu de 344,7 milliards de francs en mars à 332,4 milliards en avril.



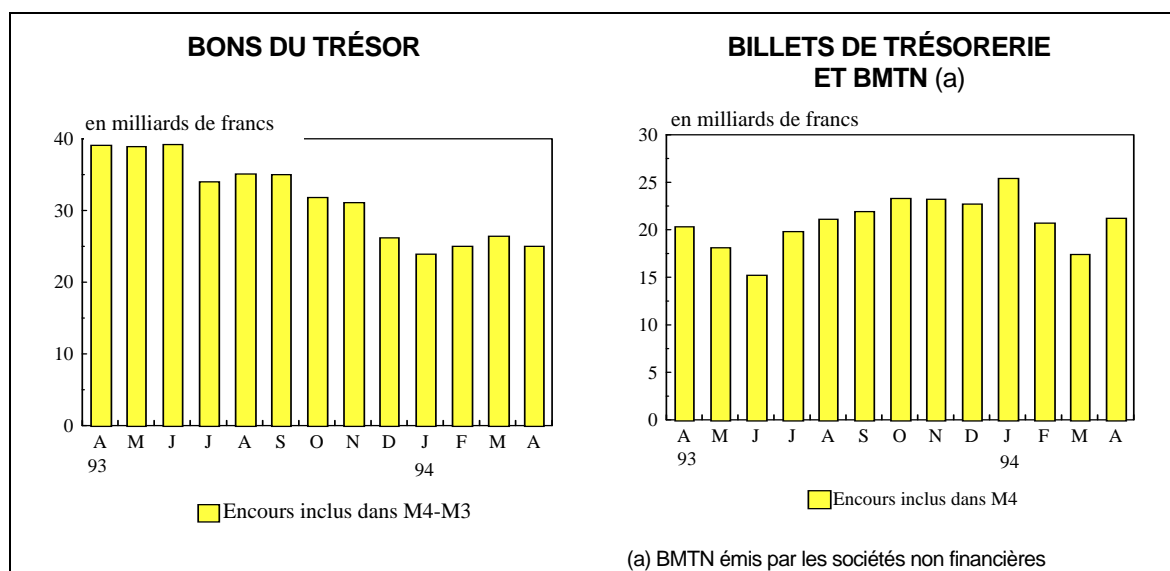




**M4 – M3**

Le montant des bons du Trésor détenus par les agents non financiers a représenté 25 milliards de francs en avril, après 26,4 milliards le mois précédent.

L'encours des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par les agents non financiers s'est accru de 3,8 milliards de francs pour atteindre 21,2 milliards en avril.

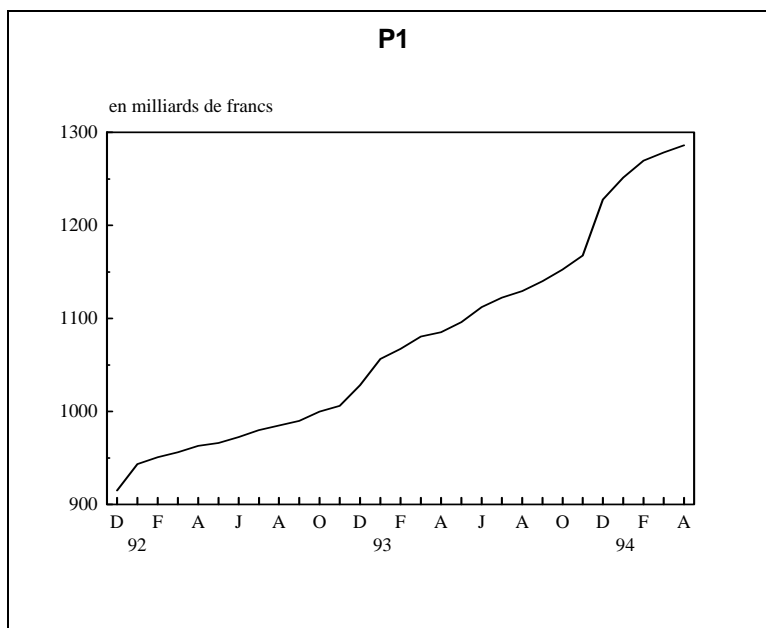


### P1

L'agrégat de placement P1 a atteint en avril 1 286 milliards de francs, soit une progression de 18,6 % sur un an.

L'encours des plans d'épargne-logement a augmenté de 1,2 % en avril et de 18,6 % en glissement annuel.

Les fonds placés sur les plans d'épargne populaire s'élèvent à 386,8 milliards de francs, en hausse de 27,5 % sur un an .



## 6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

### 6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin février)<sup>1</sup>

#### Vue d'ensemble

En glissement sur douze mois, à fin février 1994, la contraction des concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit était moindre qu'à la fin du mois précédent (-1,6 %, après -2,1 % à fin janvier). La croissance des crédits aux ménages s'est renforcée (2,9 %, après 2,4 %), tandis que les crédits aux sociétés et les crédits aux autres agents étaient en repli respectivement de 4,3 % et de 4,8 % (après respectivement -4,7 % et -5,2 %).

Pour leur part, les crédits accordés par les banques ont enregistré, sur un an, un recul de 4,5 % (après -3,7 % à fin janvier). Cette évolution a résulté une nouvelle fois, d'une diminution des concours accordés à chaque catégorie d'agents, toutes les catégories d'agents bénéficiaires, et plus particulièrement aux sociétés (-8,3 %, après -6,3 %) et aux autres agents (-5,1 %, après -6,9 %) ; les crédits des banques aux ménages n'ont diminué quant à eux que de 0,3 % (après -0,4 %). L'évolution divergente des crédits des banques et de ceux des autres établissements de crédit résulte essentiellement du fait que les crédits aux ménages, composante la plus dynamique actuellement, sont principalement distribués par les établissements autres que les banques.

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					
<i>(en pourcentage)</i>					
	1992	1993			1994
	Décembre	Juin	Septembre	Décembre	Février
<b>BANQUES</b>					
- Total des crédits.....	3,1	-0,4	-2,8	-3,7	-4,5
- Sociétés.....	3,4	-1,2	-5,0	-7,4	-8,3
- Ménages.....	0,7	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3
- Autres agents.....	21,9	4,5	-2,8	1,6	-5,1
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
- Total des crédits.....	3,0	-0,1	-1,2	-0,8	-1,6 (a)
- Sociétés.....	3,0	-2,0	-3,6	-6,0	-4,3 (a)
- Ménages.....	0,5	1,0	1,0	0,7	2,9 (a)
- Autres agents.....	11,4	4,4	2,6	15,5	-4,8 (a)
(a) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France					
DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 28			Mise à jour le 27 mai 1994		

#### Les crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique

En variation mensuelle, le repli des crédits des banques à l'économie s'est accentué (-0,7 %, après -0,2 % en janvier). Cette évolution provient exclusivement de la baisse des crédits aux sociétés (-1,4 %, après 0,9 % en janvier). Les crédits aux ménages ont augmenté de 0,3 %, après une contraction de 0,6 % en janvier. Les crédits aux autres agents sont restés stables après une diminution de 8,5 % en janvier.

<sup>1</sup> Les nouveaux documents issus de la réforme Bafi, entrée en vigueur en janvier dernier, ne peuvent pas être systématiquement raccordés avec ceux existant précédemment. Les ruptures les plus importantes, consécutives à ce changement, ont conduit à effectuer des corrections statistiques visant à éliminer les mouvements sans fondement réel. C'est pour cette raison, notamment, que les crédits de trésorerie et la rubrique relative aux autres crédits ont été provisoirement regroupés pour les commentaires. L'évolution des crédits, ventilés par objet et par agent, est donc à interpréter avec prudence.

## ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE

(en pourcentage)

	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1993	1994		1994	
	Décembre	Janvier	Février	Janvier	Février
<b>TOTAL</b> .....	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,7</b>	<b>-4,5</b>
<b>SOCIÉTÉS</b> .....	-0,9	0,9	-1,4	-6,3	-8,3
– Investissement des sociétés .....	-2,4	-0,6	-0,5	-2,4	-2,7
– Trésorerie des sociétés .....	-0,9	1,6	-3,8	-9,8	-10,7
– Autres crédits .....	0,9	1,6	1,8	-4,3	-10,4
<b>MÉNAGES</b> .....	0,2	-0,6	0,3	-0,4	-0,3
– Habitat ménages .....	0,3	-0,3	0,1	1,7	1,5
– Trésorerie des particuliers .....	0,5	-1,9	0,8	-1,6	-0,7
– Autres crédits .....	-0,4	-0,3	0,5	-4,7	-4,5
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS</b> .....	0,5	-8,5	0,0	-6,9	-5,1

Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28

Mise à jour le 27 mai 1994

La contraction des concours accordés aux sociétés recouvre une diminution des crédits de trésorerie (– 3,8 %, après 1,6 % en janvier) et, de façon moins marquée, des crédits à l'investissement (– 0,5 %, après – 0,6 %), tandis que la hausse des autres crédits s'est légèrement renforcée (1,8 %, après 1,6 %).

Sur un an, le recul des concours accordés aux sociétés par les banques s'est accentué (– 8,3 %, après – 6,3 % à fin janvier). La baisse des crédits à l'investissement a été de 2,7 % et celles des crédits de trésorerie et des autres crédits respectivement de 10,7 % et 10,4 %.

Sur un mois, l'encours des crédits des banques aux ménages s'est accru de 0,3 %, après une baisse de 0,6 % en janvier. Les différentes catégories de concours ont contribué à cette hausse : les crédits à l'habitat ont augmenté de 0,1 %, alors qu'ils avaient diminué de 0,3 % le mois précédent, les crédits de trésorerie de 0,8 % (au lieu de – 1,9 %) et les autres crédits de 0,5 % (au lieu de – 0,3 %).

En variation sur douze mois, les crédits aux ménages sont en légère réduction : – 0,3 % (après – 0,4 % à fin janvier). Cette évolution recouvre une augmentation des crédits à l'habitat (1,5 %), une baisse des crédits de trésorerie (– 0,7 %) et une contraction des autres crédits (– 4,5 %).

Les crédits aux autres agents sont restés stables d'un mois sur l'autre, après avoir diminué de 8,5 % en janvier. Leur évolution annuelle s'est inscrite de nouveau en baisse (– 5,1 %, après – 6,9 % à fin janvier).

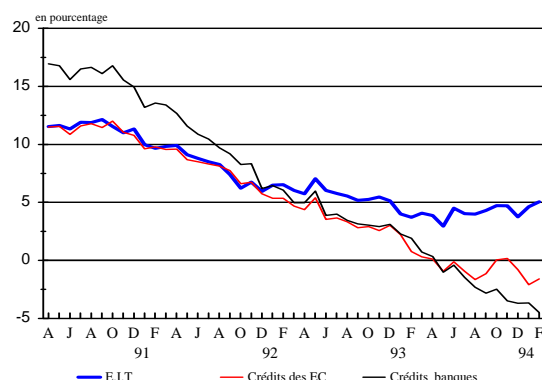
### 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin février)

Le rythme de progression de l'endettement intérieur total s'est encore renforcé et ressort à 5,1 % en glissement annuel à fin février, contre 4,6 % à fin janvier et 3,8 % à fin décembre 1993<sup>1</sup>. La croissance de l'endettement de l'État atteint 25,3 % en rythme annuel, après 26,3 % à fin janvier et 20,3 % à fin décembre. Les financements octroyés aux ménages enregistrent une nouvelle progression, leur rythme annuel de croissance passant à 2,9 % à fin février, contre 2,4 % à fin janvier et 0,7 % à fin décembre. Dans le même temps, le mouvement de repli des concours consentis aux sociétés semble s'être ralenti avec un recul de 3,1 % en glissement annuel intervenant après des baisses de 3,2 % et de 4,7 % à fin janvier et fin décembre.

<sup>1</sup> Chiffre rectifié

### TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DE L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL ET DES CRÉDITS



La légère croissance de l'encours des crédits consentis aux agents résidents (0,6 %, après 0,2 % à fin janvier) recouvre notamment l'évolution divergente des crédits aux ménages, dont le montant progresse de 2,9 % en rythme annuel (contre 2,4 % à fin janvier) et des crédits aux sociétés dont l'encours se contracte de 4,3 %, après avoir diminué de 4,7 % à fin janvier.

La progression des financements levés sur les marchés internes est demeurée soutenue (16,9 % en glissement annuel à fin février, après 16,7 % à fin janvier). Le ralentissement de la progression de l'encours des titres émis sur le marché monétaire (7,5 % en un an à fin février, après 8,1 % à fin janvier) résulte pour l'essentiel d'un nouveau repli de l'encours des billets de trésorerie (- 4,8 % à fin février, après - 2,9 % à fin janvier), le rythme de croissance de l'encours des bons du Trésor n'ayant que très faiblement varié d'un mois à l'autre (10,6 % à fin février, après 10,8 % à fin janvier).

Les tendances observées depuis plusieurs mois sur le marché obligataire ont encore prévalu. La croissance de l'encours des obligations émises par les agents non financiers est demeurée très vive (22,4 % à fin février en glissement annuel) avec un rythme légèrement supérieur à ceux constatés les mois précédents (21,6 % à fin janvier et 20,9 % à fin décembre). L'augmentation de l'encours des titres d'État (28,5 % sur un an à fin février) est restée très proche de celle observée à fin janvier (29,2 %). Le rythme de progression annuelle de l'encours des obligations émises par les sociétés s'est très légèrement ralenti, s'établissant à 3,2 % à fin février, contre 4,0 % un mois plus tôt. La très forte augmentation de 1,2 % à fin janvier provient d'une émission réalisée par l'Unedic pour un montant d'une vingtaine de milliards de francs.

Après s'être ralenti au cours des deux mois précédents, le rythme de croissance annuelle des crédits et obligations internationaux s'est accéléré pour s'établir, en glissement annuel, à 4,8 % à fin février, après 2,8 % à fin janvier et 2,7 % à fin décembre.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Le crédit et l'endettement intérieur total

**ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)**

*(en données brutes – variations sur 12 mois – en pourcentage)*

	1991	1992	1993	1994	
	Décembre	Décembre	Décembre	Janvier	Février
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b> .....	<b>5,9</b>	<b>5,1</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>
– État .....	6,7	13,8	20,3	26,3	25,3
– Ménages .....	2,1	0,5	0,7	2,4	2,9
– Sociétés (a).....	7,6	4,3	-4,7	-3,2	-3,1
– Autres (b) .....	8,4	4,3	14,5	-5,2	-1,7
<b>CRÉDITS (c)</b> .....	<b>5,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>
– État .....	2,8	-26,8	24,9	67,2	54,0
– Ménages .....	2,1	0,5	0,7	2,4	2,9
– Sociétés .....	7,6	3,0	-6,0	-4,7	-4,3
– Autres (b) .....	9,1	5,3	15,7	-4,9	-4,1
<b>FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)</b>	<b>7,3</b>	<b>15,7</b>	<b>14,7</b>	<b>16,7</b>	<b>16,9</b>
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	<i>0,9</i>	<i>25,1</i>	<i>4,2</i>	<i>8,1</i>	<i>7,5</i>
– État .....	1,3	28,3	7,7	10,8	10,6
– Sociétés .....	-0,5	13,2	-10,2	-2,9	-4,8
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	<i>10,9</i>	<i>10,8</i>	<i>20,9</i>	<i>21,6</i>	<i>22,4</i>
– État .....	11,6	14,5	28,7	29,2	28,5
– Sociétés .....	10,9	4,3	3,1	4,0	3,2
– Autres .....	-4,5	-13,2	-11,3	-11,2	51,8
<b>CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX ....</b>	<b>6,2</b>	<b>14,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>4,8</b>

(a) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés.

(b) Obtenu par solde. Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des assurances et des administrations publiques hors État.

(c) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents

(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents

Source et réalisation : BANQUE DE FRANCE  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Mise à jour du 27 mai 1994

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



# LES CARTES PRÉPAYÉES

Communiqué de presse

publié à l'issue du Conseil de l'Institut monétaire européen  
du 10 mai 1994

---

*Secrétariat général*  
**Direction des Moyens de paiement scripturaux et des Systèmes d'échange**

Le Conseil de l'Institut monétaire européen (IME) a approuvé, le 10 mai, un rapport élaboré par le groupe de travail sur les systèmes de paiement de l'Union européenne et relatif aux cartes prépayées. Il a, à cette occasion, donné son accord à une large diffusion de ce rapport.

Les cartes prépayées multiprestataires (c'est-à-dire les cartes prépayées, parfois qualifiées de porte-monnaie électroniques, qui peuvent être utilisées chez un grand nombre de prestataires) contiennent un véritable pouvoir d'achat, pour lequel les consommateurs ont versé d'avance une certaine somme. À l'avenir, si ces nouveaux instruments de paiement étaient acceptés par de très nombreux points de vente, ils pourraient remplacer en partie non seulement d'autres instruments de paiement scripturaux existants (comme le chèque ou les cartes de paiement), mais aussi les billets et les pièces.

Le rapport analyse les conséquences qui pourraient découler de l'introduction des cartes prépayées multiprestataires. Sa conclusion majeure est que seuls les établissements de crédit agréés doivent être autorisés à émettre des cartes prépayées. Cette conclusion se fonde sur la nécessité de :

- préserver la solidité du système de paiement de masse,
- protéger les consommateurs contre les conséquences d'une faillite des émetteurs,
- faciliter la conduite de la politique monétaire,
- garantir une concurrence équitable entre les organismes émetteurs.

Les réglementations bancaires existantes devront éventuellement être aménagées pour en tenir compte.

Le rapport met par ailleurs l'accent sur la nécessité pour les banques centrales de continuer de suivre les conditions du développement des cartes prépayées multiprestataires.

Le rapport peut être obtenu (à compter de ce jour) soit auprès de la Banque de France – Direction de la Communication – 48 rue Croix-des-Petits-Champs – 75001 PARIS, soit directement auprès de l'Institut monétaire européen à son adresse provisoire : Institut monétaire européen – Centralbahnplatz 2 – CH – 4002 – BÂLE – SUISSE.

Depuis quelques années, on assiste dans un très grand nombre de pays à l'apparition d'applications ou de projets de cartes prépayées multiprestataires — ou porte-monnaie électroniques — : il s'agit de cartes de paiement, de format standard, intégrant un pouvoir d'achat correspondant à une somme que le consommateur a versé d'avance auprès de l'organisme émetteur. À l'inverse des cartes monoprestataires — type télécarte de France-Telecom en France — pour lesquelles il y a identité entre l'émetteur de la carte et le fournisseur du bien ou du service, les porte-monnaie électroniques ont vocation à donner accès à un nombre élevé de prestations proposées par des fournisseurs différents.

Si la place de ce nouvel instrument de paiement est encore très marginale, ses potentialités de développement sont importantes, celui-ci s'inscrivant en concurrence non seulement avec les instruments de paiement scripturaux déjà existants mais également avec les billets et les pièces. Ces perspectives ont justifié l'étude menée par les banques centrales en vue :

- d'évaluer les conséquences que pourrait avoir une très large diffusion de ces porte-monnaie électroniques sur leurs activités et leurs missions statutaires,
- de définir et de faire connaître aux promoteurs de tels systèmes les règles qui s'imposeront à eux afin d'éviter la mise en œuvre de réalisations non conformes.

## 1. Résumé de l'analyse

**1.1.** L'analyse repose avant tout sur la distinction entre cartes monoprestataires et multiprestataires : seules ces dernières présentant les caractéristiques de monnaie rejoignent les préoccupations des banques centrales et relèvent des développements du présent rapport.

Dans ce cadre, il n'appartient pas aux banques centrales d'évaluer les chances de développement des porte-monnaie électroniques. Si toutes les parties intéressées — émetteurs, commerçants ou prestataires, particuliers — peuvent tirer un profit de cet instrument, son succès effectif dépendra in fine de la répartition qui sera proposée entre les acteurs des coûts et des avantages générés par la procédure.

**1.2.** En revanche, l'intérêt des banques centrales pour le porte-monnaie électronique se justifie pour au moins trois raisons.

**1.2.1.** Les banques centrales doivent veiller à ce que l'introduction d'un nouvel instrument de paiement n'ait pas d'effets négatifs sur la confiance du public à l'égard du système de paiement et des instruments actuels de paiement. Cette préoccupation deviendrait cruciale si des organismes non contrôlés étaient autorisés à émettre des porte-monnaie électroniques ou si ces derniers présentaient des caractéristiques telles que la contrefaçon soit à la fois facile à réaliser et difficile à détecter.

**1.2.2.** La substitution de la « monnaie électronique » aux autres formes de monnaie ne devrait théoriquement pas gêner la capacité des banques centrales à contrôler l'offre de monnaie. Elle pourrait avoir toutefois, au moins sur le long terme, des conséquences pratiques qui nécessitent un examen attentif, notamment en matière d'adéquation des outils actuels de la politique monétaire et de disponibilité des statistiques nécessaires à celle-ci.

**1.2.3.** Parce qu'il est bien adapté aux paiements de petit montant, le porte-monnaie électronique a, plus que tout autre instrument de paiement scriptural, vocation à prendre la place des pièces et des billets avec des conséquences directes sur l'activité et le revenu des banques centrales. Bien plus, une large diffusion du porte-monnaie électronique pourrait en pratique remettre en cause la portée du cours légal conféré au billet de banque.

## 2. Conclusions du rapport

**2.1.** Le pouvoir d'achat logé dans un porte-monnaie électronique représente pour l'émetteur une source de fonds équivalente, dans ses effets économiques, à une gestion de dépôts. De ce fait, la possibilité d'émettre des cartes porte-monnaie électronique doit être réservée aux établissements de crédit de manière à :

- protéger l'intégrité du système de paiement de masse,
- protéger les consommateurs contre les conséquences d'une défaillance de l'émetteur,
- faciliter la conduite de la politique monétaire,
- garantir une concurrence équitable entre les entités émettrices.

**2.2.** Aucune banque centrale de l'Union européenne n'envisage pour l'instant d'émettre des cartes prépayées. Cette orientation devra être revalidée le cas échéant dans l'hypothèse d'un fort développement de cet instrument de paiement. Dans l'immédiat, si certaines banques centrales considèrent qu'il s'agit du domaine exclusif des opérateurs privés, d'autres envisagent une implication dans les règlements interbancaires — si le besoin s'en fait sentir — et certains souhaitent encourager les travaux de normalisation permettant une inter-opérabilité des systèmes concurrents.

**2.3.** Les banques centrales de l'Union européenne considèrent que l'émergence du porte-monnaie électronique ne pose pas, du moins dans le court terme, de problèmes insurmontables et que, dans la mesure où il peut concourir à une meilleure efficacité du système de paiement, il convient de ne pas en gêner inutilement le développement. Les banques centrales seront cependant attentives aux problèmes qui pourraient surgir à l'avenir et continueront à suivre attentivement les développements intervenant dans ce domaine, au niveau national et en coopération avec les autres banques centrales, dans l'Union européenne et au-delà.

**2.4.** En résumé, les décisions de l'IME sont les suivantes.

**2.4.1.** Seuls les établissements de crédit ou assimilés doivent être autorisés à émettre des porte-monnaie électroniques.

**2.4.2.** Les banques centrales de l'Union européenne doivent continuer à surveiller les développements intervenant dans le domaine des cartes prépayées, chaque fois que possible en coopération avec les autres banques centrales hors de l'Union européenne.

**2.4.3.** À cette fin, les banques centrales doivent être tenues informées, si possible dès la phase de conception, de tout système de cartes prépayées de quelque importance impliquant plus d'un prestataire de biens ou services, et décider si les cartes dont il s'agit doivent être considérées comme « multiprestataires » ou, parce qu'elles ne sont acceptées que dans un enclos limité — cartes privatives —, assimilables à des cartes « monoprestataires » ; dans le premier cas, les conclusions du rapport trouveront à s'appliquer.

**2.4.4.** Les banques centrales peuvent souhaiter examiner attentivement les caractéristiques sécuritaires des projets de cartes prépayées. Le cas échéant, lorsque la protection de l'intégrité du système de paiement de masse le justifiera, elles pourront s'opposer aux projets présentés.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en mai 1994

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 124 – mai 1994***

Direction de la Conjoncture

(Tél. : +33 (1) 42 92 29 30 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 10)

### ***Cahier des titres de créances négociables – avril 1994***

Direction des Marchés de capitaux

(Tél. : +33 (1) 42 92 26 45 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

### ***Les études de la Centrale de bilans***

### ***Fabrication de boissons et alcools 1991-1992 – B 94/12***

Direction des Entreprises – Observatoire des entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

Prix du numéro : FRF 80 TTC

### ***Exploitation d'hypermarchés 1991-1992 – B 94/13***

Direction des Entreprises – Observatoire des entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

Prix du numéro : FRF 80 TTC

### ***Fabrication de matériel de manutention, de matériel pour les mines, la sidérurgie et le génie civil 1991-1992 – B 94/14***

Direction des Entreprises – Observatoire des entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

Prix du numéro : FRF 80 TTC

### ***Rapport du groupe de travail du Conseil national du crédit : Épargne stable et financement de l'investissement – mars 1994***

Secrétariat du Conseil national du crédit

(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Soirées d'information – Grenoble****Autonomie de la Banque de France et politique monétaire : la maîtrise des taux**

par Bernard Enfrun

Banque de France Grenoble

(Tél. : +33 76 86 96 96 – Télécopie : +33 76 86 96 86)

**Cahiers régionaux Poitou-Charentes avec supplément sur le cognac et les maisons de négoce – campagne 1992-1993 – mars 1994**

Banque de France Poitiers

Secrétariat régional Poitou-Charentes

(Tél. : +33 49 55 88 00 – Télécopie : +33 49 55 88 29)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Île-de-France avec supplément sur le comportement des entreprises en 1993 et l'enquête sur le logement en 1993 – mars 1994 – n° 34**

Banque de France Délégation régionale pour l'Île-de-France

(Tél. : +33 (1) 44 39 31 31 – Télécopie : +33 (1) 42 22 36 95)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Note d'information n° 98 : La Commission bancaire**

Service de l'Information

(Tél. : +33 (1) 42 92 39 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 11)

## 2. Contributions à des publications extérieures

**Le gouverneur de la Banque de France répond aux détracteurs du franc fort**

Entretien accordé par Jean-Claude Trichet, gouverneur, au Quotidien

(Le Quotidien – 18 mai 1994)

**Fonds propres, rentabilité et efficacité chez les PMI. Méthodes d'analyse et appréciation des situations financières**

par Bernard Paraque, économiste à la direction des Entreprises

(Revue d'économie industrielle – n° 67 – 1<sup>er</sup> trimestre 1994)

**Globalisation économique et financière – Ajustement mondial entre épargne et investissement**

par Dominique Plihon, économiste à la direction des Études économiques et de la Recherche – SEMEF

(Analyses de la SÉDÉIS – n° 99 – mai 1994)

É T U D E S

# DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS DE TITRES ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE FRANÇAISE

La priorité donnée à partir de 1983 à la lutte contre les tensions inflationnistes et à la conduite d'une politique monétaire non accommodante a rendu possible et nécessaire la mise en œuvre de réformes structurelles visant à accroître le rôle des mécanismes de marché et l'efficacité du système financier.

---

ANDRÉ ICARD  
FRANÇOISE DRUMETZ  
*Direction générale des Études*<sup>1</sup>

Caractéristique de la France des années soixante et soixante-dix, le système d'« économie d'endettement » [1]<sup>2</sup> a progressivement disparu au cours des années quatre-vingt au profit d'une nouvelle intermédiation financière et d'une nouvelle régulation monétaire, plus comparable au modèle anglo-saxon d'économie de marchés de capitaux. La déréglementation des marchés de capitaux français a en effet été plus tardive qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni. En revanche, l'Allemagne, dont la situation économique a été longtemps caractérisée par une faible inflation ainsi que par des excédents extérieurs substantiels, ce qui rendait l'innovation financière moins utile, n'a connu un processus comparable qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix [2].

---

<sup>1</sup> Communication présentée au colloque « Banques et financement de la croissance » organisé par le Centre d'économie et de finances internationales à Lisbonne les 26 et 27 avril 1994.

<sup>2</sup> Les chiffres entre crochets renvoient aux références bibliographiques situées en fin de texte.

Ce système d' « économie d'endettement » présentait trois traits principaux :

- la prédominance de l'intermédiation bancaire : en raison du faible taux d'autofinancement des entreprises résultant d'un partage de la valeur ajoutée qui leur était défavorable, celles-ci devaient massivement recourir à des financements externes, essentiellement bancaires du fait de l'étroitesse des marchés de capitaux français ;
- une concurrence insuffisante entre institutions financières : les circuits de financement et de collecte de l'épargne étaient étroitement cloisonnés et spécialisés ;
- un strict contrôle par les autorités monétaires de la distribution du crédit et des opérations financières avec l'étranger.

Les inconvénients de ce régime de « financements administrés » sont devenus de plus en plus apparents [3] : permissivité à l'égard de l'inflation, coût excessif de l'intermédiation, faible efficacité dans l'allocation des ressources financières. Les marchés financiers ne répondaient plus aux besoins grandissants d'emprunt de l'État et des entreprises. Un assouplissement de la réglementation et une ouverture des marchés étaient nécessaires.

La priorité donnée à partir de 1983 à la lutte contre les tensions inflationnistes et à la conduite d'une politique monétaire non accommodante a rendu possible et nécessaire la mise en œuvre de réformes structurelles visant à accroître le rôle des mécanismes de marché et l'efficacité du système financier :

- la réorientation de la politique monétaire, matérialisée par l'ancrage du franc à sa parité avec le deutschemark, a conduit à une hausse des taux d'intérêt nominaux et réels ; l'économie française s'est progressivement adaptée à cette situation durable : grâce à la désindexation relative des salaires et à des gains de productivité, le partage de la valeur ajoutée s'est déplacé en faveur des entreprises [4], permettant d'envisager un démantèlement des nombreux dispositifs de financement à taux privilégiés ;
- ce démantèlement constituait une condition préalable à l'adoption de nouvelles techniques de régulation monétaire par les taux d'intérêt et à l'abandon de l'encadrement du crédit ;
- le changement d'orientation de la politique monétaire a, en outre, incité l'État à œuvrer en faveur des innovations financières afin d'accroître le financement par émission de titres du déficit budgétaire (ces titres devant être susceptibles d'attirer les investisseurs résidents et non résidents) et de limiter l'alourdissement du coût de gestion de la dette résultant de la hausse des taux d'intérêt.

La déréglementation et l'ouverture des marchés de capitaux français se sont ainsi insérées dans un champ de mesures beaucoup plus vaste visant à accroître la concurrence entre établissements et entre produits. On citera notamment [5] :

- *l'unification du marché du crédit* : les conditions de collecte de l'épargne liquide ont été partiellement banalisées dès 1982 avec la possibilité offerte aux banques de proposer des produits défiscalisés à leur clientèle (livret d'épargne populaire, Codevi, etc.) ; en 1984, la nouvelle loi bancaire a supprimé toute restriction à la nature des activités des établissements de crédit et a unifié leur mode de réglementation et de surveillance ; la pratique de la bonification des taux d'intérêt a été progressivement réduite à partir de 1985 ; allégé en 1986, l'encadrement du crédit, qui limitait depuis 1973 le volume des prêts distribués par le système bancaire et qui restreignait fortement la concurrence entre les établissements de crédit, a été définitivement supprimé en 1987 ;

- *l'ouverture sur l'extérieur* : le contrôle des changes qui existait, avec des contraintes variables, depuis près de 50 ans a été graduellement levé à partir de 1985 puis abrogé en janvier 1990.



Deux points seront successivement abordés :

- les étapes et les caractéristiques de la déréglementation et du développement des marchés de titres en France ;
- les conséquences de ce développement pour les agents (financiers et non financiers) ainsi que pour la politique monétaire.

## 1. La déréglementation et le développement des marchés de titres français

Si les pouvoirs publics ont très largement déterminé le calendrier de la déréglementation, sa mise en œuvre, échelonnée sur près de dix ans, s'est effectuée de manière progressive, en étroite concertation avec les professionnels concernés, et son succès s'explique principalement par la demande des agents économiques privés.

### 1.1. La réforme du cadre réglementaire

#### 1.1.1. Les trois objectifs principaux de la déréglementation

Au début des années quatre-vingt, l'organisation cloisonnée des marchés de capitaux français ne permettait pas une confrontation globale de l'offre et de la demande de capitaux. Seules les banques pouvaient procéder à des arbitrages de portefeuille instantanés entre titres courts et titres longs.

Afin de remédier à cette situation, il a été décidé de développer la concurrence par une vaste déréglementation, en supprimant les multiples contraintes qui pesaient sur la définition des instruments, les caractéristiques des opérations, la fixation des tarifs, la nature des intervenants :

- il s'agissait de créer un marché de capitaux unifié, allant du jour le jour au très long terme, ouvert à tous les agents économiques, au comptant, à terme et avec possibilité d'options ;
- en outre, alors que les autres marchés se mondialisaient, les pouvoirs publics ont souhaité accroître la compétitivité de la place de Paris en permettant que s'y réalise l'ensemble des opérations pratiquées sur les principales places financières étrangères et en modernisant les systèmes technologiques ;
- il fallait enfin garantir aux investisseurs la sécurité la plus grande ainsi que des normes déontologiques irréprochables.

Cette réforme, qui s'est accompagnée d'incitations fiscales (allègements de la fiscalité des revenus des placements en titres et en produits d'assurance), a suivi trois axes principaux : le développement des marchés financiers, la création d'un marché monétaire et la mise en place d'instruments de couverture. Elle a ainsi favorisé l'émergence d'une nouvelle intermédiation.

#### 1.1.2. Mesures en faveur du développement des marchés des actions et des obligations

Les innovations financières et la réforme technique et réglementaire de l'organisation de la Bourse de Paris ont contribué à l'essor des marchés [6] :

- en 1983, une loi a libéralisé les conditions d'émission des valeurs mobilières et a permis le lancement de nouveaux types d'instruments sur le marché des actions (certificats d'investissement, prioritaires ou non, titres participatifs) et, surtout, sur le marché des obligations (obligations à bons de souscription d'actions, obligations remboursables en actions, titres subordonnés à durée indéterminée...) ;
- l'État a profondément réformé à partir de 1986 ses méthodes d'émission afin de rendre attrayants les instruments de la dette publique française et d'en diminuer le coût [7] : produits d'emprunt en nombre restreint et définis selon les usages du marché ; émissions réalisées selon un calendrier défini à

l'avance ; recours à la technique de l'assimilation (à la fois pour les obligations et pour les bons du Trésor) pour constituer des gisements importants sur les différentes échéances ; nomination de spécialistes en valeurs du trésor (SVT) auxquels est dévolu un rôle privilégié dans la souscription et le placement des valeurs du Trésor et dans l'animation de leur marché secondaire ; émissions réalisées, pour l'essentiel, par adjudication au prix de soumission ;

- les conditions d'accès aux marchés ont été améliorées à plusieurs reprises, notamment par l'ouverture internationale du marché primaire obligataire à partir de 1984, l'instauration de la liberté de négociation pour les courtages sur actions et obligations et pour les commissions prélevées par les banques sur les émissions d'obligations, la création du second marché en 1982 ;

- les marchés ont été eux-mêmes réformés : instauration d'un marché continu, création d'un marché unique à règlement mensuel, mise en place du système Relit en 1991... ;

- en 1988, l'organisation de la bourse, caractérisée jusqu'alors par le monopole de membres agréés pour la négociation de valeurs mobilières, a été réformée : le capital des sociétés de bourse (les anciens agents de change) a été ouvert aux institutions bancaires et financières françaises et étrangères et leur monopole de négociation a été supprimé ; la Société des bourses françaises, dont l'actionariat est constitué par les sociétés de bourse, a été chargée d'organiser la cotation des valeurs et d'assurer la compensation des ordres ; le Conseil des bourses de valeurs a été institué pour définir les règles d'accès à la cotation et les conditions de négociation ; en 1989, la loi sur la sécurité et la transparence du marché financier a élargi les pouvoirs de réglementation et de contrôle de la Commission des opérations de bourse (COB).

### 1.1.3. Création d'un marché monétaire

En 1985, le marché monétaire — seulement accessible jusqu'à cette date aux banques et aux ENBAMM (établissements non bancaires admis au marché monétaire) — a été réorganisé. La réforme a visé à distinguer :

- le marché interbancaire sur lequel les établissements de crédit sont libres de traiter entre eux toutes opérations ;

- du marché des bons du Trésor et des titres de créances négociables (billets de trésorerie émis par les entreprises, certificats de dépôt émis par les banques, bons des sociétés financières et institutions spécialisées et, à partir de 1992, bons à moyen terme négociables) accessible à l'ensemble des agents économiques.

Ces nouveaux instruments financiers, aux caractéristiques similaires (voir tableau comparatif [8] en annexe 1), ont permis d'instaurer un véritable continuum d'échéances entre le très court terme (10 jours) et le seuil du marché obligataire (5 ans en 1992, 3 ans depuis 1993).

### 1.1.4. La mise en place d'instruments de couverture des risques

- En 1986 ont été créés deux marchés organisés, le Marché à terme des instruments financiers ou Matif (contrats à terme et optionnels de taux d'intérêt, contrats à terme ferme sur l'indice CAC 40) et le Marché des options ou Monep (options sur actions et sur l'indice boursier CAC 40).

- Les opérations de gré à gré (« swaps » — échanges financiers — de taux d'intérêt, accords de taux futur ou « forward rate agreements », options de taux) se sont également multipliées.

## 1.2. Le développement des marchés de capitaux français

Dans les années soixante-dix, le financement de l'économie française était réalisé à 80 % par le système bancaire qui se procurait lui-même les ressources nécessaires par l'accroissement régulier des

dépôts à vue et à terme de la clientèle. L'essor des marchés de capitaux s'est accompagné d'un rééquilibrage des modes de financement et d'un allongement des circuits de collecte des liquidités.

### **1.2.1. La progression des placements et des financements de marché**

Depuis 1985, les financements (voir tableaux en annexe 2) fluctuent annuellement dans une fourchette de 600 milliards de francs à 1 000 milliards. Jusqu'en 1991, ils ont été apportés à raison de 50 % à 60 % environ par le système bancaire et pour 40 % à 50 % par les marchés. 300 milliards de francs à 400 milliards de ressources supplémentaires ont été ainsi fournis chaque année à l'économie sous forme d'actions, d'obligations ou de titres à court et à moyen-long terme. En 1992, la part des financements désintermédiés est montée à 80 % et cette tendance s'est encore amplifiée en 1993, l'encours des crédits octroyés aux agents résidents n'ayant guère varié.

Les ressources correspondantes proviennent naturellement d'abord des investisseurs institutionnels et des intermédiaires financiers. Elles viennent aussi des entreprises, dont les placements se sont développés à partir du milieu des années quatre-vingt (voir annexe 3). Surtout, les flux d'épargne des ménages (annexe 4) se sont massivement réorientés vers les marchés de capitaux, au moyen, d'une part, d'investissements en OPCVM, qui se sont accrus au détriment des produits bancaires classiques (dépôts à terme, livrets), et d'autre part, de placements en produits d'assurance.

Le développement des OPCVM, particulièrement des OPCVM de court terme, est lié à la création du marché des titres de créances négociables qui leur a offert un vaste champ d'investissements (d'autres facteurs, réglementaires comme les restrictions apportées à la rémunération des comptes à terme en 1981 ou fiscaux tels le régime avantageux accordé à la capitalisation en 1989 ont également joué) ; totalisant un actif net de l'ordre de 2 700 milliards de francs à fin 1993, les OPCVM français représentent plus de la moitié de la gestion collective de la Communauté européenne.

La part des produits de marché détenus directement par les ménages a, en revanche, fortement baissé.

### **1.2.2. Un allongement du circuit de la collecte des liquidités lié à l'évolution du mode d'intermédiation**

L'évolution du mode d'intermédiation — reflétée par le rôle croissant des OPCVM et des sociétés d'assurance dans la collecte de l'épargne des ménages — se traduit par un allongement des circuits de financement qui affecte les ressources des établissements de crédit [9]. Désormais, en raison de l'érosion des dépôts classiques de la clientèle, celles-ci proviennent principalement des OPCVM et des sociétés d'assurances qui emploient en titres émis par les banques (certificats de dépôt, obligations) une part de leur collecte d'épargne primaire.

### **1.2.3. La déréglementation et l'innovation financière ont stimulé la croissance des marchés de capitaux et facilité l'augmentation de la détention des titres français par les non-résidents, permettant à Paris de devenir une place financière importante**

– Ainsi, le Matif figure désormais parmi les quatre premiers marchés mondiaux ; le recours aux produits dérivés (échangés sur des marchés organisés ou de gré à gré) s'est très nettement développé en France à partir du milieu des années quatre-vingt, la demande émanant le plus souvent d'utilisateurs spécialisés (trésoriers d'entreprise, gestionnaires de fonds, banques) confrontés à un contexte de variabilité des taux d'intérêt ainsi que d'instabilité du change, et l'offre étant suscitée par les marchés organisés et par des intermédiaires financiers internationaux ; les encours en capitaux sous-jacents de ces instruments recensés au hors bilan des établissements de crédit français représentent désormais plus de deux fois le total de leur bilan [10].

– Le marché français des titres de créances négociables est le premier marché de ce type en Europe ; il a connu un développement très rapide, le montant des encours ayant été multiplié par six depuis 1985 (passant de 395 milliards de francs à 2 391 milliards) ; bien que ce marché soit ouvert à l'ensemble des agents économiques, il est fortement concentré, tant à l'émission qu'à la détention (près de 93 % des émissions sont réalisées par l'État et les institutions financières, tandis que ces dernières détiennent 73 % de l'encours).

– Le marché obligataire est devenu l'un des plus importants d'Europe ; en termes de capitalisation, Paris occupait la septième place mondiale en 1992 ; le compartiment des emprunts d'État a représenté près de 50 % des émissions brutes en 1992 et 68 % en 1993 ; la part dans la collecte brute des établissements de crédit (39 % en 1992) est de ce fait revenue à 22 % en 1993. Celle des sociétés non financières se maintient à 10 %.

– À la différence des marchés précédents, le marché des actions est proportionnellement moins important que dans d'autres pays : la capitalisation boursière des actions françaises représente à peine 4 % de la capitalisation mondiale. La part des actions cotées dans le volume total des actions est en effet peu élevée en France du fait, notamment, d'un important secteur nationalisé, d'ailleurs en cours de privatisation rapide, et de la part relativement plus importante que chez nos principaux partenaires (Allemagne exceptée) d'entreprises à caractère exclusivement familial.

L'ouverture internationale des marchés de capitaux peut se mesurer par la montée des placements des non-résidents en titres français. En 1992, leurs achats nets ont atteint 282,9 milliards de francs, les valeurs du Trésor recueillant à elles seules près des deux tiers de ces investissements (en 1993, selon des statistiques provisoires, les achats nets auraient atteint un montant, encore très élevé, de 189,7 milliards de francs dont 40 % au titre des valeurs d'État).

Au total, le développement et l'intégration des marchés ont accru l'efficacité technique du système financier français dans la mesure où les prix s'ajustent désormais très rapidement à toute information nouvelle. La professionnalisation du placement de l'épargne, concentré sur un nombre limité de gestionnaires collectifs (OPCVM, assurances), est une caractéristique du marché français, à la différence par exemple du marché allemand.

## 2. Les conséquences du développement des marchés de titres pour les agents économiques et pour la politique monétaire

La déréglementation des marchés de capitaux visait à améliorer la structure des financements de l'économie française et à favoriser la transmission des impulsions d'une politique monétaire agissant par les taux d'intérêt. Cette réforme a atteint ses principaux objectifs.

### 2.1. Les déterminants structurels et conjoncturels du partage intermédiation-marchés

L'essor des marchés de capitaux ne suffit pas à lui seul à expliquer l'évolution du taux d'intermédiation de l'économie française.

#### 2.1.1. La mesure du taux d'intermédiation doit tenir compte du fait que les intermédiaires sont aussi des acteurs du marché [11]

Selon la définition classique, notamment retenue jusqu'en 1991 par le Conseil national du crédit (CNC)

(cf. résultats en annexe 2 et en 1.2.1.), sont considérés comme intermédiés les financements ayant eu pour support un instrument émis dès son origine par un établissement de crédit et non sur un marché ouvert à tous les agents. Pour des raisons méthodologiques, la mesure de ce taux d'intermédiation traditionnel n'est disponible qu'en termes de flux ; or le calcul en termes d'encours permet de mieux caractériser l'évolution du taux d'intermédiation en longue période<sup>1</sup>. Surtout, ce concept étroit d'intermédiation, qualifié d'approche par la demande dans la mesure où il reflète le choix de l'agent emprunteur entre le recours à un établissement de crédit et l'appel aux marchés, revient à ne considérer comme intermédiés que les seuls crédits bancaires. Elle apparaît inadaptée à la situation actuelle de l'intermédiation financière.

En effet, le rôle des intermédiaires dans le financement de l'économie ne s'oppose plus nécessairement à celui exercé par les marchés (cf. 1.2.2.). Les intermédiaires ont fréquemment recours au marché pour se financer par émission de titres, titrisation d'encours de crédit ou cession de titres, ces opérations permettant d'assurer le bon fonctionnement et la liquidité des marchés. De surcroît, une grande partie de leurs concours aux agents non financiers transite par le marché sous forme de titres émis par ces derniers et souscrits ou achetés sur le marché secondaire.

Une conception alternative plus large, désormais adoptée par le CNC, consiste alors à définir le taux d'intermédiation en termes d'offre de financement par les intermédiaires financiers. Sont considérés comme intermédiés les financements accordés aux agents non financiers (ANF) par les institutions financières (établissements de crédit, OPCVM, sociétés d'assurance), qu'ils résultent de l'octroi de crédits ou de l'achat de titres d'emprunts ou de fonds propres. Le calcul peut s'effectuer en termes d'encours et de flux.

#### 2.1.2. L'ampleur du phénomène de désintermédiation en termes d'offre de financement

(voir tableaux en annexe 5)

Le taux d'intermédiation des financements alloués aux ANF en termes de flux est revenu de 75,1 % en 1985 à 55,2 % en 1992. L'approche en termes de demande de financement, qui fait apparaître au cours de la même période un repli considérablement plus accentué (de 57 % en 1985 à 18 % en 1992), tend donc à exagérer les progrès de la désintermédiation.

<sup>1</sup> Évalué en termes de flux, le taux d'intermédiation est particulièrement affecté par les facteurs conjoncturels évoqués en 2.1.3. et connaît, en conséquence, des fluctuations de courte période très marquées. La mesure en termes d'encours donne des résultats moins heurtés et paraît préférable sur longue période, même si les calculs sont sensibles aux changements de valorisation des titres qui peuvent déformer les structures [11].

Mesure plus pertinente en longue période, le taux d'intermédiation des financements alloués aux ANF en termes d'encours a décliné de manière continue depuis la fin des années soixante-dix, revenant de 69,2 % en 1980 à 68,8 % en 1985 et à 59,7 % en 1992 (soit une moyenne de 65,3 % de 1980 à 1992). Au sein de cet ensemble, la part des établissements de crédit s'est contractée, passant de 65,7 % en 1980 à 62,7 % en 1985 et à 50,1 % en 1992. Cet affaiblissement a été partiellement compensé par la progression des autres intermédiaires : le taux d'intermédiation des OPCVM et des sociétés d'assurance s'est accru (3,0 % et 3,1 %, respectivement en 1985, 5,1 % et 4,5 % en 1992).

Si on considère toutefois le taux d'intermédiation des seules entreprises non financières résidentes — ce qui est légitime puisque les ménages ne se financent que de façon intermédiée et que l'État procède par émission de titres — on constate certes globalement un fort repli du taux d'intermédiation, mais sa tendance à la baisse est plus irrégulière et moins marquée que pour l'ensemble des ANF [12]. Après avoir augmenté de 63,6 % en 1980 à 67,6 % en 1982, il est revenu à 63,6 % en 1985 et à 51,4 % en 1989, pour remonter à 55 % en 1990 et à 56 % en 1991 et en 1992, soit une moyenne de 60 % sur la période 1980-1992. Cette dernière année, le taux d'intermédiation des financements alloués aux entreprises non financières ne s'inscrivait ainsi qu'en recul de 7,6 points par rapport à son niveau de 1980 (contre une diminution de 9,5 points pour l'ensemble des ANF) et de 4 points relativement à sa moyenne de la période 1980-1992 (5,6 points pour les ANF). La plus grande résistance du taux d'intermédiation des seules entreprises non financières est imputable à une contraction moins prononcée de la part des établissements de crédit : celle-ci est revenue de 59,8 % en 1980 à 47,9 % en 1992, soit un repli de 11,9 points en treize ans (15,6 points pour l'ensemble des ANF) et de 5,9 points si l'on compare le résultat de la dernière année disponible à la moyenne 1980-1992 (8,5 points pour les ANF).

### 2.1.3. Les déterminants du partage intermédiation-marché

#### 2.1.3.1. Des modes de financement concurrents mais complémentaires

Comme le montre leur comportement de placement, les ANF se situent de plus en plus dans une logique de choix de portefeuille (cf. 1.2.1), en raison de l'intégration croissante des marchés de capitaux et de la plus grande substituabilité des actifs financiers. Les déterminants du partage intermédiation — marchés paraissant, en revanche, plus rigides pour ce qui est des financements, particulièrement pour les entreprises. En effet, la place respective de l'intermédiation et des marchés ne se ramène pas à un simple problème de coûts comparatifs. Les deux modes de financement sont à la fois concurrents mais aussi complémentaires du fait de la spécificité des services qu'ils sont susceptibles de rendre aux entreprises [12].

Les marchés de capitaux permettent d'accéder à des financements moins coûteux. Mais l'intermédiation est rendue nécessaire par les imperfections des marchés. Elle contribue à réduire l'asymétrie de l'information entre prêteurs et emprunteurs, qu'il s'agisse de l'asymétrie entre l'entreprise et l'établissement de crédit, de par le développement de relations de long terme, ou de l'asymétrie entreprise-actionnaires, les décisions des dirigeants de l'entreprise étant soumises au contrôle des créanciers bancaires. Elle permet de mutualiser et de diversifier le risque alors que les marchés font peser le risque sur l'investisseur. En outre, elle abaisse les coûts de transaction alors qu'il existe un certain nombre de coûts d'accès au marché (notation, émission) qui excluent les PME. Enfin, elle est associée à une activité de transformation.

#### 2.1.3.2. Cycle endogène de crédit et taux d'intermédiation

À partir du milieu des années quatre-vingt, les conditions d'exercice par les établissements de crédit de leur fonction d'intermédiation ont été profondément modifiées (cf. 2.2.).

De 1986 à 1990, la distribution de crédits à l'économie a progressé de 11,4 % en moyenne chaque année (ménages : 10,7 %, sociétés : 12,9 %). L'accroissement de la pression concurrentielle consécutive à l'abandon de l'encadrement du crédit (1987) et au développement des marchés de capitaux a dynamisé l'offre de crédits bancaires ; les établissements de crédit ont adopté au cours de cette période une

stratégie d'élargissement de leurs parts de marché (notamment en direction des ménages) qui s'est traduite par un amenuisement de leurs marges (qui s'explique également par la marchéisation croissante des bilans bancaires) et par une moindre sélection de la qualité de leurs risques.

Cette phase de développement très soutenu des crédits bancaires a pris fin car les banques sont devenues plus prudentes en raison de la montée des risques financiers (notamment mise en évidence par la création de procédures de prévention et de règlement du surendettement des ménages dès 1989) que le retournement ultérieur du cycle réel (cf. 2.1.3.3.) a contribué à amplifier.

### **2.1.3.3. Fluctuations conjoncturelles du taux d'intermédiation**

L'évolution du taux d'intermédiation est également influencée par des causes à la fois réelles et exogènes au fonctionnement du marché du crédit (évolution de la consommation, de l'investissement). Les variations de ce taux reflètent la capacité des ANF privés à mettre en concurrence les modes de financement en fonction de leurs besoins et de la conjoncture sur les marchés.

En phase descendante du cycle économique, la demande de financement, des agents non financiers privés tend à s'affaiblir (en revanche, la progression des déficits publics — financés sur les marchés — tend à s'accélérer au creux du cycle de l'activité du fait du jeu des stabilisateurs automatiques et à ralentir en phase haute). Les agents non financiers privés peuvent en outre être incités à se désendetter, surtout si, dans le même temps, la valeur boursière de leurs actifs financiers diminue en raison du dégonflement d'une bulle spéculative. L'apparition de bulles spéculatives sur les marchés financier et immobilier stimule la croissance de l'endettement (ainsi, de 1986 à 1990, les crédits promoteurs ont progressé de 52 % en moyenne chaque année). L'éclatement de la bulle oblige alors les agents à se désendetter.

Les effets du cycle endogène de crédit ont été ainsi prolongés et amplifiés par la moindre demande de financement des agents privés et par l'élévation du risque financier en phase descendante du cycle économique.

## **2.2. Conséquences de la désintermédiation pour les établissements de crédit**

Confrontés à la désintermédiation de leurs emplois et de leurs ressources, les établissements de crédit ont procédé à une série d'adaptations.

Face à la concurrence des marchés, ils ont davantage indexé les postes de leur bilan, à l'actif et au passif, sur les taux de marché (marchéisation des bilans). Ainsi, le caractère de référence du taux de base bancaire (TBB) s'est nettement atténué : les deux tiers des crédits accordés aux entreprises sont à taux variables ; seuls 29 % d'entre eux sont indexés sur le TBB, le reste étant référencé sur des taux monétaires, principalement, et obligataires. Les établissements de crédit ont de ce fait connu un renchérissement de leurs ressources (la part des placements à taux de marché dans le total des ressources liquides et obligataires est passée de 30,4 % en 1982 à 56,5 % en 1992) ainsi qu'une réduction de leurs marges sur les concours accordés aux entreprises grandes et moyennes. Il en est résulté une diminution de leur marge d'intermédiation sur les opérations avec la clientèle (6,53 points en 1986, 5,32 points en 1990, 5,99 points en 1992) qu'ils ont partiellement compensée par une meilleure tarification de leurs services.

Ils ont également accru leur portefeuille-titres et adapté la nature même de leurs services : développement de nouvelles activités liées aux marchés de capitaux (conseils, opérations sur titres...), accroissant la part traditionnellement faible en France des commissions dans leurs recettes. Ils ont par ailleurs pris une part active dans la création et la gestion des OPCVM (les établissements de crédit sont, de manière prédominante, les principaux offreurs de produits OPCVM). À la faveur de la réforme des professions boursières, ils ont en outre acheté des sociétés de bourse ou se sont associés avec elles.

Ces redéploiements ont été effectués dans un contexte de concurrence, notamment étrangère, renforcée : la déréglementation des marchés a entraîné un accroissement du nombre des établissements

de crédit étrangers présents ou représentés en France (celui-ci a fortement augmenté, passant de 264 en 1985 à 423 en 1991), désireux de profiter des nouvelles opportunités offertes par les marchés, notamment pour développer des activités d'arbitrage, de placement, de négociation ou de gestion.

Ces évolutions ont modifié le rôle des établissements de crédit et leur ont permis de devenir plus efficaces dans un environnement plus compétitif et donc d'abaisser les coûts de l'intermédiation.

### **2.3. Conséquences de la désintermédiation pour les agents non financiers**

Les bilans des agents non financiers ont été profondément restructurés. Celui des ménages a été modifié à l'actif, du fait de la montée de leurs placements en produits de marché (cf. 1.2.1.). Leur endettement étant exclusivement intermédié, les développements suivants sont, pour l'essentiel, consacrés aux entreprises et aux administrations publiques.

#### **2.3.1. Un déplacement d'une contrainte de liquidité vers une contrainte de solvabilité**

La suppression de l'encadrement du crédit et le développement des marchés de capitaux ont assoupli la contrainte de liquidité qui pesait sur les agents économiques (ménages, entreprises), ceux-ci pouvant arbitrer entre diverses sources non rationnées de financements internes et externes et optimiser leurs choix de portefeuille.

#### **2.3.2. Conséquences pour les sociétés et quasi-sociétés non financières**

L'essor des marchés de capitaux a permis aux entreprises de renforcer leurs fonds propres et d'accroître leurs appels aux marchés monétaire et obligataire (cf. annexe 6).

Toutefois, en termes nets, le marché financier a reçu autant de fonds de leur part qu'il n'en a fourni (cf. annexe 7), les émissions étant quasi compensées par les acquisitions, même si à tout moment des entreprises y ont individuellement recours. Les entreprises ont, en effet, des emplois en actions et en autres placements en titres d'un ordre de grandeur peu différent de celui de leurs émissions. L'essentiel des sources de financement provient de l'épargne dégagée par les entreprises et du crédit. L'apport décisif du marché est en fait le rôle central qu'il joue dans la restructuration de l'appareil productif : l'augmentation du nombre des opérations de croissance externe de la seconde moitié des années quatre-vingt s'est traduit par des hausses simultanées des cessions et des acquisitions [12].

La mise à disposition des entreprises d'une gamme élargie d'instruments de placement n'a pas pour autant favorisé une éviction des investissements par les placements financiers. De nombreuses études [13], [14], [15], ont montré que l'accroissement des placements des entreprises a correspondu à la recherche d'une gestion de trésorerie plus active ; il a répondu également au souci de constituer des « trésors de guerre » en vue de la réalisation d'opérations de croissance externe ; enfin, il revient dans certains cas, à des comportements attentistes en matière de dépenses dans une conjoncture déprimée.

La déréglementation a-t-elle amélioré les conditions de financement de l'ensemble des entreprises ? Les grandes entreprises supportent généralement des frais financiers proportionnellement moins importants du fait de leur recours plus élevé aux marchés financiers. Des études [16] ont en outre montré que les écarts du coût du crédit bancaire en fonction de la taille de l'entreprise allaient au-delà de la tarification du risque ou d'écarts dans le coût du montage des dossiers : la taille de l'entreprise exerce un effet propre, indépendant du risque de défaillance qui lui est lié. Cette situation peut résulter non seulement de la difficulté des banques à apprécier le niveau de risque réel mais également d'une position concurrentielle plus faible pour les PME que pour les grandes entreprises : l'accès des PME aux marchés de capitaux (qui sont des marchés de gros et de notoriété) reste marginal [17]. L'écart observé en France semble néanmoins proche de celui enregistré dans d'autres pays [3] : le différentiel serait en moyenne de 1,7 point en France, de 1,6 point en Grande Bretagne, de 1,8 point en Italie mais de 0,8 point seulement en Allemagne où il faut prendre en compte l'influence du système de la « Hausbank » ou « banque-maison » et du système des provisions pour retraite.



### 2.3.3. Conséquences pour l'État

L'État peut apparaître comme premier bénéficiaire de la modernisation des marchés de capitaux français du fait qu'il se finance quasi exclusivement par titres, tandis que les entreprises, surtout les petites, conservent le crédit comme principal moyen de financement externe.

L'accroissement de la part de la dette publique négociable dans l'endettement public total n'en revêt pas moins deux séries de conséquences :

- la gestion de la dette publique devient de plus en plus sensible au niveau des taux d'intérêt ; ces derniers influencent aussi la marge d'autonomie de la politique budgétaire [18] ;

- conformément aux objectifs de la rénovation des techniques de financement de la dette publique négociable, la part des non-résidents dans la détention de cette dette s'est fortement accrue, passant de 3 % en 1987 à près de 35 % en 1992, ce qui fait de la France le pays dont la dette publique est, proportionnellement, la plus largement détenue par les non-résidents [19].

### 2.4. Conséquences pour la politique monétaire

Les canaux de transmission des impulsions de la politique monétaire sont devenus plus complexes.

#### 2.4.1. Essor des marchés de capitaux et indicateurs de la politique monétaire

##### 2.4.1.1. L'évolution des agrégats de monnaie-objectifs

En France comme dans les principaux pays étrangers, l'Allemagne exceptée, les notions de monnaie, de création monétaire et d'intermédiation financière sont devenues plus floues sous l'effet du décloisonnement des marchés de capitaux et de l'innovation financière. Les liens entre les agrégats de monnaie retenus comme objectifs et l'activité se sont desserrés.

Les solutions adoptées ont différé d'un pays à l'autre. Aux États-Unis, il a été choisi d'élargir les fourchettes de croissance assignées aux agrégats. Au Royaume-Uni, la Banque centrale est revenue, dans un premier temps, à un agrégat étroit M0, lui aussi assorti d'une marge de variation plus large, avant de privilégier une cible d'inflation.

La démarche adoptée par la Banque de France a, en revanche, consisté à améliorer la représentativité de son agrégat-objectif. Plusieurs réformes ont été conduites entre 1984 et 1987, et la dernière en 1990, afin de suivre les changements intervenus dans la sphère financière. La Banque est passée en 1991 de M2 à l'agrégat M3, plus large (donc mieux protégé contre les conséquences des arbitrages entre les différents types de placement) et qui se prête le mieux aux travaux d'harmonisation européens. Des travaux économétriques menés à la Banque de France ont montré que, dans le cas de M1 et sans doute aussi celui de M3, la vitesse-revenu généralement est stationnaire, même si la tendance peut être « coudée » [20].

La fixation d'un objectif monétaire sur ces agrégats est donc valide.

La vitesse de circulation de M3 a néanmoins été récemment affectée par des chocs ponctuels imputables à des mesures discrétionnaires, comme la modification dans un sens moins favorable de la fiscalité applicable aux OPCVM de court terme ou le grand emprunt d'État de l'été 1993. Elle est également sensible aux déformations de la hiérarchie des taux d'intérêt qui peuvent provoquer des réallocations de portefeuille d'une certaine ampleur. Les phénomènes constatés sont encore trop récents pour qu'il puisse être jugé si, comme il est probable, les chocs enregistrés en 1993 sont transitoires ou s'ils annoncent une instabilité durable de la demande de monnaie.

C'est la raison pour laquelle la Banque de France a choisi, pour 1994, d'assigner à M3 une norme de croissance à moyen terme de 5 %, plutôt qu'une fourchette de variation annuelle : ce choix ne signifie pas l'abandon d'une référence précise, mais permet d'attendre que la vitesse de circulation de la monnaie, déstabilisée sans doute transitoirement par les divers facteurs évoqués plus haut, retrouve une

tendance plus régulière autorisant une prise en compte plus stricte des écarts par rapport à la norme de référence.

#### **2.4.1.2. Le passage d'un critère institutionnel à une approche fonctionnelle**

L'élargissement des possibilités de substitution entre actifs financiers, dont la gamme s'est considérablement étendue, a conduit la Banque de France à passer d'un critère institutionnel pour la définition des agrégats à une approche plus fonctionnelle. Elle établit désormais, outre M3 l'agrégat M4 – M3 qui regroupe des placements émis ou gérés par des agents non financiers comme les billets de trésorerie ou les bons du Trésor. Elle surveille aussi des indicateurs représentatifs des autres catégories de placements financiers détenus par les agents non financiers (P1, P2, P3) quels qu'en soient les gestionnaires, ce qui permet de quantifier les arbitrages opérés entre actifs monétaires et les divers types de placement à long terme.

#### **2.4.1.3. Un élargissement du cadre de l'analyse**

La Banque centrale a, en outre, été amenée à surveiller d'autres indicateurs, (comme les courbes de rendements, la balance des paiements, les prix des actifs...). Parmi ceux-ci, l'endettement intérieur total (EIT) a pris une place privilégiée, les fluctuations conjoncturelles du taux d'intermédiation pouvant conduire à une appréciation erronée des orientations monétaires.

Agrégat large regroupant l'ensemble des ressources d'endettement dont disposent les agents non financiers résidents, qu'elles soient procurées par le système financier ou par le marché, l'EIT est analogue au concept américain de « total domestic non financial debt ». L'EIT permet d'analyser les différents mouvements de substitution pouvant se produire entre demandes de financement et entre instruments, sans être lui-même affecté par eux, pour peu que ces mouvements n'entraînent pas de variations du volume global des financements, alors qu'ils ont une incidence forte sur les agrégats monétaires.

Cet avantage de l'EIT est devenu particulièrement manifeste en 1993, ce qui a conduit la Banque à le promouvoir au rang d'indicateur privilégié de la politique monétaire. En 1993, la croissance de l'EIT a été nettement supérieure à celle du PIB en valeur, alors que l'évolution de M3, corrigée des effets des mesures discrétionnaires (cf. 2.4.1.1.), lui était juste comparable. Cette évolution est imputable à un double phénomène de substitution : conformément au jeu des stabilisateurs automatiques (cf. 2.1.5.), la demande de financement de l'État a pris le relais de celle des autres agents économiques, la distribution des ressources ainsi collectées étant effectuée via le déficit budgétaire. En liaison avec cette substitution entre demandes de financement, l'expansion des financements par émission de titres a été très vigoureuse tandis que l'évolution des encours de crédit a été atone.

Cette approche est de plus pleinement cohérente avec l'utilisation des taux d'intérêt comme instrument principal puisque les taux ont pour fonction d'équilibrer les marchés de la monnaie et du crédit [18].

### **2.4.2. Développement des marchés et instruments de politique monétaire**

La liberté totale des mouvements de capitaux et l'innovation financière ont rendu plus délicate la mise en œuvre des réserves obligatoires. Certains pays n'y ont pas recours, tels le Royaume-Uni, la Suisse et la Belgique. D'autres ont été amenés à les réduire progressivement, comme les États-Unis ou le Japon, en fonction de considérations d'ordre conjoncturel. Enfin, en Allemagne, même si la Banque fédérale d'Allemagne a, ces dernières années, réduit à plusieurs reprises le montant des réserves obligatoires afin de préserver la compétitivité de la place financière allemande, cet instrument continue à jouer un rôle important. La France se range dans la deuxième catégorie : afin de contribuer à une réduction de conditions internes de crédit que ne permettait pas le niveau des taux du marché monétaire, les réserves ont été fortement abaissées en 1992. Cette différence avec l'Allemagne paraît imputable à

un processus d'innovation financière et de désintermédiation nettement plus précoce et plus développé en France.

Par ailleurs, l'essor des émissions de titres de créances négociables et des instruments de couverture des risques semble être en partie à l'origine de la concentration très marquée des transactions sur le marché interbancaire sur les termes les plus courts, le jour le jour en particulier [21]. L'utilisation de ce marché à des fins de prise de position sur les taux est, en effet, concurrencée par les produits dérivés (moins consommateurs de fonds propres pour les établissements de crédit) et, pour ce qui est de son rôle dans le refinancement des crédits accordés à la clientèle, par le recours à l'émission de certificats de dépôt, de BISF ou de BMTN. La Banque centrale ne peut être indifférente à ces évolutions qui affectent le marché où s'effectuent en premier lieu ses interventions.

### 2.4.3. L'efficacité de la politique monétaire

La libération des mouvements de capitaux a favorisé une interdépendance internationale des taux d'intérêt qui a fortement contraint la politique monétaire depuis qu'elle vise à une régulation indirecte. La stabilité du change est une condition de la confiance des non-résidents détenteurs du tiers de la dette publique négociable.

De son côté, la déréglementation financière a rendu les canaux de transmission de la politique monétaire plus complexes. Les effets mécaniques de l'action par les taux sur les agents économiques sont devenus moins clairs, moins directs et parfois contradictoires ; s'exerçant plus souvent qu'autrefois au travers des marchés leur constatation empirique devient moins évidente ; ils demeurent cependant établis [18].

Ainsi, le développement de l'utilisation des produits dérivés influence les canaux de transmission de la politique monétaire de différentes manières [10]. Par exemple, grâce à leur utilisation, les établissements de crédit peuvent couvrir plus facilement qu'auparavant leurs engagements vis-à-vis de leurs clients ou les risques engendrés par leur activité propre. Ceci devrait, en théorie, renforcer l'impact de la politique monétaire en faisant porter sur le seul secteur non financier l'intégralité d'une variation des taux directeurs, cet effet pouvant toutefois être limité par l'existence de positions propres chez les établissements de crédit. Mais, d'un autre côté, l'essor des marchés des produits paraît également de nature à « retarder » l'impact à court terme de la politique monétaire sur la demande interne : en l'absence de tels marchés, les agents qui y ont désormais recours pour se prémunir du risque auraient révisé à la baisse leurs plans de dépense si ce risque se réalisait.

En dépit de cette complexité accrue, la politique monétaire française a conservé son efficacité parce que son action s'exerce dans un contexte relativement favorable [22] :

– les bilans bancaires, caractérisés par un quasi-équilibre entre les ressources et les emplois référencés à taux de marché, ne font pas obstacle au maniement des taux directeurs et permettent une transmission rapide des changements d'orientation de la politique monétaire sur le secteur non financier ;

– l'impact d'un ajustement de ces taux (hors effet induit sur les taux à long terme) sur le revenu global des agents non financiers est toutefois influencé par la structure de leurs actifs et passifs ; le revenu des ménages, créditeurs nets, est particulièrement sensible aux évolutions des taux directeurs : alors que leur endettement est pour l'essentiel à taux fixe ou libellé sur les taux à long terme, ils détiennent une part importante de placements référencés sur les taux monétaires ; en revanche, les entreprises sont moins affectées par les ajustements de taux directeurs : débitrices nettes (en termes d'encours, car en flux elles ont dégagé une capacité de financement en 1992 et 1993), une part significative et croissante de leur endettement bancaire (actuellement de l'ordre de 40 %) est référencée sur des taux fixes ou à long terme ; de plus, celles qui ont eu recours à l'émission d'actions peuvent choisir, en phase descendante du cycle d'activité, de réduire leur distribution de dividendes, ce qui leur

offre un degré de liberté supplémentaire ; de son côté, la dette des administrations publiques est pour l'essentiel indexée sur les taux obligataires ;

– l'importance des financements indexés sur les taux à long terme et de l'émission d'actions contribue ainsi à amortir l'impact des variations de taux directeurs ; il convient toutefois de noter également qu'elle protège de ce fait les ANF contre les effets éventuellement trop brutaux de la politique monétaire.

Au total, le rôle du taux d'intérêt à court terme sur l'économie a eu tendance à se réduire et celui des taux longs à s'accroître. L'action monétaire doit donc intégrer beaucoup plus que par le passé la structure de la courbe des taux sur laquelle la Banque centrale n'exerce d'influence qu'au travers de sa crédibilité.

Le développement et l'ouverture internationale particulièrement rapide des marchés de titres ont exercé des effets bénéfiques pour l'économie française en permettant l'amélioration de la structure de financement des agents, et la diversification de leurs placements, ainsi qu'en rendant l'intermédiation plus compétitive et plus efficace.

Même si le recours aux crédits bancaires demeure le principal mode de financement de l'économie, l'essor des marchés de capitaux n'en a pas moins entraîné des conséquences multiples pour la politique monétaire. La portée de ses décisions en est amplifiée, toute variation des taux directeurs étant diffusée plus largement, mais les réactions de l'économie semblent être devenues plus incertaines. Son rôle est également devenu plus complexe : elle est désormais conduite à dépasser le cadre strict de l'intermédiation bancaire pour s'intéresser aux conditions de l'équilibre sur l'ensemble des marchés de capitaux.

Ces évolutions confirment que l'objectif final de la politique monétaire ne peut être que la stabilité des prix, choix effectué par les autorités monétaires dès 1983 et désormais inscrit à l'article 1 du nouveau statut de la Banque de France. Cette orientation fondamentale est en outre de nature à fournir un appui indispensable au système financier français dans le cadre de l'achèvement de son processus d'adaptation au marché financier européen intégré.

**RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES**

- [1] V. Levy Garboua et B. Weymuller, « Macroéconomie contemporaine », *Économica*, 1985.
- [2] « Les mutations du système financier et la politique monétaire ; les cas des États-Unis, du Royaume-Uni et de l'Allemagne », *Cahiers économiques et monétaires* n° 40, 1992.
- [3] Rapport « Prospective financière : banques, assurances, marché » du groupe Prospective financière et bancaire du Commissariat général du Plan, septembre 1992.
- [4] J. Cordier et P. Jaillet, « Cycle économique et mutations financières en France : quelques implications de et pour la politique monétaire », note Banque de France, réunion des économistes de banques centrales à la BRI les 17 et 18 novembre 1992.
- [5] J. Dessaint et J.-J. Santini, « Les mutations du Système financier français depuis le début des années quatre-vingt », *Notes bleues*, 2/1990.
- [6] P. Taillepied et C. de Bressieux, « Le financement de l'économie entre 1980 et 1992 », *Notes bleues*, janvier 1994.
- [7] Conseil national du crédit, Rapport 1991.
- [8] *Statistiques monétaires et financières annuelles*, 1992.
- [9] Conseil national du crédit : « Incidences du développement des OPCVM sur l'activité des établissements de crédit », janvier 1993.
- [10] « Les marchés de produits dérivés en France », *Bulletin de la Banque de France* n° 2, février 1994.
- [11] Conseil national du crédit, Rapport 1992.
- [12] Conseil national du crédit : « Épargne stable et financement de l'investissement », mars 1994.
- [13] A. Épaulard et D. Szpiro, « Placements financiers et investissement des firmes », Communication aux 6<sup>e</sup> journées de micro-économie appliquée, Orléans, mai 1989.

[14] M. Fried et O. Gaudry, « La politique des placements financiers des entreprises industrielles », Revue d'économie financière, juin-septembre 1988.

[15] M. Bardos, « Y a-t-il effet d'éviction des placements financiers des sociétés sur leurs investissements productifs ? », Banque de France, Centrale des bilans, 1993.

[16] M. Boutillier et S. Dérangère, « Le taux de crédit accordé aux entreprises françaises : coût opératoire des banques et primes de risque de défaut », Revue économique, mars 1992.

[17] M. Castel et Y. Ullmo, « La nouvelle intermédiation », Revue d'économie financière, printemps 1991.

[18] A. Icard, « Les effets de la politique monétaire dans un environnement financier en mutation », Cahiers économiques et monétaires n° 40, 1992.

[19] J.-P. Patat, « La détention des titres de la dette publique par les non-résidents », Colloque Banque de France-Université, novembre 1993.

[20] J. Henry et P. Sicsic, « Stationnarité autour d'une tendance déterministe « coudée » de la vitesse de circulation de la monnaie », Communication aux 9<sup>e</sup> journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Nantes, 11 et 12 juin 1992.

[21] L. Paul, « L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français », Bulletin de la Banque de France n° 1, janvier 1994.

[22] B. Enfrun et J. Cordier, « Les facteurs qui affectent le processus de transmission des modifications de taux directeurs en France », contribution pour la réunion des économistes de banque centrale, 16 et 17 novembre 1993.

## ANNEXE 1a

**PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES  
DES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES  
EN VIGUEUR AU 31 MARS 1994**

Instrument Caractéristiques	Certificats de dépôt	Bons des institutions et sociétés financières
Nature des émetteurs	Établissements de crédit habilités à recevoir des dépôts et assujettis aux réserves obligatoires, c'est-à-dire : banques, banques mutualistes ou coopératives, caisses d'épargne et de prévoyance, caisses de crédit municipal, Caisse des dépôts et consignations	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Institutions financières spécialisées</li> <li>– Sociétés financières, y compris les maisons de titres, dont le capital est au moins égal à 15 millions de francs, dont l'activité n'est pas limitée à la délivrance de cautions</li> <li>– Sociétés anonymes de crédit immobilier (SACI) dont les fonds propres sont au moins égaux à 30 millions de francs</li> </ul> Ces établissements doivent être assujettis aux réserves obligatoires
Durée	de 10 jours à 2 ans	de 10 jours à 2 ans
Montant minimal	1 million de francs ou s'il s'agit d'une émission en devises étrangères, contrevaieur de 1 million de francs	
Rémunération	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Taux fixe, toutefois pour les titres d'une durée initiale supérieure à un an la rémunération peut varier en application d'une clause d'indexation</li> <li>– Si l'index retenu est lié à des taux constatés sur le marché interbancaire, il doit faire référence à un taux prédéterminé relatif à des placements d'une durée au moins égale à un mois</li> </ul>	
Garantie éventuelle	Les certificats de dépôt et les BISF peuvent être garantis par un établissement visé à l'article 18 modifié de la loi du 24 janvier 1984 (banque, banque mutualiste ou coopérative, caisse d'épargne et de prévoyance, caisse de crédit municipal, société financière ou institution financière spécialisée) habilité par son statut à délivrer de telles garanties	
Prix d'émission	Les titres de créances négociables peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement	
Monnaie d'émission	Franc français ou toute devise étrangère sauf opposition temporaire de la Banque de France	
Gestion, domiciliation	Possibilité sur demande des émetteurs, d'être gérés en compte courant sur les livres de la Banque de France	



**PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES  
DES TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES  
EN VIGUEUR AU 31 MARS 1994**

Instruments Caractéristiques	Billets de trésorerie	Bons à moyen terme négociables	Bons du Trésor
Nature des émetteurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Entreprises résidentes et non résidentes autres que les établissements de crédit ayant 2 ans d'existence sous la forme de sociétés par actions, entreprises du secteur public, sociétés coopératives, GIE ou sociétés en nom collectif composés uniquement d'émetteurs potentiels</li> <li>– Institutions de la CEE et organisations internationales dont la France est membre</li> <li>– Établissements de crédit non implantés en France émettant en devises étrangères</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Tous les émetteurs pouvant émettre des certificats de dépôts, des BISF ou des billets de trésorerie.</li> <li>– Émission en francs ou en devises étrangères.</li> </ul>	État français
Durée	de 10 jours à 1 an	de 1 an 1 jour sans limitation de durée	Non réglementée (actuellement des bons sont émis pour des durées de 13, 26, 52 semaines, 2 ans et 5 ans)
Montant minimal	1 million de francs ou s'il s'agit d'une émission en devises étrangères, contrevaieur de 1 million de francs		Non réglementé (en pratique, 1 million de francs)
Rémunération	Taux fixe	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Rémunération librement déterminée.</li> <li>– Elle peut varier en application d'une clause d'indexation.</li> <li>– Si l'index retenu est lié à des taux constatés sur le marché interbancaire, il doit faire référence à un taux prédéterminé relatif à des placements d'une durée au moins égale à un mois.</li> </ul>	Taux fixe
Garantie éventuelle	Les billets peuvent être garantis par une entreprise, elle-même habilitée à en émettre et ayant un lien de capital d'au moins 20 % avec l'entreprise émettrice. Toutefois les billets d'un montant compris entre 1 et 3 millions de francs peuvent être cautionnés par les établissements de crédit	En fonction de la nature de l'émetteur, ils peuvent être garantis selon les règles respectivement applicables aux certificats de dépôts, BISF et billets de trésorerie.	
Prix d'émission	Les titres de créances négociables peuvent être émis à un prix différent du pair et comporter une prime de remboursement		Fixé par adjudication
Monnaie d'émission	Franc français ou toute devise étrangère sauf opposition temporaire de la Banque de France		
Gestion, domiciliation	Possibilité, sur demande des émetteurs, d'être gérés en compte courant sur les livres de la Banque de France		Dépôt en compte courant à la Banque de France
	Domiciliation obligatoire auprès d'un établissement de crédit installé en France	Pour les entreprises et pour les banques non résidentes domiciliation obligatoire auprès d'un établissement de crédit installé en France	

## ANNEXE 5a

<b>L'INTERMÉDIATION DES FINANCEMENTS OFFERTS AUX AGENTS NON FINANCIERS</b>								
<i>(en termes d'encours)</i>								
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A...	2 373,8	2 787,7	3 319,9	3 935,8	4 332,3	4 898,6	5 778,9	6 634,3
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B...	652,5	816,9	1 023,4	1 211,7	1 238,4	1 407,3	1 701,7	1 996,6
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C...	1 721,2	1 970,9	2 296,5	2 724,1	3 094,0	3 491,3	4 077,3	4 637,7
– par les établissements de crédit : D..	1 651,4	1 880,6	2 180,9	2 587,2	2 947,9	3 321,5	3 828,7	4 289,8
– par les OPCVM : E.....	14,8	19,5	26,2	34,4	41,4	53,8	96,3	157,0
– par les sociétés d'assurances : F.....	55,0	70,8	89,4	102,5	104,7	116,0	152,3	190,9
<b>Taux d'intermédiation (en %) : C/A</b>	<b>72,5</b>	<b>70,7</b>	<b>69,2</b>	<b>69,2</b>	<b>71,4</b>	<b>71,3</b>	<b>70,6</b>	<b>69,9</b>
– par les établissements de crédit : D/A .....	<b>69,6</b>	<b>67,5</b>	<b>65,7</b>	<b>65,7</b>	<b>68,0</b>	<b>67,8</b>	<b>66,3</b>	<b>64,6</b>
– par les OPCVM : E/A.....	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>
– par les sociétés d'assurances : F/A	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A...	7 522,1	9 218,7	10 310,0	11 055,9	13 408,5	14 243,4	15 354,3	16 203,1
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B...	2 341,0	3 375,7	3 881,9	4 081,8	5 513,9	5 675,2	6 109,3	6 537,7
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C...	5 181,0	5 843,0	6 428,1	6 974,0	7 894,4	8 568,2	9 245,0	9 665,4
– par les établissements de crédit : D..	4 718,3	5 122,5	5 587,4	6 045,2	6 727,5	7 292,2	7 842,2	8 115,3
– par les OPCVM : E.....	229,8	398,2	476,6	532,6	661,7	721,6	772,3	825,8
– par les sociétés d'assurances : F.....	232,9	322,3	364,1	396,2	505,2	554,4	630,5	724,3
<b>Taux d'intermédiation (en %) : C/A</b>	<b>68,8</b>	<b>63,4</b>	<b>62,3</b>	<b>63,1</b>	<b>58,9</b>	<b>60,2</b>	<b>60,2</b>	<b>59,7</b>
– par les établissements de crédit : D/A .....	<b>62,7</b>	<b>55,6</b>	<b>54,2</b>	<b>54,7</b>	<b>50,2</b>	<b>51,2</b>	<b>51,1</b>	<b>50,1</b>
– par les OPCVM : E/A.....	<b>3,0</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>
– par les sociétés d'assurances : F/A	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>

Source : Banque de France (TOF trimestriel et maquetteMefisto)

### L'INTERMÉDIATION DES FINANCEMENTS OFFERTS AUX SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

*(en termes d'encours)*

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A.....	1 362,1	1 584,8	1 815,2	2 059,5	2 158,3	2 432,3	2 790,4	3 295,7
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B.....	408,5	519,6	646,8	749,9	705,8	786,7	914,8	1 142,8
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C.....	953,6	1 065,2	1 168,4	1 309,6	1 452,5	1 645,6	1 875,6	2 152,9
– par les établissements de crédit : D.....	907,0	1 004,5	1 095,1	1 231,6	1 375,5	1 556,4	1 752,4	1 980,2
– par les OPCVM : E.....	9,4	12,5	15,7	17,8	18,9	24,7	41,1	67,9
– par les sociétés d'assurances : F.....	37,2	48,2	57,6	60,2	58,1	64,5	82,1	104,8
<b>Taux d'intermédiation (en %) : C/A.....</b>	<b>70,0</b>	<b>67,2</b>	<b>64,4</b>	<b>63,6</b>	<b>67,2</b>	<b>67,6</b>	<b>67,1</b>	<b>65,3</b>
– par les établissements de crédit : D/A.....	<b>66,6</b>	<b>63,4</b>	<b>60,3</b>	<b>59,8</b>	<b>63,7</b>	<b>64,0</b>	<b>62,7</b>	<b>60,0</b>
– par les OPCVM : E/A.....	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>
– par les sociétés d'assurances : F/A.....	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total des financements (Encours en milliards de francs) : A.....	3 731,8	4 646,1	5 103,7	5 574,8	6 901,6	7 114,4	7 545,7	8 161,5
Financements désintermédiés (Encours en milliards de francs) : B.....	1 356,8	1 998,9	2 298,5	2 529,5	3 351,5	3 200,6	3 269,7	3 582,4
Financements intermédiés (Encours en milliards de francs) : C.....	2 375,0	2 647,2	2 805,2	3 045,3	3 550,1	3 913,8	4 276,0	4 579,1
– par les établissements de crédit : D.....	2 150,5	2 304,9	2 419,9	2 641,3	3 012,5	3 359,7	3 681,1	3 915,3
– par les OPCVM : E.....	95,4	161,3	192,6	209,5	259,4	261,3	269,4	291,5
– par les sociétés d'assurances : F.....	129,1	181,0	192,7	194,5	278,2	292,8	325,5	372,3
<b>Taux d'intermédiation (en %) : C/A.....</b>	<b>63,6</b>	<b>57,0</b>	<b>55,0</b>	<b>54,6</b>	<b>51,4</b>	<b>55,0</b>	<b>56,7</b>	<b>56,0</b>
– par les établissements de crédit : D/A.....	<b>57,6</b>	<b>49,6</b>	<b>47,4</b>	<b>47,3</b>	<b>43,6</b>	<b>47,2</b>	<b>48,8</b>	<b>47,9</b>
– par les OPCVM : E/A.....	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>
– par les sociétés d'assurances : F/A.....	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>

Source : Banque de France (TOF trimestriel et maquette Mefisto)

# LES RELATIONS ENTRE LA BANQUE ET LES ENTREPRISES DANS LE CADRE DES TRAVAUX DE CONJONCTURE

Le suivi régulier du comportement des agents économiques et des principales variables de la conjoncture est une condition nécessaire à une élaboration clairvoyante de la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle la plupart des banques centrales des nations industrialisées se sont dotées des moyens de connaître la conjoncture économique et financière de leur pays.

Dans ce domaine, la Banque de France possède une expérience aussi riche qu'ancienne qui se fonde sur les contacts étroits qu'elle entretient avec le monde des affaires. Elle a ainsi été en mesure de mettre en place ses enquêtes de conjoncture en utilisant les informations que lui apportent ses correspondants, au sein desquels les conseillers des succursales forment un groupe spécifique dont l'apport est particulièrement fécond.

---

*Direction de la Conjoncture*

## 1. Les enquêtes de conjoncture

Destinées à donner une vision qualitative des évolutions économiques, les enquêtes de conjoncture constituent une approche commode, rapide et en même temps précise et riche d'informations, pour autant que les responsables d'entreprise interrogés forment un ensemble suffisamment représentatif du tissu national.

Grâce à son réseau de succursales qui couvre l'ensemble du territoire métropolitain, la Banque de France est en relation constante avec de nombreux responsables d'entreprises et d'établissements, tous volontaires pour donner périodiquement leur opinion sur la marche de leurs affaires.

Actuellement, ces informateurs — près de 12 000 personnes — constituent un échantillon représentatif au plan national comme au plan régional, stable et bien informé (puisque'il s'agit de responsables habitués à traiter de l'évolution des variables sur lesquelles leurs interlocuteurs sollicitent leur avis). La taille de cet échantillon permet à la Banque d'effectuer chaque mois une enquête de tendance (Enquête mensuelle de conjoncture) auprès d'industriels, de commerçants, de prestataires de services marchands, complétée chaque trimestre par l'interrogation de chefs d'entreprise du bâtiment et travaux publics. Cette enquête est complémentaire de celle que réalise mensuellement l'INSEE, et s'en distingue par quelques caractéristiques essentielles : plus macro économique pour l'INSEE qui procède par envoi de questionnaires que l'Institut utilise directement au plan national, plus sectorielle pour la Banque qui interroge oralement ses interlocuteurs et traite les réponses au plan régional avant de les agréger au niveau national. Une enquête financière, réalisée chaque trimestre auprès des établissements de crédit, complète la connaissance des comportements en matière de flux financiers.

### ÉCHANTILLON D'INFORMATEURS Enquêtes de tendance

(en nombre)

	National	National et régional
Industrie.....	3 900	5 000
BTP.....	1 000	1 000
Commerce de gros.....	650	800
Commerce de détail (a).....	3 000	3 200
Services.....	2 400	2 500
Ensemble.....	10 950	12 500
(a) Enquêtes statistiques sur le commerce de détail.....	5 000	8 000

Dans chaque branche économique, la connaissance des secteurs est, en effet, l'une des principales caractéristiques de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque. Le souci d'obtenir une bonne représentativité exige que la proportion d'entreprises participantes au sein de leur population soit d'autant plus grande que leur taille est plus élevée, mais la part des PME n'en demeure pas moins importante : pour la seule industrie, on compte 2 400 PMI dont les effectifs sont compris entre 100 et 500 salariés et 1 700 qui en emploient moins d'une centaine.

<b>RÉPARTITION PAR TRANCHES D'FFECTIFS</b>			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Industrie		Bâtiment et Travaux publics
	National	National et Régional	
< 100 salariés.....	30	34	65
100 – 500 salariés.....	51	48	27
> 500 salariés.....	19	18	8

Les questions posées dans le cadre de l'enquête mensuelle de conjoncture portent sur l'évolution des différents paramètres de l'activité au cours du mois (industrie), du bimestre (commerce de détail, services marchands) ou du trimestre (bâtiment-génie civil, commerce de gros) écoulé, comparée à deux périodes de référence (mois précédent, mois correspondant de l'année précédente, etc). La situation financière fait également l'objet de questions posées une fois par trimestre pour l'industrie et le bâtiment.

Les informations sont recueillies au cours d'entretiens, téléphoniques le plus souvent ; des visites ont lieu au moment du recrutement et, ensuite, une fois par an en général. Des occasions de rencontres se présentent fréquemment dans le cadre d'autres activités de la Banque (cotation des entreprises, centrale de bilans...) ou au cours de diverses réunions ou manifestations, les directeurs des succursales s'attachant à promouvoir la présence de la Banque sur leur place.

En contrepartie des renseignements qu'ils fournissent, les informateurs reçoivent très rapidement une information complète, comprenant un volet régional (la « Lettre mensuelle régionale » qui synthétise les tendances observées localement) et un volet national articulé autour d'une « vue d'ensemble » générale et de multiples « cahiers sectoriels » (dont un cahier financier trimestriel) qui permettent à chaque informateur de situer l'évolution de son entreprise dans sa spécificité nationale et dans son environnement professionnel.

L'obligation d'objectivité qui s'impose à la Banque lui commande enfin de bannir toute transparence de l'information restituée dans ses publications ; l'importance et la fiabilité des renseignements, donnés sans réticence, que recueille régulièrement la Banque témoignent de la confiance que lui portent les responsables d'entreprise interrogés.

## 2. Les conseillers des succursales

Chaque succursale de la Banque de France est dotée d'un Conseil qui comprend six à douze membres, selon l'importance économique de la place. Composé de responsables d'entreprises et d'établissements particulièrement représentatifs des secteurs agricole, industriel et tertiaire locaux, il mêle, de manière aussi équilibrée que possible, dirigeants de PME et responsables d'établissements appartenant à des groupes de grande taille. Ces Conseils, qui permettent aux représentants de la Banque d'obtenir une information économique de qualité, sont des lieux d'échanges, exempts de formalisme, qui enrichissent mutuellement les participants ; d'une manière générale, ils facilitent l'insertion harmonieuse des succursales de la Banque dans l'environnement socio-économique local.

La participation de chefs d'entreprise, par ailleurs souvent informateurs nationaux ou locaux, aux conseils des succursales renforce encore la connaissance qu'ont les directeurs de la Banque des principales activités économiques de leur rayon d'action.

### NOMBRE D'ENTREPRISES REPRÉSENTÉES PAR TYPE ET PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ

*(nombre en unités et part en pourcentage)*

	Petites entreprises		Moyennes entreprises		Grandes entreprises		Total
	Nombre	Part dans le secteur	Nombre	Part dans le secteur	Nombre	Part dans le secteur	Nombre
Industrie.....	163	19	357	41	336	40	856
Agriculture.....	49	44	42	38	21	18	112
Commerce.....	85	35	84	35	71	30	240
Services.....	90	50	47	26	43	24	180
BTP.....	41	40	40	40	20	20	101
<b>Total.....</b>	<b>428</b>	<b>29 (a)</b>	<b>570</b>	<b>38 (a)</b>	<b>491</b>	<b>33 (a)</b>	<b>1 489</b>

(a) Part de l'ensemble

### POIDS DES DIFFÉRENTS SECTEURS D'ACTIVITÉ DANS L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES REPRÉSENTÉES

*(en pourcentage)*

	Petites entreprises	Moyennes entreprises	Grandes entreprises	Total
Industrie.....	38	63	69	51
Agriculture.....	11	7	4	8
Commerce.....	20	15	14	16
Services.....	21	8	9	12
BTP.....	10	7	4	7

Participent également aux conseils 120 représentants du Trésor public (Trésoriers payeurs généraux et Receveurs des finances).

Parmi les conseillers, le tiers environ exerce des mandats représentatifs majeurs dans les organismes consulaires et les syndicats professionnels. Nombreux sont aussi les détenteurs de fonctions internationales, soit à l'intérieur des entreprises ou des groupes auxquels elles appartiennent, soit dans le cadre de mandats représentatifs.

*... les moments forts de la vie du Conseil sont les réunions annuelles (deux par an). Une séance du Conseil se passe de la manière la moins formaliste possible afin de préserver la liberté de l'échange. On y retrouve cependant au moins trois séquences :*

*– la présentation d'une question d'actualité par le représentant de la Banque (à Nanterre, nous avons la chance de pouvoir faire appel commodément à des intervenants du siège) ;*

*– un tour de table sur la situation économique, chaque participant étant invité à s'exprimer sur son secteur. Ces exposés sont d'une grande richesse pour le comptoir : au-delà de la conjoncture immédiate, ils permettent de recueillir les opinions de chacun sur des perspectives à plus long terme. C'est ainsi que les débats du Conseil de novembre 1992 ne laissaient aucune ambiguïté sur la gravité de la crise que le retournement de tendance de la fin de l'été avait amorcée ;*

*– enfin, un échange libre et informel se développe entre les participants.*

*Également importantes, et immédiatement efficaces, sont les rencontres individuelles avec les conseillers : lorsqu'une difficulté apparaît dans l'explication d'une tendance, un entretien avec un conseiller du secteur concerné permet souvent d'obtenir une information fructueuse. Ces contacts fréquents, précis, documentés représentent un aspect particulièrement enrichissant du concours que les conseillers apportent régulièrement à la Banque...*

HENRI BAREILLE

*Directeur de la succursale de Nanterre*

Avec les enquêtes de tendance, auxquelles s'ajoutent divers recensements quantitatifs (en particulier, l'enquête trimestrielle sur le coût du crédit), les instances dirigeantes de la Banque disposent d'un instrument efficace et original, qui décrit et explique à leur intention l'évolution à très court terme de l'économie.

Ces enquêtes permettent également à la Banque de fournir un diagnostic rigoureux et détaillé sur la conjoncture régionale, départementale et locale qui enrichit l'information des milieux professionnels et des autorités administratives et soutient son audience auprès d'eux.



E N Q U Ê T E S

# LES CRÉDITS AU LOGEMENT CONSENTIS AUX MÉNAGES EN 1993

Après deux années de baisse, la distribution des crédits au logement consentis aux ménages s'est inscrite en légère hausse (+ 2,8 %) en 1993. Concentrée sur le second semestre, cette reprise a concerné tous les type de crédits à l'exception des prêts conventionnés. Elle a essentiellement bénéficié aux établissements spécialisés et, dans une moindre mesure, aux caisses d'épargne.

---

PASCAL DUBACQ  
*Direction de la Conjoncture*  
*Pôle Logement – BTP*

Mesurée en termes de crédits mis en force, la production dans le secteur non aidé a atteint 174,8 milliards de francs l'an dernier, contre 172,2 milliards de francs en 1992 (+ 1,5 %). La distribution de prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP) progresse quant à elle de 20,4 % (14,6 milliards de francs, contre 12,1 milliards de francs en 1992 selon les statistiques du ministère de l'Équipement).

Au total, le flux annuel de concours nouveaux a augmenté de 2,8 %, après avoir régressé de 7 % en 1992 et de 11 % en 1991. Cette évolution positive recouvre des variations contrastées au cours de l'année 1993 : alors que le ralentissement s'est poursuivi au premier semestre, les crédits consentis marquant une diminution de 4,8 % par rapport aux six premiers mois de 1992, le second semestre a enregistré un accroissement de la production globale de 9,4 % par rapport à la période correspondante de 1992. Le redressement a été sensible dès le troisième trimestre 1993.

## 1. Évolution des crédits non aidés selon leur nature

Amorcé dès 1991, le repli des prêts conventionnés s'est poursuivi en 1993 (- 23,4 % par rapport à 1992), leur part dans le total des prêts non aidés revenant de 14,1 % à 10,6 %. Malgré l'extension de son objet à l'acquisition de logements anciens sans travaux, décidée fin 1991, ce type de financement apparaît fortement concurrencé par les autres formules du secteur libre, dont les taux sont relativement proches. Les contraintes administratives de mise en place souvent jugées complexes expliquent également, en partie, la tendance récessive qui frappe ce produit.

Sur un an, l'augmentation des prêts d'épargne-logement s'est quelque peu ralentie (+ 1,1 %, contre + 2,7 % en 1992). Au second semestre, la tendance est même légèrement baissière par rapport au second semestre 1992 (- 2,1 %). Le mouvement de baisse des taux des crédits immobiliers, qui s'est accentué au second semestre 1993, a pu contribuer à cette évolution, en rapprochant les conditions débitrices des concours du secteur libre de celles de certaines catégories de prêts d'épargne logement. Toutefois, leur contribution relative est demeurée stable, avoisinant 36,5% du total des financements non aidés.

Les concours du secteur libre, souvent complémentaires à un prêt d'épargne-logement, ont bénéficié de conditions tarifaires plus favorables (baisse des taux, attitude concurrentielle de certains établissements de crédit) et de la relative désaffection envers les prêts conventionnés. En progression de 8,9 % sur un an, leur part s'est renforcée, passant de 49,4 % à 53 % de l'ensemble des crédits non aidés.

## 2. Évolution des prêts non aidés selon l'origine de la distribution et selon leur objet

Analysée sous l'angle des réseaux distributeurs, la légère croissance de la distribution des crédits aux ménages a essentiellement bénéficié aux établissements spécialisés et, dans une moindre mesure, aux caisses d'épargne, les concours consentis par les établissements non spécialisés représentant 72,5 % du total des financements non aidés, contre 74,5 % en 1992.

Grâce notamment à un accroissement sensible de la part des établissements spécialisés dans la distribution des prêts conventionnés (et malgré la contraction globale de ceux-ci), la contribution relative de ces établissements s'est légèrement renforcée, passant de 10,6 % à 11,8 %, tandis que celle des caisses d'épargne s'est accrue de 14,9 % à 15,7 %.

La répartition des prêts selon leur objet fait apparaître un nouveau repli des concours à la construction neuve (24,7 % de l'ensemble des crédits non aidés, contre 26,5 % en 1992), qui s'est toutefois atténué d'une année à l'autre (- 5,4 %, contre - 15,2 % un an auparavant). Un léger redémarrage de la distribution des crédits est même apparu au second semestre (+ 1,6 % par rapport au second semestre 1992), parallèlement à l'orientation plus favorable de la commercialisation de logements neufs enregistrée au cours de cette période. Les concours destinés à l'acquisition d'ancien confirment leur part prépondérante, avec 57,9 % du total, contre 55,9 % en 1992. Quant aux financements affectés aux travaux d'amélioration et de gros entretien, ils sont demeurés relativement stables d'une année à l'autre (17,3 %, contre 17,6 % en 1992).

Les différentes mesures de relance prises en 1993 en faveur du secteur du logement, la diminution des taux des crédits à l'habitat et le réajustement à la baisse des prix des biens immobiliers ont constitué autant de facteurs propices à une reprise de l'immobilier d'habitation. Si plusieurs indicateurs traduisent une orientation plus favorable depuis le second semestre 1993, les signes d'amélioration enregistrés sont encore fragiles, les inquiétudes sur l'emploi continuant de peser sur le comportement des ménages et le raffermissement de la demande étant étroitement lié à l'amélioration de la conjoncture économique générale.

<b>FINANCEMENT DU LOGEMENT</b>						
<b>CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES</b>						
<b>EN 1993</b>						
<i>(en millions de francs)</i>						
	1 <sup>er</sup> trimestre 1993	2 <sup>e</sup> trimestre 1993	3 <sup>e</sup> trimestre 1993	4 <sup>e</sup> trimestre 1993	Total 1993	1993/1992 (en pourcentage)
<b>CRÉDITS NON AIDÉS</b>						
<b>Nature des crédits</b>						
<i>Prêts conventionnés.....</i>	4 613	4 495	4 631	4 814	18 553	- 23,43
<i>Plan d'épargne-logement.....</i>	14 243	16 965	17 104	15 246	63 558	1,10
<i>Marché hypothécaire.....</i>	5 263	6 013	6 681	7 125	25 082	} 8,94
<i>Marché libre.....</i>	12 274	14 234	18 876	22 260	67 644	}
<b>Total.....</b>	<b>36 393</b>	<b>41 707</b>	<b>47 292</b>	<b>49 445</b>	<b>174 837</b>	<b>1,53</b>
<b>Réseaux</b>						
<i>Établissements spécialisés.....</i>	3 937	4 673	5 352	6 608	20 570	12,96
<i>Établissements non spécialisés.....</i>	27 121	30 386	33 779	35 551	126 837	- 1,16
<i>Caisse d'épargne.....</i>	5 335	6 648	8 161	7 286	27 430	6,84
<b>Total.....</b>	<b>36 393</b>	<b>41 707</b>	<b>47 292</b>	<b>49 445</b>	<b>174 837</b>	<b>1,53</b>
<b>Marchés</b>						
<i>Neuf.....</i>	9 431	9 654	10 593	1 3497	43 175	- 5,38
<i>Ancien.....</i>	20 350	24 153	28 818	28 008	101 329	5,26
<i>Travaux.....</i>	6 612	7 900	7 881	7 940	30 333	0,05
<b>Total.....</b>	<b>36 393</b>	<b>41 707</b>	<b>47 292</b>	<b>49 445</b>	<b>174 837</b>	<b>1,53</b>
<b>PRÊTS À L'ACCESSION À LA PROPRIÉTÉ (a).....</b>						
	1 276	2 779	3 855	6 708	14 618	20,37
<b>TOTAL GÉNÉRAL.....</b>	<b>37 669</b>	<b>44 486</b>	<b>51 147</b>	<b>56 153</b>	<b>189 455</b>	<b>2,77</b>

(a) Source : Ministère de l'Équipement  
Source et réalisation : Banque de France  
Direction de la Conjoncture – Pôle Logement – BTP

### FINANCEMENT DU LOGEMENT CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES EN 1992

*(en millions de francs)*

	1 <sup>er</sup> trimestre 1992	2 <sup>e</sup> trimestre 1992	3 <sup>e</sup> trimestre 1992	4 <sup>e</sup> trimestre 1992	Total 1992	1992/1991 (pourcentage)
<b>CRÉDITS NON AIDÉS</b>						
<b>Nature des crédits</b>						
<i>Prêts conventionnés.....</i>	5 587	6 314	6 400	5 929	24 230	- 10,30
<i>Plan d'épargne-logement.....</i>	13 599	16 223	16 764	16 276	62 862	2,70
<i>Marché hypothécaire.....</i>	6 219	7 340	7 684	6 929	28 172	} - 12,10
<i>Marché libre.....</i>	13 326	14 161	14 534	14 925	56 946	}
<b>Total.....</b>	<b>38 731</b>	<b>44 038</b>	<b>45 382</b>	<b>44 059</b>	<b>172 210</b>	<b>- 6,95</b>
<b>Réseaux</b>						
<i>Établissements spécialisés.....</i>	3 692	4 859	4 925	4 734	18 210	- 11,62
<i>Établissements non spécialisés.....</i>	28 733	32 408	33 872	33 312	128 325	- 3,40
<i>Caisse d'épargne.....</i>	6 306	6 771	6 585	6 013	25 675	- 18,76
<b>Total.....</b>	<b>38 731</b>	<b>44 038</b>	<b>45 382</b>	<b>44 059</b>	<b>172 210</b>	<b>- 6,95</b>
<b>Marchés</b>						
<i>Neuf.....</i>	10 723	11 188	11 496	12 221	45 628	- 15,25
<i>Ancien.....</i>	21 322	24 886	26 339	23 716	96 263	- 3,97
<i>Travaux.....</i>	6 686	7 964	7 547	8 122	30 319	- 2,13
<b>Total.....</b>	<b>38 731</b>	<b>44 038</b>	<b>45 382</b>	<b>44 059</b>	<b>172 210</b>	<b>- 6,95</b>
<b>PRÊTS À L'ACCESSION À LA PROPRIÉTÉ (a).....</b>						
	1 651	1 891	2 623	5 979	12 144	- 8,53
<b>TOTAL GÉNÉRAL.....</b>	<b>40 382</b>	<b>45 929</b>	<b>48 005</b>	<b>50 038</b>	<b>184 354</b>	<b>- 7,05</b>

(a) Source : Ministère de l'Équipement

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Pôle Logement – BTP

# L'ANALYSE DES FLUX D'OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE FRANÇAIS

Résultat de l'enquête statistique menée auprès des OPM  
au cours du quatrième trimestre 1993

La Banque de France organise depuis cinq ans une enquête statistique auprès de son réseau d'opérateurs principaux de marché (OPM) en vue de recenser les volumes de transactions sur le marché monétaire. À la suite de l'étude parue dans le n° 1 du Bulletin de la Banque de France (janvier 1994), qui avait présenté les résultats des centralisations effectuées de 1989 à 1992, la présente note fournit une actualisation à partir des résultats de l'enquête menée en 1993.

La méthodologie est demeurée inchangée par rapport aux précédentes enquêtes : les flux de capitaux sont enregistrés sur l'ensemble du quatrième trimestre de l'année, les opérations étant retenues en fonction de la date à laquelle elles ont été initiées sans tenir compte de leur venue à échéance durant la période de recensement. Les tableaux présentés, qui sont exprimés en millions de francs, cumulent les opérations de l'ensemble des déclarants.

---

LAURENT PAUL  
*Direction des Marchés de capitaux*  
*Cellule monétaire*

## 1. Prêts réalisés par les OPM sur le marché interbancaire : classement selon la durée et le type des opérations

Sont recensées toutes les transactions avec des établissements relevant de la loi bancaire, à l'exception de celles réalisées avec l'Institut d'émission, quelle que soit leur nature (opérations en blanc ou contre effets).

Un prêt en blanc est un transfert de capitaux sans aucune remise de garantie par l'emprunteur en contrepartie.

Un prêt contre effets non livrés est une opération dans laquelle les titres que l'emprunteur remet en garantie font l'objet d'une simple mise sous dossier. Il peut arriver que la garantie ne soit même pas clairement identifiée.

Une pension livrée comporte la livraison effective des titres par l'emprunteur au compte du prêteur. Celui-ci en restera juridiquement propriétaire jusqu'au dénouement de l'opération.

PRÊTS SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE CLASSÉS SELON LEUR DURÉE						
Durée	Prêt en blanc	Prêt/effets non livrés	Prêts / effets livrés		Total des prêts en 1993	Variation en pourcentage du total par rapport à 1992
			Bons du Trésor	Autres supports		
JOUR LE JOUR.....	1 248 739	8 158 485	49 930	4 899	9 462 053	19,95
« TOM NEXT » .....	173 986	74 110	9 071	4 854	262 021	-60,76
> 1 et ≤ 8 jours.....	160 531	126 024	389 602	71 852	748 009	-31,01
> 8 jours et ≤ 1 mois.....	39 865	20 602	190 461	845 585	335 513	-10,99
> 1 mois et ≤ 3 mois .....	66 249	28 159	29 924	33 614	157 946	26,67
3 mois.....	6 630	6 272	0	546	13 448	13,27
> 3mois et ≤ 6 mois.....	21 390	12 525	9 578	3 468	46 961	98,76
> 6 mois et ≤ 1 an .....	16 745	6 039	7 691	13	30 488	-25,71
> 1 an et ≤ 2 ans .....	6 779	1 281	4 447	0	12 507	247,03
> 2 ans et ≤ 5 ans .....	17 896	335	15 045	0	33 276	866,20
> 5ans .....	1 990	20	379	0	2 389	-67,08
<b>TOTAL .....</b>	<b>1 760 800</b>	<b>8 433 852</b>	<b>706 128</b>	<b>203 831</b>	<b>11 104 611</b>	<b>8,52</b>

Après la progression de 53 % constatée au quatrième trimestre l'année précédente, les opérations de prêts aux résidents ont enregistré une hausse de 8,5 % au dernier trimestre 1993.

### 1.1. Répartition par échéance

Les prêts aux résidents enregistrent une évolution relativement différenciée suivant les échéances traitées.

– Les prêts au jour le jour et en « tom-next » progressent de 13,7 % et, avec près de 152 milliards de francs en moyenne quotidienne, représentent 87,5 % des volumes déclarés. Ce type d'opérations demeure particulièrement concentré, sept OPM réalisant à eux seuls 71 % des prêts au jour le jour et en « tom-next ».

– À l'inverse, les opérations de terme interbancaire enregistrent globalement une diminution de 17,7 %, ce mouvement étant concentré sur les opérations dont l'échéance va de 48 heures à un mois. Un tel phénomène peut être considéré comme un retour à la normale après le dernier trimestre de l'année 1992 qui avait enregistré une augmentation exceptionnelle des prêts interbancaires à très court terme sous l'effet des crises de change. Pour leur part, les opérations de un mois à cinq ans d'échéance sont en hausse sensible (+ 41 %) et celles à plus de cinq ans, continuent de régresser.

La part des opérations de terme dans le total des prêts interbancaires s'est réduite par rapport à 1992 (12,5 %, contre 16,4 %), mais demeure toutefois largement supérieure à 1991 (7,9 %).

### 1.2. Répartition par types d'opérations

En ce qui concerne la répartition des prêts en fonction des différents types d'opérations, les pensions non livrées conservent une nette prééminence (76 %) suivies des opérations en blanc (16 %). Les pensions livrées, dont le volume progressait de façon régulière depuis 1989, se sont stabilisées, leur part revenant à 8 %, contre 11 % en 1992 ; cette diminution touche uniquement les opérations effectuées contre bons du Trésor, celles contre autres supports continuant de progresser. Par ailleurs, ce sont les pensions livrées de terme très court (moins de huit jours) qui régressent en volume. En revanche, les transactions continuent de se développer sur les termes plus longs, en particulier sur les échéances supérieures à un an où les pensions livrées progressent très fortement et représentent maintenant plus de 40 % du total des prêts interbancaires.

## 2. Prêts ou emprunts avec des correspondants non-résidents : classement selon la durée des opérations

Toutes les opérations au comptant effectuées par un OPM avec des contreparties bancaires non résidentes.

<b>PRÊTS ET EMPRUNTS AUX CORRESPONDANTS NON RÉSIDENTS</b>				
<i>(en millions de francs)</i>				
Durée	Prêts	Variation en pourcentage du total par rapport 1992	Emprunts	Variation en pourcentage du total par rapport à 1992
JOUR LE JOUR.....	1 080 157	308,22	702 086	-17,63
« TOM NEXT » .....	2 857 449	473,93	127 967	-58,00
> 1 et ≤ 8 jours.....	807 197	181,60	107 645	12,85
> 8 jours et ≤ 1 mois.....	186 056	25,64	28 605	-52,05
> 1 mois et ≤ 3 mois.....	126 636	-10,01	26 981	-51,65
3 mois .....	22 324	33,61	10 583	-34,19
> 3mois et ≤ 6 mois.....	25 262	14,83	10 492	-33,59
> 6 mois et ≤ 1 an.....	5 219	-23,79	6 064	-54,73
> 1 an et ≤ 2 ans.....	1 401	52,45	2 187	9,08
> 2 ans et ≤ 5 ans.....	171	180,33	1 942	309,70
> 5ans .....	0	-100,00	1 313	-1,35
<b>TOTAL.....</b>	<b>5 111 872</b>	<b>266,18</b>	<b>1 025 865</b>	<b>-27,51</b>

La hausse de plus de 250 % des prêts aux non-résidents contraste fortement avec le repli d'environ 30 % des emprunts constatée dans le même temps. Ce mouvement confirme en l'amplifiant la tendance des années précédentes. Alors qu'en 1989, le volume des emprunts contractés était deux fois et demi plus important que les prêts mis en place, le rapport se situait au quatrième trimestre 1993 de un à cinq en faveur des prêts. L'accroissement du volume de ceux-ci est particulièrement prononcé en ce qui concerne les opérations à très court terme (jusqu'à huit jours) liées notamment au financement de portefeuilles titres.



### 3. Achats de titres de créances négociables (certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières, billets de trésorerie, ou bons à moyen terme négociables) sur le marché interbancaire : classement suivant la durée restant à courir du titre au moment de l'achat

Les achats ferme de titres de créances négociables sur le marché secondaire de ces instruments sont effectués par les OPM avec d'autres établissements relevant de la loi bancaire.

(en millions de francs)

Durée	Achats de TCN	Variation en pourcentage du total par rapport à 1992
JOUR LE JOUR .....	1 584	-37,76
« TOM NEXT » .....	797	1,79
> 1 et ≤ 8 jours .....	2 861	227,72
> 8 jours et ≤ 1 mois .....	20 013	-25,04
> 1 mois et ≤ 3 mois .....	30 741	-48,05
3 mois .....	6 492	161,14
> 3 mois et ≤ 6 mois .....	3 171	-86,13
> 6 mois et ≤ 1 an .....	19 950	109,25
> 1 an et ≤ 2 ans .....	12 156	201,41
> 2 ans et ≤ 5 ans .....	11 049	-79,94
> 5 ans .....	6 492	-83,39
TOTAL .....	115 306	-48,33

Ces opérations enregistrent une baisse très sensible (– 48 %), particulièrement nette sur les échéances les plus longues (au-delà de deux ans).

L'origine de ce repli est liée à la forte réduction de l'encours des SICAV court terme<sup>1</sup> durant la seconde partie de l'année 1993 : l'actif net de cette catégorie d'OPCVM a d'abord progressé de 1 250 milliards de francs en décembre 1992 jusqu'à 1 360 milliards de francs en juin, pour se replier à 1 170 milliards de francs en décembre. Cette évolution a été accentuée par le fait que, à la fin de l'année dernière, les écarts de taux entre les bons du Trésor et les meilleures signatures bancaires s'étaient nettement réduits, rendant relativement moins attractifs les achats de TCN.

### 4. Opérations de swap de taux interbancaires (résidents et non-résidents) : classement selon la durée des opérations

Ce recensement prend en compte uniquement le montant notionnel des swaps où les OPM sont prêteurs à taux fixe.

(en millions de francs)

Durée	Principal théorique des swaps de taux d'intérêts recevant le taux fixe conclus sur le marché interbancaire et classés selon leur durée initiale	Swaps de même nature avec des correspondants non résidents	Total	Variation en pourcentage du total par rapport à 1992
≤ 1 an .....	692 718	20 976	713 694	0,16
> 1 an et ≤ 2 ans .....	55 410	7 715	63 125	-25,94
> 2 ans et ≤ 5 ans .....	37 070	9 150	46 220	-19,35
> 5 ans .....	20 919	6 547	27 466	-72,03
TOTAL .....	806 117	44 388	850 505	-5,07

Pour la première fois depuis le lancement de l'enquête en 1989, le volume des swaps enregistre un léger fléchissement (– 5 % par rapport à 1992).

<sup>1</sup> Les achats de TCN sont souvent destinés à alimenter l'actif des SICAV court terme dans la mouvance de l'établissement.

La diminution observée touche uniquement les opérations de durée supérieure à un an. La baisse de l'encours des OPCVM court terme durant la même période a probablement exercé un effet induit. De plus, il semble qu'un grand nombre d'établissements souhaitent désormais limiter la croissance de leurs engagements de hors bilan, compte tenu notamment de l'attention accrue qu'ils portent au risque de contrepartie.

## 5. Opérations d'emprunt auprès des OPCVM

Toutes opérations d'emprunt effectuées par les OPM auprès d'OPCVM (Sicav ou FCP), que ceux-ci soient ou non rattachés à l'établissement déclarant.

*(en millions de francs)*

Durée	Mises en pensions	Ventes à réméré	Certificats de dépôt émis par l'OPM et cédés à un OPCVM	Total	Variation en pourcentage du total par rapport à 1992
≤ 1 mois .....	1 030 915	12 269	52 017	1 095 337	-22.81
> 1 mois et ≤ 6 mois .....	49 745	2 768	127 272	179 785	-32.38
> 6 mois et ≤ 1 an .....	5 207	592	21 735	27 534	308.27
> 1 an .....	341	107	2 176	2 965	-95.94
TOTAL .....	1 086 208	15 736	203 201	1 305 145	-26.04

En moyenne quotidienne, les emprunts effectués par les OPM auprès des OPCVM ont atteint 20,7 milliards de francs, soit une diminution de 26 % par rapport à 1992 et un retour au niveau de 1991. Cette baisse est supérieure au fléchissement de l'encours des OPCVM court terme, qui est limité à 6 % entre fin 1992 et fin 1993.

La répartition des opérations par type d'instrument confirme la tendance des années précédentes. Les ventes à réméré ont aujourd'hui pratiquement disparu dans les relations entre banques et OPCVM. Les mises en pension représentent 83 % du total des emprunts auprès des OPCVM<sup>1</sup>, le reste étant pour l'essentiel constitué par les émissions de titres de créances négociables. Sur un total de 827,4 milliards de francs de certificats de dépôt ou de BMTN émis par les 26 OPM au cours du dernier trimestre, 203,2 milliards ont été directement souscrits par des OPCVM, soit une proportion de 24,6 %, contre 23,6 % en 1992.

## 6. Opérations sur les marchés secondaires de titres

Le tableau ci-dessous retrace les achats ferme effectués par les OPM avec toute contrepartie pour leur compte propre ou celui de leur clientèle.

*(en millions de francs)*

	TITRES DU MARCHÉ MONÉTAIRE		Obligations
	Bons du Trésor (BTF et BTAN)	Titres de créances négociables en francs	
Achats .....	1 035 611	516 479	676 491
Ventes .....	1 007 163	652 641	659 823
TOTAL .....	2 042 774	1 169 120	1 336 314
Variation en pourcentage du total par rapport 1992..	4,27	-24,87	19,40

On constate une nette divergence entre l'évolution des transactions réalisées par les OPM sur les titres du marché monétaire et celle des opérations sur le marché obligataire. Le volume des achats/ventes cumulés déclarés par les OPM enregistre une progression de 4 % pour les bons du Trésor, et une baisse

<sup>1</sup> Toutefois, cette proportion n'est pas représentative des encours, compte tenu de la durée significativement plus courte des pensions par rapport à celle des titres acquis par les OPCVM.

## L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français

(- 25 %) pour les titres de créances négociables. En revanche, l'activité sur les obligations est en hausse de 19 %.

L'activité sur les titres du marché monétaire a probablement été affectée par la baisse de l'encours des OPCVM court terme durant la même période, ceux-ci étant traditionnellement d'importants souscripteurs de bons du Trésor et de TCN.

La progression de l'activité sur les obligations s'explique sans doute par la bonne tenue du marché durant les derniers mois de 1993, mais elle pourrait être liée aussi au développement important du marché euro-obligataire en francs.

La part de marché des OPM sur les achats/ventes de bons du Trésor a représenté environ 36 % en 1993, contre 45 % estimé en 1992<sup>1</sup>. En effet, dans le même temps, le volume des transactions sur le marché secondaire recensées dans le système Saturne a progressé d'environ 25 % (chiffre largement lié à une croissance de l'activité des non-résidents).

En ce qui concerne les obligations, si l'on effectue une comparaison des opérations déclarées par les OPM avec le volume des transactions enregistrées par la Société des bourses françaises en Bourse de Paris (ceux-ci ne comprenant pas l'euro-marché ni les transactions effectuées en Cedel et Euroclear), la part des OPM s'établirait à environ 30 % de l'activité.

## 7. Indexations utilisées sur différents types opérations de hors bilan

Un « forward rate agreement » (FRA) est un contrat traité de gré à gré en vertu duquel un opérateur s'engage envers un autre à lui prêter à un taux donné une somme pendant une période déterminée dont le point de départ se situe à une date future. Le nominal du prêt n'est qu'un montant fictif servant de base au calcul des intérêts et, à ce titre, ne donne lieu à aucune livraison de fonds.

Un « cap » représente pour celui qui l'achète, le droit d'emprunter à un taux d'intérêt plafond préalablement fixé, un certain montant sur un certain nombre de périodes, moyennant le paiement d'une prime.

Un « floor » représente pour celui qui l'achète le droit de prêter à un taux d'intérêt plancher préalablement fixé, un certain montant sur un certain nombre de périodes, moyennant le paiement d'une prime.

(en millions de francs)

INDEXATION DE RÉFÉRENCE	« Forward rate agreement » recevant le taux fixe	Vendeur de « Caps »		Vendeur de « Floors »		« Swaps » de taux recevant le taux fixe	
	Toutes durées	≤ 2 ans	> 2 ans	≤ 2 ans	> 2 ans	≤ 2 ans	> 2 ans
TMP – T4M – TAM.....	13 737	8 605	6 476	8 150	5 250	1 016 186	73 606
Pibor.....	105 840	6 187	5 144	910	2 810	25 213	41 894
Libor.....	84 290	0	0	0	0	41 660	1 111
TOTAL.....	203 867	14 792	11 620	9 060	8 060	1 083 059	116 611
Variation en pourcentage du total par rapport à 1992	38,64	-71,95	-55,15	-40,98	-6,31	24,25	1,99

<sup>1</sup> Comparaison effectuée avec les statistiques de la direction des Services de titres de la Banque de France

Les principales conclusions qui peuvent être tirées de cette centralisation, effectuée pour la deuxième fois seulement, sont les suivantes :

– *opérations de ventes de FRA* : le volume de transactions est en nette progression (+ 39 %). L'indexation Pibor est utilisée dans plus de la moitié des opérations, mais les FRA indexés Libor représentent une importante minorité (41 % du total), comme en 1992 ;

– *vente de caps et de floors* : ces opérations enregistrent un net repli par rapport à 1992 (– 66 % pour les caps et – 29 % pour les floors toutes échéances confondues). Ce mouvement pourrait s'expliquer par les anticipations marquées de baisse des taux d'intérêt qui ont dominé durant tout le dernier trimestre de 1993 et aurait rendu moins intéressant ce type d'opérations. Ce sont les caps et les floors indexés Pibor qui connaissent le repli le plus marqué ;

– *swaps de taux* : les volumes déclarés sont en hausse par rapport à 1992 (+ 21 %), à l'inverse du mouvement observé sur les swaps de taux interbancaires (– 5 % : cf tableau § 4.). La progression serait donc exclusivement due aux swaps conclus par les OPM avec des non-banques (entreprises non financières, OPCVM, non-résidents, etc. ) qui représenteraient 30 % des volumes déclarés en 1993, contre 10 % l'année précédente.

L'indexation « jour le jour » conserve une nette prééminence, en particulier sur les opérations de moins de deux ans de durée. Mais on note une vive progression des indexations Libor qui étaient pratiquement inexistantes en 1992, signe de la participation croissante des non-résidents à ce marché.

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

---

---

## Bulletin officiel Banque de France

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### ***Communiqué de la Banque de France – Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,50 % novembre 2002, 5,50 % avril 2004, 6 % octobre 2025***

– en date du 3 mai 1994

Le jeudi 5 mai 1994 à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 19 et 21 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard de francs par tranche.

#### 1. OAT 8,50 % novembre 2002 de 2 000 francs

Jouissance du 25 novembre 1993. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 novembre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 novembre 2002.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 novembre 1993 au 25 mai 1994, soit 84,30 francs par obligation.

#### 2. OAT 5,50 % avril 2004 de 2 000 francs

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 110 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1994 au 25 mai 1994, soit 9,04 francs par obligation.

#### 3. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 25 mai 1994, soit 69,70 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 mai 1994.

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

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives, dans les conditions qui leur ont été indiquées :

– jusqu'au jeudi 5 mai 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,

– jusqu'au vendredi 6 mai 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 8,50 % NOVEMBRE 2002</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
109,26	600 000 000	600 000 000	109,26
109,24	450 000 000	1 050 000 000	109,25
109,22	2 200 000 000	3 250 000 000	109,23
109,20	1 100 000 000	4 350 000 000	109,22
109,20	1 100 000 000	5 450 000 000	109,22
109,18	1 350 000 000	6 800 000 000	109,21
109,16	1 200 000 000	8 000 000 000	109,20
109,14	600 000 000	8 600 000 000	109,20
109,12	700 000 000	9 300 000 000	109,19
109,10	250 000 000	9 550 000 000	109,19
109,08	250 000 000	9 800 000 000	109,19
109,06	550 000 000	10 350 000 000	109,18
109,04	50 000 000	10 400 000 000	109,18
109,00	1 000 000 000	11 400 000 000	109,16
Prix limite retenu : 109,20 % (taux de rendement : 7,02 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 109,22 % (taux de rendement : 7,01 %)			

<b>OAT 5,50 % AVRIL 2004</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
89,02	2 200 000 000	2 200 000 000	89,02
88,96	50 000 000	2 250 000 000	89,02
88,94	1 450 000 000	3 700 000 000	88,99
88,92	2 050 000 000	5 750 000 000	88,96
88,90	4 950 000 000	10 700 000 000	88,93
88,88	2 060 000 000	12 760 000 000	88,93
88,88	3 090 000 000	15 850 000 000	88,92
88,86	2 300 000 000	18 150 000 000	88,91
88,84	1 800 000 000	19 950 000 000	88,90
88,82	900 000 000	20 850 000 000	88,90
88,80	900 000 000	21 750 000 000	88,90
88,78	1 300 000 000	23 050 000 000	88,89
88,74	100 000 000	23 150 000 000	88,89
88,72	550 000 000	23 700 000 000	88,88
88,70	150 000 000	23 850 000 000	88,88
88,68	500 000 000	24 350 000 000	88,88
88,66	100 000 000	24 450 000 000	88,88
88,64	1 050 000 000	25 500 000 000	88,87
88,60	1 000 000 000	26 500 000 000	88,86
88,50	2 000 000 000	28 500 000 000	88,83
Prix limite retenu : 88,88 % (taux de rendement : 7,10 %) Demandes servies à ce prix limite : 40,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 88,93 % (taux de rendement : 7,09 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 7 avril 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	12 000	12 760	760
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	6,48	7,10	0,62
– au prix moyen pondéré .....	6,47	7,09	0,62



<b>OAT 6 % OCTOBRE 2025</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
79,90	100 000 000	100 000 000	79,90
79,86	100 000 000	200 000 000	79,88
79,80	450 000 000	650 000 000	79,82
79,78	250 000 000	900 000 000	79,81
79,76	250 000 000	1 150 000 000	79,80
79,74	200 000 000	1 350 000 000	79,79
79,72	350 000 000	1 700 000 000	79,78
79,70	250 000 000	1 950 000 000	79,77
79,68	100 000 000	2 050 000 000	79,76
79,66	750 000 000	2 800 000 000	79,74
79,65	200 000 000	3 000 000 000	79,73
79,64	700 000 000	3 700 000 000	79,71
79,62	100 000 000	3 800 000 000	79,71
79,60	400 000 000	4 200 000 000	79,70
79,56	250 000 000	4 450 000 000	79,69
79,54	400 000 000	4 850 000 000	79,68
79,52	150 000 000	5 000 000 000	79,67
79,50	300 000 000	5 300 000 000	79,66
79,48	250 000 000	5 550 000 000	79,66
79,46	100 000 000	5 650 000 000	79,65
79,44	550 000 000	6 200 000 000	79,63
79,42	200 000 000	6 400 000 000	79,63
79,40	300 000 000	6 700 000 000	79,62
79,38	250 000 000	6 950 000 000	79,61
79,20	100 000 000	7 050 000 000	79,60
79,10	100 000 000	7 150 000 000	79,60
Prix limite retenu : 79,68 % (taux de rendement : 7,73 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 79,76 % (taux de rendement : 7,73 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 7 avril 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	2 350	2 050	- 300
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,06	7,73	0,67
– au prix moyen pondéré.....	7,05	7,73	0,68

– *Résultat global de l'adjudication du 5 mai 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT du 5 mai 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 327 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 635 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 19 160 millions de francs.

Le montant nominal global émis s'élève donc à 22 122 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 8,50 % novembre 2002 .....	4 350		488	4 838
OAT 5,50 % avril 2004 .....	12 760	239	1 833	14 832
OAT 6 % octobre 2025 .....	2 050	88	314	2 452
<b>TOTAL .....</b>	<b>19 160</b>	<b>2 962</b>		<b>22 122</b>
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Journal officiel du 17 mars 1994 –  
Seuils de l'usure applicables à compter du  
1<sup>er</sup> avril 1994**

<b>COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 1 <sup>er</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> avril 1994
<b>DÉCOUVERTS EN COMPTE</b>		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	12,32	16,43
<b>AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS</b>		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	11,23	14,97
<b>PRÊTS CONSENTIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT</b>		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs .....	11,71	15,61
<b>PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE &gt; À 2 ANS À TAUX FIXE</b>		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,92	13,23
<b>PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE &gt; À 2 ANS À TAUX VARIABLE</b>		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,54	12,72
<p><i>Note</i> : Les taux moyens ainsi que la commission de plus fort découvert ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.</p> <p><i>Commissions de plus fort découvert</i> :</p> <p>Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de janvier 1994 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois.</p> <p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>		

<b>COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 1 <sup>er</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> avril 1994
<b>CRÉDITS DE TRÉSORERIE</b>		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs .....	17,89	23,85
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs .....	14,74	19,65
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs .....	12,41	16,55
<b>CRÉDITS IMMOBILIERS</b>		
– Prêts relais .....	10,05	13,40
– Prêts immobiliers à taux fixe .....	9,51	12,68
– Prêts immobiliers à taux variable .....	9,34	12,45
<p><i>Note</i> : Les taux moyens ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux particuliers effectuée par la Banque de France.</p> <p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>		

**Communiqué de la Banque de France, en date du 5 mai 1994, relatif à son taux d'appel d'offres**

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire de ce jour, la Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 5,70 % à 5,60 %.

**Communiqué de la Banque de France, en date du 11 mai 1994, relatif à son taux d'appel d'offres**

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène le taux des appels d'offres de 5,60 % à 5,50 %. En raison de la fermeture du jeudi de l'Ascension, la prochaine opération sera réalisée lundi 16 mai valeur 17.

**Communiqué de la Banque de France, en date du 19 mai 1994, relatif à ses taux directeurs**

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire de ce jour, la Banque de France ramène le taux des appels d'offres de 5,50 % à 5,40 % et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours de 6,75 % à 6,40 %.

**Bulletin officiel  
Comité des établissements de crédit**

**Lettre du secrétaire général du Comité des établissements de crédit, en date du 4 mai 1994, au président de l'Association française des établissements de crédit, relative au régime des réserves obligatoires en France métropolitaine**

Monsieur le président,

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte de la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire, prise en application de la loi n° 93-980 du 4 août 1993 qui prévoit que ce Conseil définit les règles d'assiette et de taux des réserves obligatoires.

Je vous transmets également le texte de l'instruction n° 1-94 de la Banque de France qui fixe les modalités de mise en œuvre de cette décision.

Je vous serais obligé de bien vouloir assurer la diffusion de ce courrier auprès de vos adhérents

en leur précisant que les nouveaux textes reconduisent sans aucune modification technique le dispositif des réserves obligatoires en vigueur antérieurement.

Veuillez agréer, Monsieur le président, l'assurance de ma considération distinguée.

**Décision n° 94-1 du 24 mars 1994 définissant le régime des réserves obligatoires en France métropolitaine**

Le Conseil de la politique monétaire,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment son article 7,

Après en avoir délibéré,

*Décide :*

*Article premier.* – Les établissements de crédit, à l'exception de la Caisse française de développement, sont assujettis à réserves obligatoires. Ils sont tenus de constituer un montant minimum de réserves sous forme de dépôts en francs non rémunérés à la Banque de France dans les conditions définies aux articles suivants.

Une instruction de la Banque de France fixe les conditions dans lesquelles tout ou partie des encaisses en billets et monnaies en francs détenues par les établissements assujettis peuvent être prises en compte au titre des réserves obligatoires constituées.

*Article 2.* – Les réserves s'appliquent aux exigibilités et aux engagements hors bilan d'une durée initiale inférieure à 2 ans, en francs ou en devises, énumérés ci-après, tels qu'ils résultent de la comptabilité, établie dans le cadre comptable de la réglementation bancaire, du siège et des agences installés en France métropolitaine.

1. Exigibilités de toute nature, y compris sous forme de pensions, enregistrées à des comptes de résidents, à l'exception :

– de celles enregistrées aux comptes d'établissements assujettis ;

- des comptes et plans d'épargne-logement ;
- des comptes d'épargne populaire ;
- des comptes d'épargne-entreprise ;
- des premiers livrets des Caisses d'épargne et de prévoyance ;
- des comptes espèces ouverts au titre des plans d'épargne en vue de la retraite ;
- des plans d'épargne populaire ;
- des plans d'épargne en actions.

2. Certificats de dépôt, bons des institutions et sociétés financières et bons à moyen terme négociables détenus par des résidents, y compris ceux acquis auprès de non-résidents, dans la mesure où l'émetteur peut identifier les détenteurs.

3. Titres vendus à réméré à des résidents, à l'exception de ceux vendus à des établissements assujettis à réserves, lorsque la durée probable du réméré, appréciée selon les conditions définies par instruction de la Banque de France, est inférieure à 2 ans.

*Article 3.* – Les taux de réserves applicables à ces exigibilités et engagements sont les suivants.

– *Exigibilités et engagements en francs :*

- 1 % pour les exigibilités et engagements de toute nature, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale inférieure à dix jours à l'exception des comptes sur livret,
- 1 % pour les comptes sur livret,
- 0,5 % pour les autres exigibilités et engagements, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale au moins égale à dix jours et inférieure ou égale à un an,
- 0 % sur les autres exigibilités et engagements, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale supérieure à un an et inférieure à deux ans.

– *Exigibilités en devises :*

- taux zéro.

Deux abattements, l'un sur l'assiette des réserves, l'autre sur le total des réserves, sont applicables :

a) la fraction des exigibilités ou des engagements effectivement soumis à réserves, égale ou

inférieure à 30 millions de francs n'est retenue que pour moitié ;

b) un abattement de 2 millions de francs est en outre appliqué au total des réserves dans les conditions suivantes :

– globalement à l'ensemble des établissements affiliés à un organe central, d'une part, et à tout groupe défini comme ensemble d'établissements classés sous un contrôle unique au moyen de participations majoritaires directes ou indirectes, d'autre part. Dans ce dernier cas, l'établissement qui exerce le contrôle du groupe désigne l'établissement auquel l'abattement est appliqué ;

– individuellement à tout établissement non affilié à un organe central et n'appartenant pas à un groupe défini à l'alinéa précédent.

*Article 4.* – Les réserves obligatoires sont constituées par période mensuelle sur la base des éléments du mois en cours. Une dispense de constitution de réserves peut être accordée aux établissements justifiant d'un total maximum d'exigibilités et d'engagements hors bilan défini par instruction de la Banque de France.

Les établissements assujettis adressent leurs déclarations périodiques, établies selon des formules types, à la Banque de France, dans les délais fixés par celle-ci. Les établissements dispensés de constituer des réserves sont également dispensés d'adresser des déclarations.

Les établissements affiliés à un organe central sont tenus d'effectuer une déclaration globale. La transmission de cette déclaration peut être effectuée par l'organe central ou par l'établissement affilié qu'il désigne.

La Banque de France peut faire application des dispositions prévues à l'alinéa précédent aux groupes d'établissements ayant entre eux des liens financiers directs ou indirects.

Lorsque des établissements n'ont pas fait parvenir en temps voulu leur déclaration périodique, la Banque de France est autorisée à déterminer le montant de leurs réserves obligatoires à partir des derniers éléments connus de leur situation. Une majoration ne pouvant excéder 10 % peut être appliquée à cette évaluation.

Une fraction de l'excédent des réserves constituées au titre d'une période mensuelle peut s'imputer sur les réserves à constituer au titre de la période suivante. Cette fraction est fixée par instruction de la Banque de France.

*Article 5.* – Les établissements assujettis qui n'auraient pas constitué en temps voulu le montant minimum de réserves exigé en application de la présente décision, sont redevables envers la Banque de France d'intérêts moratoires dont le taux est déterminé par celle-ci par référence au taux moyen de la période des opérations au jour le jour sur le marché monétaire. Un taux majoré peut être prévu en cas de manquement grave ou de manquements réitérés. En aucun cas, le taux des intérêts moratoires ne peut excéder 0,1 % par jour.

*Article 6.* – Les modalités d'application des dispositions qui précèdent sont fixées par voie d'instructions de la Banque de France.

*Article 7.* – La présente décision n'est pas applicable aux opérations réalisées dans les départements, territoires et collectivités territoriales d'outre-mer.

***Instruction n° 1-94 relative au système des réserves obligatoires***

prise en application de la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire en date du 24 mars 1994

*Article premier.* – Les établissements visés par la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire (article premier) doivent constituer, dans les conditions prévues à l'article 6 de la présente instruction, des réserves sur leurs exigibilités et leurs engagements hors bilan libellés en francs ou en devises.

*Article 2.* – Conformément à l'article 2 de la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire, les réserves s'appliquent aux exigibilités et aux engagements hors bilan d'une durée initiale inférieure à deux ans en francs ou en devises, énumérés ci-après, tels qu'ils résultent de la comptabilité, établie dans le cadre comptable de la réglementation bancaire, du siège et des agences installés en France métropolitaine.

1. Exigibilités de toute nature, y compris sous forme de pensions, enregistrées à des comptes de résidents, à l'exception :

- des opérations avec les établissements assujettis <sup>1</sup>,
- des comptes et plans d'épargne-logement,
- des comptes d'épargne populaire,
- des comptes d'épargne-entreprise,
- des premiers livrets des Caisses d'épargne et de prévoyance,
- des comptes espèces ouverts au titre des plans d'épargne en vue de la retraite,
- des plans d'épargne populaire,
- des plans d'épargne en actions.

2. Certificats de dépôt, bons des sociétés et institutions financières et bons à moyen terme négociables détenus par des résidents, y compris ceux acquis auprès de non-résidents, dans la mesure où l'émetteur peut identifier le détenteur. Dans le cas contraire, les réserves s'appliquent aux certificats et bons souscrits par des résidents.

3. Titres vendus à réméré à des résidents, à l'exception de ceux vendus à des établissements assujettis à réserves, lorsque la durée probable du réméré est inférieure à deux ans.

La durée probable du réméré est appréciée par le délai observé habituellement, dans le cadre d'opérations similaires, entre la date de conclusion de l'opération de réméré et celle de l'exercice de la faculté de rachat.

*Article 3.* – Conformément à l'article 3 de la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire, les taux des réserves applicables à ces exigibilités et engagements sont les suivants.

– *Exigibilités et engagements en francs :*

- 1 % pour les exigibilités et engagements de toute nature, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale inférieure à 10 jours, à l'exception des comptes sur livret,
- 1 % pour les comptes sur livret,
- 0,5 % pour les autres exigibilités et engagements, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale au moins égale à 10 jours et inférieure ou égale à un an,

<sup>1</sup> Ainsi que des dépôts de la Caisse française de développement

- 0 % sur les autres exigibilités et engagements, y compris pensions et rémérés, d'une durée initiale supérieure à un an et inférieure à deux ans.

– *Exigibilités en devises :*

- taux zéro.

Deux abattements, l'un sur l'assiette des réserves, l'autre sur le total des réserves, sont applicables :

a) la fraction des exigibilités ou des engagements effectivement soumis à réserves, égale ou inférieure à 30 millions de francs n'est retenue que pour moitié ;

b) un abattement de 2 millions de francs est en outre appliqué au total des réserves dans les conditions suivantes :

– globalement à l'ensemble des établissements affiliés à un organe central, d'une part, et à tout groupe défini comme ensemble d'établissements placés sous un contrôle unique au moyen de participations majoritaires, directes ou indirectes, d'autre part. Dans ce dernier cas, l'établissement qui exerce le contrôle du groupe désigne l'établissement auquel l'abattement est appliqué ;

– individuellement à tout établissement non affilié à un organe central et n'appartenant pas à un groupe défini à l'alinéa précédent.

*Article 4.* – Les établissements assujettis doivent adresser à la Banque de France — Direction générale du Crédit – Cellule monétaire — dans les dix jours qui suivent la clôture de la période, une déclaration faisant ressortir les éléments de calcul des réserves qu'ils doivent constituer.

Les établissements qui n'ont pas produit en temps utile leur déclaration doivent constituer des réserves sur la base des derniers éléments connus de leur situation, majorée forfaitairement de 10 %.

Les établissements doivent en outre adresser à la Banque de France le montant de l'encaisse en billets et monnaies en francs pour le calcul des réserves constituées dans les conditions prévues à l'article 6 de la présente instruction.

Les établissements affiliés à un organe central sont tenus d'effectuer une déclaration globale. La transmission de cette déclaration peut être

effectuée par l'organe central ou par l'établissement affilié qu'il désigne.

La Banque de France peut faire application des dispositions prévues à l'alinéa précédent aux groupes d'établissements ayant entre eux des liens financiers directs ou indirects.

Cette déclaration doit correspondre au cumul des états individuels de déclaration des établissements appartenant au périmètre de globalisation. Dès lors qu'un établissement, figurant dans une déclaration globalisée, bénéficie d'une dispense de constitution et de déclaration de réserves conformément à l'article 7 de la présente instruction, il est exclu de cette globalisation.

*Article 5.* – La période de constitution des réserves s'étend du 16<sup>e</sup> jour de chaque mois au 15<sup>e</sup> jour du mois suivant.

Les éléments entrant dans l'assiette des réserves sont extraits de la comptabilité des établissements, arrêtée au soir du dernier jour du mois inclus dans la période.

Au cas où les encours soumis à réserves d'un établissement feraient apparaître des distorsions importantes par rapport à son activité moyenne, la Banque de France pourrait exiger de celui-ci la production de déclarations hebdomadaires et calculer le montant des réserves requises sur la base de la moyenne mensuelle de ces déclarations.

*Article 6.* – Les réserves sont constituées par les soldes créditeurs, constatés pendant la période en cours, des comptes courants et des comptes de dépôts de fonds des établissements intéressés, ouverts dans les livres de la Banque de France. En outre, les établissements dont le siège est situé à Monaco peuvent constituer leurs réserves sous forme de dépôts non rémunérés à la Trésorerie générale des finances de la Principauté de Monaco qui en reverse le montant à un compte ouvert à cet effet dans les livres de la Banque de France à Paris.

Sous réserve du respect, par les établissements assujettis, des engagements figurant dans la convention jointe à la présente instruction (annexe 2) signée entre l'Association française des établissements de crédit et la Banque de France, les réserves sont également constituées des encaisses en billets et monnaies en francs

détenues par ces établissements, selon les modalités suivantes :

- la totalité de la moyenne quotidienne de l'encaisse en billets et en monnaies en francs détenue par un établissement, calculée sur la période de réserves précédant la période de réserves en cours et plafonnée au montant des réserves exigées, est ajoutée aux réserves constituées sous forme de dépôts. Le montant de l'encaisse doit être adressé à la Banque de France — Direction générale du Crédit — Cellule monétaire — au plus tard le 5 du mois suivant la période de calcul,
- les établissements effectuant une déclaration globale de réserves, conformément à l'article 4 de la présente instruction, fournissent à la Banque de France le montant total de l'encaisse détenue par l'ensemble des établissements appartenant au périmètre de globalisation,
- les établissements dispensés de constitution et de déclaration de réserves conformément à l'article 7 de la présente instruction sont également dispensés de déclarer le montant de l'encaisse détenue,
- en l'absence de déclaration en temps utile, c'est le montant de la dernière encaisse connue, minorée de 25 % qui sera retenu.

La somme de l'encaisse ainsi déterminée et du montant moyen des soldes quotidiens, calculée en fonction du nombre de jours de la période, doit être au moins égale au montant des réserves requises.

Les intérêts moratoires, dont sont redevables les établissements qui n'ont pas respecté le minimum de réserves prescrit au cours d'une période, sont calculés en fonction de l'insuffisance constatée et décomptés sur le nombre de jours que comporte la période. Leur taux est fixé à 3 points au-dessus du taux moyen pondéré des opérations au jour le jour contre papier sur le marché interbancaire, publié par la Banque de France, constaté au cours de la période considérée.

Un taux majoré, au plus égal à 0,1 % par jour, peut être appliqué à un établissement en cas d'insuffisances graves ou répétées, ainsi qu'en cas de déclaration fallacieuse.

Les excédents de réserves constatés au terme d'une période peuvent être reportés sur la période suivante à concurrence de 90 % de leur montant dans la limite de 2 % des réserves exigées et à concurrence de 75 % au-delà. Par définition, aucun excédent n'est enregistré au nom des établissements dispensés de déclaration et de constitution de réserves.

Pour les établissements effectuant des déclarations globales, les réserves constituées sont calculées en additionnant le montant des réserves constituées par les différents établissements inclus dans cette globalisation.

*Article 7.* – Les établissements qui, à la date d'entrée en vigueur de la présente instruction, bénéficient d'une dispense de déclaration et de constitution de réserves continuent d'en bénéficier, sous réserve des dispositions énoncées au paragraphe suivant. Sous la même réserve, les établissements agréés postérieurement au 16 avril 1994 peuvent bénéficier des mêmes dispenses.

Toutefois, dès lors que la situation comptable d'un établissement dispensé, arrêtée en fin de trimestre, fait apparaître au cours de deux trimestres consécutifs un total d'exigibilités, défini en annexe 1, supérieur à 500 millions de francs, cet établissement est tenu d'effectuer une déclaration et de constituer les réserves correspondantes à compter de la période de réserves suivant la deuxième échéance trimestrielle.

*Article 8.* – La présente instruction, qui sera publiée au Journal officiel, entre en application à compter de la période de constitution de réserves débutant le 16 avril 1994. Elle se substitue à l'Instruction n° 3-93 du 14 mai 1993 qui est abrogée.



Annexe 1  
à l'Instruction n° 1-94

<b>ÉLÉMENTS ENTRANT DANS LE CALCUL DU SEUIL DES EXIGIBILITÉS ET ENGAGEMENTS HORS BILAN, DÉFINI DANS L'ARTICLE 7 DE L'INSTRUCTION N° 1-94</b>		
<b>EXIGIBILITÉS ET ENGAGEMENTS HORS BILAN</b>	<b>FRANCS RÉSIDENTS TOUTES DURÉES CONFONDUES</b>	<b>DEVICES RÉSIDENTS TOUTES DURÉES CONFONDUES</b>
<b>OPÉRATIONS AVEC LA CLIENTÈLE</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• emprunts auprès de la clientèle financière</li> <li>• valeurs données en pension</li> <li>• comptes ordinaires créditeurs</li> <li>• comptes d'épargne à régime spécial</li> <li>• comptes créditeurs à terme</li> <li>• bons de caisse et bons d'épargne</li> <li>• autres sommes dues</li> </ul>	H10 col 1/4000 H20 col 1/4000 H40 col 1/4000 H6A col 1/4000 H7A col 1/4000 H80 col 1/4000 H90 col 1/4000	H10 col 3/4000 H20 col 3/4000 H40 col 3/4000 H6A col 3/4000 H7A col 3/4000 H80 col 3/4000 H90 col 3/4000
<b>OPÉRATIONS SUR TITRES</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• titres donnés en pension livrée (a)</li> <li>• titres de créances négociables</li> </ul>	J1A col 1 à 3/4017 feuillet 2 J8J col 1/4000	J8J col 3/4000
<b>ENGAGEMENTS SUR TITRES</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Titres vendus avec faculté de rachat ou de reprise (a)</li> </ul>	111-112-119-121-122-123-130-140 col 2 à 5 /4024 feuillet	111-112-119-121-122-123-130-140 col 2 à 5 /4024 feuillet 1
Ces éléments sont extraits des états périodiques -mod. 4 000-, -mod. 4 017- et -mod. 4 024- fournis à la Commission bancaire, conformément au tableau de concordance ci-dessous. (a) À l'exclusion des opérations avec des établissements assujettis, conformément à l'article 2 de l'Instruction n°1-94 de la Banque de France		

Annexe 2  
à l'Instruction n° 1-94

**Convention entre la Banque de France et l'Association française des établissements de crédit**

1. Afin de permettre à la Banque de France de veiller au maintien de la qualité de la circulation fiduciaire, l'Association française des établissements de crédit s'engage à intervenir auprès de ses adhérents afin que ceux-ci versent mensuellement à l'Institut d'émission des sommes équivalentes à celles qu'ils ont versées le mois correspondant de l'année précédente et portant sur toutes les catégories de coupures.

Le montant minimum des versements est corrigé du pourcentage de variation annuelle de la circulation fiduciaire.

2. Les versements sont effectués aux caisses de la Banque de France qui les reçoivent habituellement, les modalités pratiques du déroulement des opérations, et notamment leur

rythme, étant arrêtées en accord avec les directeurs des succursales de la Banque.

Ceux-ci doivent être consultés, avant toute mise en œuvre, sur les projets de création, de suppression ou de modification de circuits de transport de fonds qui seraient de nature à avoir une influence sur les mouvements opérés à leurs caisses.

3. Le contrôle du respect des dispositions des articles 1 et 2 est assuré par les succursales de la Banque de France, qui apprécient localement l'importance des écarts éventuellement constatés. Au cas où ces dispositions ne pourraient être observées par tel ou tel établissement, celui-ci en indiquerait les raisons à la succursale dont il dépend, qui arrêterait, le cas échéant, les mesures compensatrices appropriées en matière de versements à ses guichets.

Les difficultés qui n'auraient pas été résolues au plan local seraient soumises aux organismes professionnels ou aux organes centraux auxquels ressortissent les établissements en cause.

---

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

du 1<sup>er</sup> mai au 31 mai 1994

### ***Textes législatifs et gouvernementaux***

JO DU 6 MAI 1994

– Décret n° 94-350 du 2 mai 1994 pris pour l'application de l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

JO DU 7 MAI 1994

– Arrêté du 6 mai 1994 fixant les attributions d'actions de la société centrale Union des assurances de Paris aux personnes physiques et précisant le prix du placement en France et sur le marché international.

JO DU 11 MAI 1994

– Arrêté du 28 avril 1994 relatif à diverses émissions de valeurs du Trésor.

JO DU 15 MAI 1994

– Décrets portant promotions et nominations dans l'ordre national du Mérite. Sont nommés chevaliers :

. M. Maynard Jean-Pierre, directeur de service de la Banque de France ;

. M. Moulin André, Georges, directeur régional de la Banque de France ;

. M<sup>me</sup> Nicolle Odile, directeur adjoint à la Banque de France.

JO DU 18 MAI 1994

– Arrêté du 6 mai 1994 portant nomination du secrétaire général du Conseil national du crédit (M. Yves Ullmo).

JO DU 19 MAI 1994

– Avis relatif à la composition du conseil de discipline des organismes de placement collectif en valeurs mobilières.

JO DU 20 MAI 1994

– Arrêté du 11 mai 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 12 mai 1994 des obligations assimilables du Trésor 8,50 % mai 1997 en écus (codes Sicovam n° 11 430 et n° 11 431).

JO DU 21 MAI 1994

– Décret du 20 mai 1994 portant nomination du directeur général du Crédit national (M. Emmanuel Rodocanachi).

JO DES 30 ET 31 MAI 1994

– Liste des établissements relevant de la loi bancaire (loi du 24 janvier 1984 modifiée, titres I<sup>er</sup> et IV bis) établie au 31 décembre 1993.