

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 10

OCTOBRE 1994

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Les signes de ralentissement de l'économie américaine ne se sont pas confirmés. En Europe, l'activité continue de se redresser, notamment en Allemagne et en Espagne. Au Royaume-Uni, le rythme de l'expansion semble se ralentir quelque peu. Au Japon, les signaux d'évolution demeurent contradictoires.

L'évolution des principales devises en septembre

Le dollar a enregistré en début de mois un recul notable contre deutschemark, en liaison avec la dégradation du marché obligataire, avant de se stabiliser au cours de la seconde quinzaine et de regagner même un peu de terrain vis-à-vis de la monnaie allemande. Face au yen, le dollar a également témoigné d'une orientation baissière, qui s'est corrigée à l'approche du terme des négociations commerciales nippo-américaines.

La livre sterling, après une évolution heurtée en début de période, s'est sensiblement appréciée contre deutschemark à l'issue du relèvement du taux de base par la Banque d'Angleterre, le 12 septembre. La lire, d'abord affaiblie par les inquiétudes persistantes concernant la situation des finances publiques, s'est redressée après la présentation par le gouvernement italien d'un projet de budget prévoyant une réduction significative du déficit public. La livre irlandaise a fait preuve d'une fermeté particulière. Le deutschemark, qui s'était raffermi en début de mois vis-à-vis des autres monnaies du Système monétaire européen en liaison, notamment, avec la publication de statistiques confirmant la vigueur de la reprise en Allemagne, a entamé, à l'issue de la défaite du parti libéral aux élections régionales du 11 septembre, un mouvement de repli qui s'est ensuite poursuivi.

Le franc, conforté par la publication des chiffres de croissance du PIB, l'annonce de la stabilité des prix en août et la présentation d'un budget confirmant l'effort de réduction du déficit en 1995, s'est régulièrement apprécié contre deutschemark, retrouvant son plus haut niveau depuis la fin du mois de juillet.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en septembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a confirmé, dans tous les secteurs, sa progression des mois précédents. Le taux d'utilisation des capacités de production a continué de se redresser. Le raffermissement de la demande globale se poursuit. À l'exportation, les progrès les plus nets ont été observés dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens d'équipement professionnels ; la demande est plus vigoureuse en Europe et les débouchés continuent de s'élargir sur la plupart des marchés. En France, les ordres sont soutenus par la reconstitution des stocks et, dans une moindre mesure, par le mouvement de reprise de l'investissement. Les carnets de commandes se sont sensiblement étoffés. Les stocks apparaissent bien adaptés au rythme de l'activité, sauf dans les biens intermédiaires où ils seraient insuffisants. Les prix des produits finis restent, en moyenne, stables en dépit du renchérissement parfois accusé des matières premières.

L'ensemble des chefs d'entreprise consultés estiment qu'au cours des prochains mois l'activité ne devrait pas se ralentir. Le courant d'investissement se renforce progressivement et, pour 1995, les projets apparaissent plus importants et des plans d'accroissement des capacités sont plus fréquemment évoqués.

La bonne orientation de l'activité commerciale s'est prolongée. Dans le BTP, l'activité est restée orientée à la hausse au cours du troisième trimestre.

Les effectifs ont cessé de fléchir dans l'industrie, se sont stabilisés dans le commerce et les services marchands et ont légèrement progressé dans le bâtiment ; le chômage partiel s'est largement résorbé et, dans un certain nombre de cas, des renforcements d'effectifs stables (contrats à durée indéterminée) sont signalés.

La balance des paiements en juillet

Le solde du *commerce extérieur* (FAB-FAB), constamment excédentaire depuis janvier 1992 en données cvs, est resté stable par rapport au mois de juin (5,7 milliards de francs, après 6,0 milliards) ; en données brutes, il s'inscrit en net progrès d'un mois à l'autre (10,7 milliards de francs, contre 7,9 milliards en juin). En cumul, les excédents des sept premiers mois des années 1994 et 1993 se traduisent par des résultats voisins, tant en données cvs (42,8 milliards de francs, contre 45,2 milliards) qu'en données brutes (48,2 milliards de francs, au lieu de 49,7 milliards) ; le solde glissant sur douze mois, en données brutes, est stabilisé depuis le début de l'année autour de 90 milliards de francs.

L'excédent des *transactions courantes* a plus que doublé, d'un mois à l'autre, en données brutes (10,7 milliards de francs, au lieu de 4,8 milliards en juin), les *marchandises, services et revenus de facteurs* ayant contribué conjointement à cette progression. Sur les sept premiers mois de l'année, le solde positif s'est accru de moitié (28,2 milliards de francs, contre 18,8 milliards pour la période correspondante de 1993). En données cvs, le solde passe d'un déficit de 0,4 milliard de francs en juin à un excédent de 7,6 milliards en juillet ; ce résultat s'explique en grande partie par un retournement du solde des revenus de facteurs (revenus du capital, en particulier).

Les *mouvements de capitaux* à long terme sont à l'origine de sorties nettes de 5 milliards de francs. Les mouvements de capitaux à court terme se sont également soldés par des sorties nettes de 2 milliards de francs, ramenant à 193,1 milliards le solde créiteur pour les sept premiers mois de l'année (mouvements du secteur officiel inclus).

Les marchés de capitaux en septembre

Les taux à court et long terme ont connu des évolutions divergentes : alors que les rendements interbancaires jusqu'à six mois demeuraient stables, les taux obligataires enregistraient une nouvelle progression, s'inscrivant dans la tendance observée sur l'ensemble des principales places financières. Les taux courts ont été orientés à la hausse aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Ainsi, l'apparition de quelques tensions sur le marché interbancaire allemand, liées aux incertitudes électorales, a favorisé une réduction significative des écarts de rendement entre les taux du deutschemark et du franc. Le marché obligataire a continué d'être déprimé. La tendance s'est alignée sur celle des marchés américains, affectés par la publication d'indicateurs confirmant la poursuite d'une vigoureuse croissance économique et laissant craindre une résurgence des tensions inflationnistes. Au total, l'indice des emprunts du gisement est passé de 7,82 % à 8,11 % d'une fin de mois à l'autre, retrouvant ses plus hauts niveaux depuis décembre 1992. L'écart OAT-Bund s'est cependant toujours maintenu dans une fourchette de 55 à 60 points de base.

Les encours des différentes catégories de titres de créances négociables ont enregistré des évolutions divergentes : progression des billets de trésorerie, tassement des bons à moyen terme négociables et recul des certificats de dépôt et des bons des institutions et des sociétés financières. Sur le marché primaire obligataire, l'activité a donné quelques signes de reprise, notamment sur le marché intérieur.

La hausse des taux obligataires a entraîné une forte dégradation de la tendance à la Bourse de Paris. L'indice CAC 40 est revenu en fin de période à un niveau proche de son plus bas de l'année.

Les agrégats monétaires

La forte progression des agrégats de monnaie en juillet a été suivie d'un repli partiel en août, mais sans que cela annule l'avance enregistrée au cours du mois précédent. Ainsi, M1 a diminué de 1,6 % mais s'accroît sur le bimestre de 1,1 %, M2 de 0,7 % (avec cependant une progression sur le bimestre de 1,2 %) et M3 de 0,4 % (en augmentation sur le bimestre de 1,2 %). L'évolution des dépôts à vue, irrégulière d'un mois à l'autre (– 1,7 %, après + 3,1 % en juillet) explique pour l'essentiel la contraction observée en août. Les comptes sur livrets qui constituent M2 – M1 ont, en effet, poursuivi leur progression (+ 0,5 % en août, après + 0,7 % en juillet) et les avoirs rémunérés à taux de marché qui forment M3 – M2 ont peu varié (– 0,1 %, après + 1,4 % en juillet).

Les variations sur un an confirment la tendance au redressement de l'évolution des agrégats depuis quelques mois. Celles des agrégats étroits sont nettement positives et s'établissent, entre moyennes trimestrielles centrées, à + 3,6 % pour M1 et + 4,5 % pour M2. Celle de M3 est marquée par une atténuation sensible du recul sur un an de cet agrégat, qui revient en un mois de – 3,3 % à – 2,4 %. En tenant compte des facteurs exceptionnels liés notamment aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation qui ont influé sur la répartition des placements depuis juillet 1993, l'évolution annuelle de M3 peut être estimée à – 0,3 %, après – 0,5 % à fin juillet.

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) reste très vive et ressort à fin août, entre moyennes trimestrielles centrées, à 16,8 % sur un an.

À fin juin, la progression de l'endettement intérieur total s'établit à 2,8 % en glissement annuel, comme à fin mai. Le développement de l'endettement de l'État se ralentit (12,2 %, après 14,1 % à fin mai). En revanche, la contraction sur un an de l'encours des crédits à l'économie continue de s'atténuer (– 0,7 % pour les crédits distribués par l'ensemble des établissements, après – 1,4 % à fin mai).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les nominations

- 5 septembre** La France nomme à la Commission européenne Édith Cresson, ancien Premier ministre, et Yves-Thibault de Silguy, secrétaire général du Comité interministériel pour les questions de coopération économique et européenne.

Les retraites par capitalisation

- 6 septembre** Publication du décret permettant aux professions indépendantes de déduire de leurs revenus les cotisations à un régime de retraite complémentaire.

La réduction des délais de paiement de l'État

- 9 septembre** Publication de deux décrets réduisant à 35 jours, à compter du 1^{er} janvier 1995, les délais de paiement de l'État et des organismes publics.

La délocalisation des services publics

- 20 septembre** Le Gouvernement annonce le lancement d'un nouveau programme de 10 000 transferts d'emplois publics de Paris vers les régions.

Le projet de budget pour 1995

- 21 septembre** Le Gouvernement présente son projet de budget pour 1995. L'accent est mis sur la réduction du déficit, qui reviendra de FRF 301,4 milliards en 1994 à 274,6 milliards l'an prochain, et sur la priorité accordée aux dépenses sociales, à l'emploi et à la lutte contre l'exclusion. Les recettes progresseront de 4,7 % à FRF 1 208,7 milliards et la hausse des dépenses sera limitée à 1,9 %. FRF 55 milliards sont attendus des privatisations. Ce budget repose sur une hypothèse de croissance du PIB en volume de 3,1 % en 1995.

Le relèvement du plafond du Codevi

- 29 septembre** Le Premier ministre annonce que ce plafond sera relevé de FRF 20 000 à FRF 30 000 à compter du 1^{er} octobre 1994.

Les principaux indicateurs conjoncturels

La croissance du PIB au deuxième trimestre

- 7 septembre** Selon les premières estimations provisoires de l'INSEE, le PIB a augmenté de 1 % au deuxième trimestre, après 0,7 % au premier trimestre, soit un rythme annuel de 3,4 % pour l'ensemble du premier semestre. La consommation a progressé de

1 %, après deux trimestres de stabilité, et l'investissement des entreprises s'est accru de 0,9 %. Les exportations ont enregistré une hausse de 2,6 %, contre 0,4 % au premier trimestre, celle des importations revenant de 3,2 % à 2,8 %.

Les défaillances et les créations d'entreprises

- 6 septembre** Selon l'INSEE, le nombre des créations d'entreprises a atteint 25 760 en juillet et 24 940 en août, contre 24 630 en mai et 24 550 en juin.
- 16 septembre** Selon l'INSEE, le nombre de jugements d'ouverture de procédures en redressement judiciaire rendus en mars et publiés jusqu'en juin au Bodacc s'élève à 4 920 en données cvs, après 4 719 en février et 4 963 en janvier.

Les immatriculations d'automobiles

- 2 septembre** En août, les immatriculations ont augmenté de 18,9 % par rapport au mois correspondant de 1993, ce qui porte à 14,7 % leur hausse depuis le début de l'année.

Les mises en chantier de logements

- 22 septembre** Selon le ministère de l'Équipement, les mises en chantier de logements ont enregistré, en août, une progression de 14,7 % sur un an.

La consommation des ménages

- 22 septembre** Selon l'INSEE, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est accrue, en volume, de 1 % en juillet et de 0,4 % en août.

L'emploi

- 6 septembre** Selon les statistiques définitives de l'INSEE, 87 000 emplois ont été créés au deuxième trimestre dans le secteur marchand non agricole, soit une augmentation de 0,6 % qui fait suite à celle de 0,2 % enregistrée au premier trimestre. Au total, 118 000 emplois ont été créés depuis le début de l'année.
- 8 septembre** L'Unedic estime à seulement 37 000 le nombre d'emplois salariés créés dans le secteur privé au deuxième trimestre.
- 30 septembre** Après avoir diminué de 13 000 personnes en juin et de 10 800 personnes en juillet, le nombre des demandeurs d'emploi (cvs) a progressé de 15 200 en août, s'élevant à 3 338 000, soit 3,6 % de plus qu'un an auparavant. Le taux de chômage est resté inchangé à 12,6 % depuis le mois de juin.

Les salaires et la durée du travail

- 23 septembre** Le taux de salaire ouvrier a augmenté de 0,6 % au deuxième trimestre, contre 0,7 % au cours des trois mois précédents.
- La durée hebdomadaire du travail des ouvriers a atteint 39,06 heures au deuxième trimestre, contre 38,99 heures trois mois plus tôt. C'est la première augmentation significative enregistrée depuis janvier 1993.

Les prix

21 septembre Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation sont demeurés stables en août, leur hausse sur un an restant inchangée à 1,7 %.

Les comptes extérieurs

16 septembre La balance courante a enregistré en juin un déficit de FRF 417 millions en données cvs, après un excédent de 1,14 milliard en mai. Pour l'ensemble des six premiers mois de l'année, le solde positif s'établit à FRF 26,1 milliards (cvs), contre 16,2 milliards au premier semestre 1993.

23 septembre En juillet, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 5,7 milliards (cvs), après 6 milliards en juin. Sur les sept premiers mois de l'année, l'excédent cumulé ressort à FRF 42,83 milliards (cvs), contre 45,23 milliards pour la période correspondante de 1993.

2.2. Étranger

- 1^{er} septembre** Réunion du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne : maintien du taux d'escompte à 4,5 %, du taux Lombard à 6 % et du taux des prises en pension à 4,85 % pour les deux prochaines semaines.
- Publication de l'indice NAPM (Association nationale des directeurs d'achats) aux États-Unis : 56,2 % en août dont un sous-indice des prix à 74,5 % (niveau le plus haut depuis 1988).
- Progression de 2,2 % de la production industrielle allemande en juillet.
- 2 septembre** Publication des chiffres de l'emploi aux États-Unis : création de 179 000 emplois et taux de chômage de 6,1 % en août.
- Annonce de l'indice d'inflation de l'Université de Columbia aux États-Unis : 111,4 en août (niveau le plus haut depuis 1989).
- 4 septembre** Déclaration de M. Tietmeyer soulignant la fermeté de la croissance allemande (2 % en 1994) et le maintien des taux d'intérêt allemands pour les prochaines semaines.
- 5 septembre** Progression de 6,2 % en août de la masse monétaire M0 au Royaume-Uni.
- 6 septembre** Publication du taux de chômage en Allemagne : 8,2 % en août (données brutes).
- Progression de 0,1 % en juillet de la production industrielle au Royaume-Uni.
- L'enquête trimestrielle de conjoncture de la Banque du Japon (Tankan) fait état d'une amélioration modérée de l'activité économique.
- 7 septembre** Chiffre définitif de la croissance de M3 en Allemagne, en rythme annuel, à fin juillet : 9,8 %.
- 8 septembre** Progression de 1 % du PIB en Allemagne occidentale pour le deuxième trimestre (+ 0,5 % au trimestre précédent).
- Baisse du déficit commercial britannique à GBP 0,7 milliard en juin.
- 9 septembre** Hausse de 0,6 % des prix à la production en août aux États-Unis (plus forte progression depuis octobre 1990).
- 11 septembre** En Allemagne, défaite du parti libéral, allié du CDU, lors d'élections dans deux Länder (Saxe et Brandebourg)
- 12 septembre** Relèvement du taux de base au Royaume-Uni de 5,25 % à 5,75 %. Selon le chancelier de l'Échiquier, M. Clarke, cette décision vise à prévenir les risques inflationnistes sans décourager la reprise de la demande intérieure.
- Élections au Québec : courte victoire du parti séparatiste.
- 13 septembre** Hausse de 0,3 % des prix de détail en août aux États-Unis.

- 14 septembre** Au Royaume-Uni, hausse plus forte que prévue des prix de détail : + 0,5 % en août.
- Aux États-Unis, progression de 0,8 % des ventes de détail en août.
- Excédent commercial japonais de USD 6,08 milliards en août, en baisse de 18 % d'une année sur l'autre (mais hausse de 2 % du solde avec les États-Unis).
- Le « Beige Book » du Système de réserve fédérale fait état de très faibles pressions sur les prix et les salaires aux États-Unis.
- 15 septembre** Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne ne modifie pas ses taux directeurs et proroge pour deux semaines la fixation à 4,85 % du taux des « repos ».
- 16 septembre** Aux États-Unis, nette hausse de la production industrielle en août (+ 0,7 %) taux d'utilisation des capacités de production au plus haut depuis 5 ans (84,7 %).
- Indice de confiance de l'Université du Michigan à 92,2 % en septembre (91,7 % en août), révélant un niveau d'activité toujours soutenu.
- 18 septembre** Courte victoire du parti social démocrate aux élections générales suédoises et nomination de M. Carlsson comme Premier ministre.
- 19 septembre** La Banque du Portugal diminue d'un demi-point deux de ses taux directeurs, le taux des avances exceptionnelles à un jour, à 11,50 %, et le taux d'absorption hebdomadaire des liquidités, à 8,75 %.
- 20 septembre** Net creusement du déficit commercial des États-Unis en juillet : USD 10,99 milliards (USD 9,04 milliards en juin).
- 21 septembre** Hausse modérée de M3 en Allemagne pour le mois d'août (+ 8,2 %, contre + 9,8 % en juillet), soit une hausse de 3,8 % sur les six derniers mois.
- Progression des prix à la production de 0,2 % en Allemagne occidentale pour le mois d'août, soit une hausse de 0,7 % sur un an.
- PIB du Japon en recul de 0,4 % au deuxième trimestre et de 1,6 % sur un an.
- 23 septembre** Progression de 1,1 % du PIB britannique au deuxième trimestre (la plus forte depuis 1988) et déficit des paiements courants de GBP 664 millions, le plus faible depuis le premier trimestre 1987.
- En Allemagne, la balance des paiements courants est déficitaire de DEM 13,3 milliards en juillet alors que la balance commerciale demeure excédentaire de DEM 3,5 milliards.
- 25 septembre** Défaite des libéraux du FDP lors d'élections en Bavière (2,9 % des voix).
- 27 septembre** Réunion du Comité fédéral de l'open-market (FOMC) : les taux directeurs américains sont laissés inchangés.
- Hausse du coût de la vie en Allemagne occidentale : 2,9 % en septembre.
- 28 septembre** Vive progression des commandes de biens durables aux États-Unis : + 6 % en août.

29 septembre Réunion du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne : maintien du taux d'escompte à 4,5 %, et du taux Lombard à 6,0 % et du taux des prises en pension à 4,85 % pour les deux prochaines semaines.

Forte progression des ventes de maisons neuves aux États-Unis : + 9,7 % en août

Révision de la croissance du PIB américain pour le deuxième trimestre : + 4,1 %, au lieu de + 3,8 %.

Progression de 3,8 % de la production industrielle japonaise en août.

30 septembre Annonce d'un accord commercial partiel entre États-Unis et Japon.

Recul de 3 % en août de la production industrielle en Allemagne occidentale.

12 octobre Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne décide de maintenir le taux d'escompte et le taux Lombard à 4,5 % et 6,0 % et d'effectuer la prochaine prise en pension hebdomadaire au taux maintenu de 4,85 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Les signes de ralentissement de l'économie américaine ne se sont pas confirmés. En Europe, l'activité continue de se redresser, notamment en Allemagne et en Espagne. Au Royaume-Uni, le rythme de l'expansion semble se ralentir quelque peu. Au Japon, les signaux d'évolution demeurent contradictoires.

La **hausse des prix** de détail demeure modérée en dépit d'une légère accélération dans certains pays de l'OCDE, notamment en Italie (+ 3,9 % en septembre, après + 3,7 %), en Belgique (+ 2,5 % en glissement annuel en septembre, après + 2,4 %), en Suisse (+ 0,6 % en septembre, après + 0,5 %), au Danemark (+ 2,2 % en août, après + 2,0 %) et en Autriche (+ 3,2 % en août, après + 2,8 %). En revanche, l'inflation a légèrement décéléré au Royaume-Uni (+ 2,2 % en septembre, après + 2,4 %).

Au Japon, le glissement annuel des prix de détail est nul en août, après avoir été négatif en juillet (- 0,2 %).

Les **taux d'intérêt** à long terme, qui s'étaient déjà tendus dans la plupart des pays en août, ont continué de progresser au cours du mois de septembre. Ils ont toutefois légèrement reflué dans les principaux pays au début du mois d'octobre, à l'exception du Japon où ils se sont à l'inverse redressés après la détente du mois de septembre. Les taux à court terme ont assez sensiblement baissé en Italie et en Belgique. Ils ont encore nettement progressé au Royaume-Uni et au Japon.

Aux **États-Unis**, le PIB a progressé de 4,1 % en rythme annualisé au deuxième trimestre (3,8 % précédemment annoncés). Les signes de modération de la croissance, apparus au début de l'été, ne se sont pas confirmés. La production industrielle a augmenté de 0,7 % en août, après 0,3 % en juillet, le glissement annuel s'établissant à 6,7 %, après 6,0 %. Les commandes à

l'industrie se sont accrues de 4,4 % en août, après s'être repliées de 2,0 % en juillet, soit un glissement annuel de 13,0 %, après 9,5 %. Les capacités de production ont été utilisées à 84,3 % en août, taux le plus élevé depuis août 1987. La consommation privée s'est redressée et les ventes au détail, qui s'étaient stabilisées en juillet, ont augmenté de 0,8 % en août, soit un rythme annuel de 7 %, après 6,8 % en juillet. La progression des logements mis en chantier s'est cependant ralentie, passant de 4,1 % en juillet à 2,1 % en août, le glissement annuel revenant à 9,3 %, après 13,5 %. Les créations nettes d'emplois se sont élevées à 239 000 en septembre, après 246 000 en août et le taux de chômage s'est replié à 5,9 % de la population active, après 6,1 %. Le déficit commercial s'est de nouveau creusé, passant de USD 13 milliards en juin à USD 14,6 milliards en juillet. Le déficit cumulé sur les sept premiers mois de l'année s'établit à USD 84,7 milliards, en progression de 28 % par rapport aux sept premiers mois de l'année 1993.

Au **Japon**, le PIB a diminué de 0,4 % au cours du deuxième trimestre, après avoir enregistré une progression de 1 % au premier trimestre. L'évolution de l'économie demeure incertaine en raison de signaux contradictoires mais le redressement semble amorcé. La production industrielle a augmenté de 3,8 % en août, après avoir diminué de 1,7 % en juillet, soit un glissement annuel de 3,6 %, après - 0,7 %. Les dépenses réelles de consommation des ménages se sont accrues de 0,1 % en glissement annuel à fin juillet, enregistrant leur première variation positive depuis février. Les logements mis en chantier ont de nouveau diminué en août de 3,7 %, après 1,7 %

en juillet. Le taux de chômage s'est stabilisé à 3 % de la population active en août. L'excédent courant s'est replié en août pour s'établir à USD 9,5 milliards, contre USD 12 milliards en juillet. Cette évolution est imputable à la diminution du surplus commercial (USD 11,2 milliards, contre USD 13,5 milliards).

En **Allemagne occidentale**, la reprise se confirme mais reste lente. La production industrielle au cours du bimestre juillet-août s'est accrue de 0,6 % par rapport aux deux mois précédents et de 3,8 % en glissement annuel, grâce aux biens d'équipement et à l'énergie. La production totale en août demeure néanmoins légèrement inférieure au niveau observé au deuxième trimestre 1990, qui précédait immédiatement l'unification monétaire. L'indice des commandes à l'industrie n'a progressé que de 0,1 % d'un bimestre à l'autre, enregistrant toutefois un glissement annuel de 6,7 %. Les ordres reçus de l'étranger, qui avaient constitué le moteur de la reprise au cours des deux premiers trimestres, ont diminué de 2,2 % en deux mois. Les ventes sur le marché intérieur, en forte reprise depuis le début de 1994, ont augmenté de 1,4 % en deux mois. Le raffermissement de la composante interne de la reprise se poursuit donc. À l'Ouest, le taux de chômage, qui avait atteint en mai un maximum à 8,4 % de la population active totale, est resté stable de juin à septembre à 8,3 %. À l'Est, il est tombé à 13,8 % en septembre, contre 15,2 % un an auparavant.

L'excédent commercial s'est établi à DEM 3,5 milliards, après 8,4 milliards en juin et 3,7 milliards en juillet 1993.

Au **Royaume-Uni**, selon les données définitives, le PIB a progressé de 1,1 % au deuxième trimestre, soit un glissement annuel de 3,8 %. Les derniers indicateurs disponibles font cependant état d'un léger ralentissement du rythme de la croissance. La production industrielle a diminué de 0,1 % en août, après avoir stagné en juillet, soit un glissement annuel de 4,6 %, après 4,7 %. Les

ventes au détail se sont repliées de 0,3 % en août, après une croissance de 0,6 % en juillet, leur glissement annuel revenant à 2,9 %, après 3,8 %. Le taux de chômage a toutefois de nouveau régressé, à 9,1 % de la population active en septembre, après 9,2 % en août. Le déficit commercial avec les pays non membres de l'Union européenne (40 % du commerce total du Royaume-Uni) s'est établi à GBP 262 milliards en août, en réduction de 44 % par rapport à août 1993.

En **Italie**, les dernières données font apparaître une accélération du taux de croissance du PIB. Les données provisoires font apparaître une progression du PIB de 1,6 % au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, soit un glissement annuel de 2,3 %. L'activité s'est nettement redressée, avec une croissance des commandes adressées à l'industrie de 13 % pour les sept premiers mois de 1994 par rapport à la période correspondante de 1993. Ainsi, le nombre de sans emploi s'est réduit de 131 000 personnes entre le deuxième et le troisième trimestre, le taux de chômage passant de 11,6 % à 11,0 %. Par ailleurs, le gouvernement a présenté au Parlement un projet de loi de finances qui prévoit, pour 1995, des économies de ITL 50 000 milliards ce qui ramènerait le déficit public à environ 8 % du PIB.

En **Espagne**, le PIB a progressé de 0,6 % au deuxième trimestre (0,2 % précédemment annoncé), soit un glissement annuel de 1,6 %, confirmant la reprise amorcée au dernier trimestre de l'année dernière. Le rythme de progression de la production industrielle s'est accéléré, à 8,4 % en glissement annuel en juin, après 5,9 % en mai. Le redressement de l'activité s'accompagne cependant d'une accélération des importations, et le déficit commercial s'est de nouveau creusé en août, à ESP 218 milliards. Le déficit cumulé sur les huit premiers mois de l'année s'établit à ESP 1,54 milliard, en progression de 2,6 % sur les huit premiers mois de 1993.

3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a enregistré en début de mois un recul notable contre deutschemark, en liaison avec la dégradation du marché obligataire liée à la publication de statistiques de nature à réveiller les anticipations inflationnistes. Face au yen, la monnaie américaine a également témoigné d'une orientation baissière qui s'est néanmoins corrigée à l'approche du terme des négociations commerciales nippo-américaines.

Durant la première quinzaine, le **dollar** a baissé par paliers face au deutschemark au fur et à mesure de la publication de statistiques ravivant les craintes inflationnistes et pesant sur le marché obligataire : le 1^{er} et le 2 septembre, la publication d'une composante prix de l'indice composite des directeurs d'achats¹ au plus haut depuis août 1988 (74,5 % pour le mois d'août 1994) et d'un indice d'inflation de l'Université de Columbia plus fort que prévu ont pesé dans un premier temps sur la monnaie américaine qui est passée de DEM 1,5750 à DEM 1,5550. Dans un deuxième temps, l'annonce, le 9 septembre, d'une hausse de 0,6 % des prix à la production en août, soit la plus forte progression depuis octobre 1990, a entraîné le dollar à la baisse jusqu'à DEM 1,5450. Finalement, le 16 septembre, le cours de la monnaie américaine s'est replié jusqu'au voisinage immédiat de DEM 1,54 à la suite de la publication pour le mois d'août d'une progression soutenue de la production industrielle et du taux d'utilisation des capacités de production. Par la suite, le dollar s'est stabilisé, regagnant même un peu de terrain vis-à-vis du deutschemark au gré des mouvements de rachat de positions courtes, des incertitudes électorales en Allemagne et des anticipations de hausse des taux du Système de réserve fédérale avant la réunion du Comité fédéral de l'open-market (FOMC). Les opérateurs se sont en effet persuadés que seule une action décisive des autorités monétaires américaines permettrait de convaincre le marché qu'il s'agit de la dernière hausse des taux courts, condition préalable à une amélioration du climat du marché obligataire et à un redressement du dollar.

Vis-à-vis du **yen**, le dollar a également baissé, mais dans un couloir plus étroit. Son évolution a été conditionnée par les nouvelles concernant les négociations commerciales entre les États-Unis et le Japon. En fin de mois, la perspective d'un accord, même partiel, après plus de 15 mois de discussions, ont contribué à soutenir la devise américaine.

La **livre sterling** a connu une évolution heurtée durant la première moitié du mois : en parallèle avec le dollar, elle s'est d'abord inscrite en net recul vis-à-vis du deutschemark malgré la publication de statistiques favorables concernant la production industrielle et le commerce extérieur. Le 12 septembre, le relèvement de 0,5 % du taux de base par la Banque d'Angleterre (de 5,25 % à 5,75 %) a surpris les opérateurs : se désolidarisant du dollar, la livre sterling s'est par la suite sensiblement appréciée contre deutschemark, bénéficiant de nouveau en fin de période de statistiques encourageantes concernant le PIB et les transactions courantes, ranimant même des anticipations d'une nouvelle hausse des taux directeurs anglais.

La **lire italienne** a souffert en début de période des inquiétudes persistantes concernant la situation des finances publiques, passant de ITL 1 005 pour DEM 1 à ITL 1 020. En dépit de l'absence d'un accord entre le gouvernement italien et les syndicats sur la réforme du système de retraite, la lire s'est par la suite appréciée,

¹ National Association of Purchasing Managers : NAPM

notamment après la présentation par le gouvernement d'un projet de budget prévoyant une réduction significative du déficit public. Elle a terminé le mois à un cours pratiquement inchangé contre deutschemark.

Le **franc suisse** s'est bien comporté, bénéficiant pleinement de son statut de valeur refuge. La monnaie helvétique s'est d'abord appréciée vis-à-vis du dollar, profitant de la désaffection à l'égard de la devise américaine. L'incertitude à l'approche des élections en Allemagne a aussi suscité une nette progression du franc suisse face au deutschemark.

Assez irrégulière, la **couronne suédoise** a réagi positivement à la victoire des sociaux démocrates aux élections générales suédoises et à la nomination de M. Carlsson comme Premier ministre. La couronne est ainsi passée de SEK 4,90 pour DEM 1 avant les élections à SEK 4,83 après la formation du gouvernement.

Du fait des sondages favorables à l'entrée de la Finlande dans l'Union européenne, le **mark finlandais** a aussi nettement progressé contre deutschemark.

En début de mois, le **deutschemark** s'est raffermi vis-à-vis des autres monnaies du SME, en parallèle, notamment, avec le développement du débat sur l'Europe monétaire « à plusieurs vitesses » et surtout la publication de statistiques

confirmant la vigueur de la reprise économique en Allemagne. Toutefois, les résultats mitigés des élections du 11 septembre en Saxe et Brandebourg pour le parti libéral, allié de la coalition gouvernementale, ont initié un mouvement de repli du deutschemark qui s'est poursuivi par la suite. Même si la Banque fédérale d'Allemagne n'a pas modifié ses taux directeurs et si les sondages en faveur de la coalition gouvernementale restent positifs, les résultats décevants des libéraux du FDP lors des élections du 25 septembre en Bavière ont de nouveau pesé sur la monnaie allemande.

Dans le sillage de la livre sterling, la **livre irlandaise** a témoigné d'une fermeté particulière.

En dépit du recul enregistré par la coalition gouvernementale aux élections générales, la **couronne danoise** s'est, elle aussi, bien tenue durant la période à la faveur de la publication de statistiques confirmant la vigueur de la reprise.

Le **franc français** s'est régulièrement apprécié contre deutschemark (passant de DEM 3,4270 à DEM 3,4130, soit son plus haut niveau depuis fin juillet). D'abord confortée par la croissance du PIB, puis par l'annonce de la stabilité des prix à la consommation en août (+ 1,7 % en rythme annuel), la monnaie nationale a ensuite bénéficié de la présentation du budget, qui a confirmé l'effort de réduction du déficit budgétaire en 1995 (besoin de financement de l'ensemble des administrations publiques ramené de 5,3 % à 4,6 % du PIB).

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		31 août	30 septembre	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,416	5,2815	-2,48
Écu privé	1 XEU	6,538	6,5235	-0,22
Allemagne	100 DEM	342,68	341,29	-0,41
Belgique	100 BEF	16,6455	16,594	-0,31
Pays-Bas	100 NLG	305,28	304,69	-0,19
Italie	1000 ITL	3,4105	3,393	-0,51
Danemark	100 DKK	86,81	87,00	0,22
Irlande	1 IEP	8,2065	8,2525	0,56
Royaume-Uni	1 GBP	8,3135	8,345	0,38
Grèce	100 GRD	2,258	2,2385	-0,86
Suisse	100 CHF	406,76	410,85	1,01
Suède	100 SEK	69,92	70,73	1,16
Norvège	100 NOK	78,16	77,98	-0,23
Japon	100 JPY	5,4052	5,3609	-0,82
Espagne	100 ESP	4,127	4,118	-0,22
Portugal	100 PTE	3,365	3,35	-0,45

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

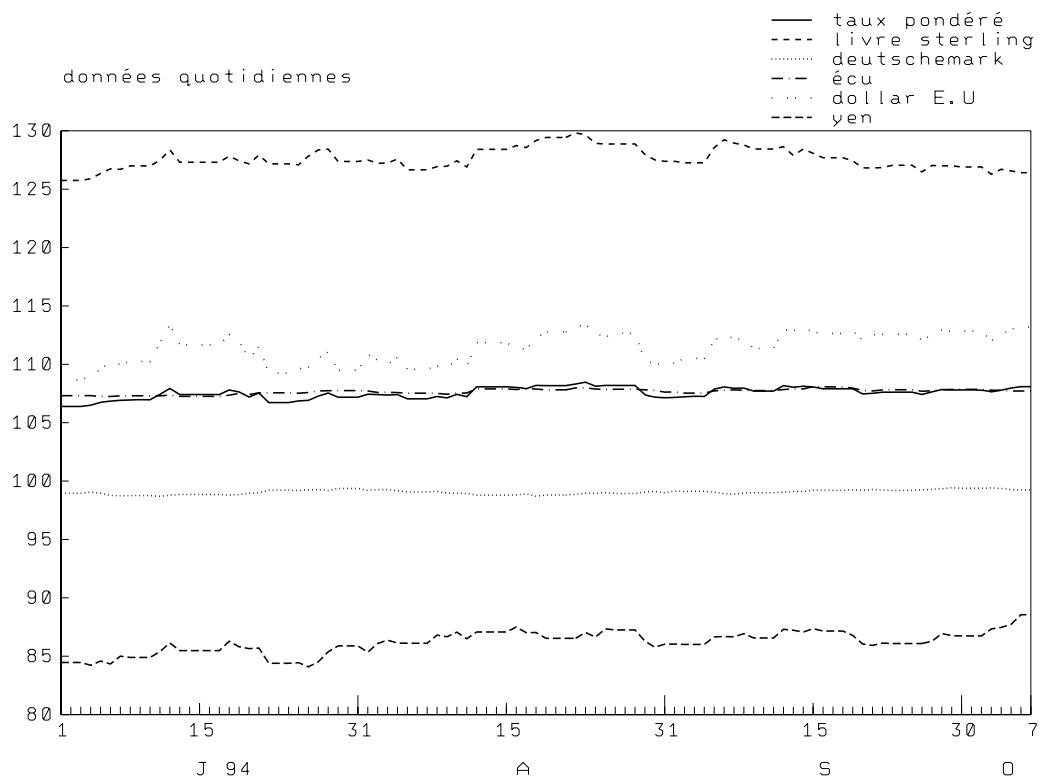
	1 mois		3 mois	
	31 août 1994	30 septembre 1994	31 août 1994	30 septembre 1994
Dollar	4,813	5,000	4,938	5,437
Livre sterling	5,000	5,375	5,500	5,875
Deutschmark	4,875	4,875	4,938	5,125
Franc suisse	4,187	3,812	4,250	4,062
Franc français	5,438	5,375	5,563	5,625

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

Mise à jour le 30 septembre 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.

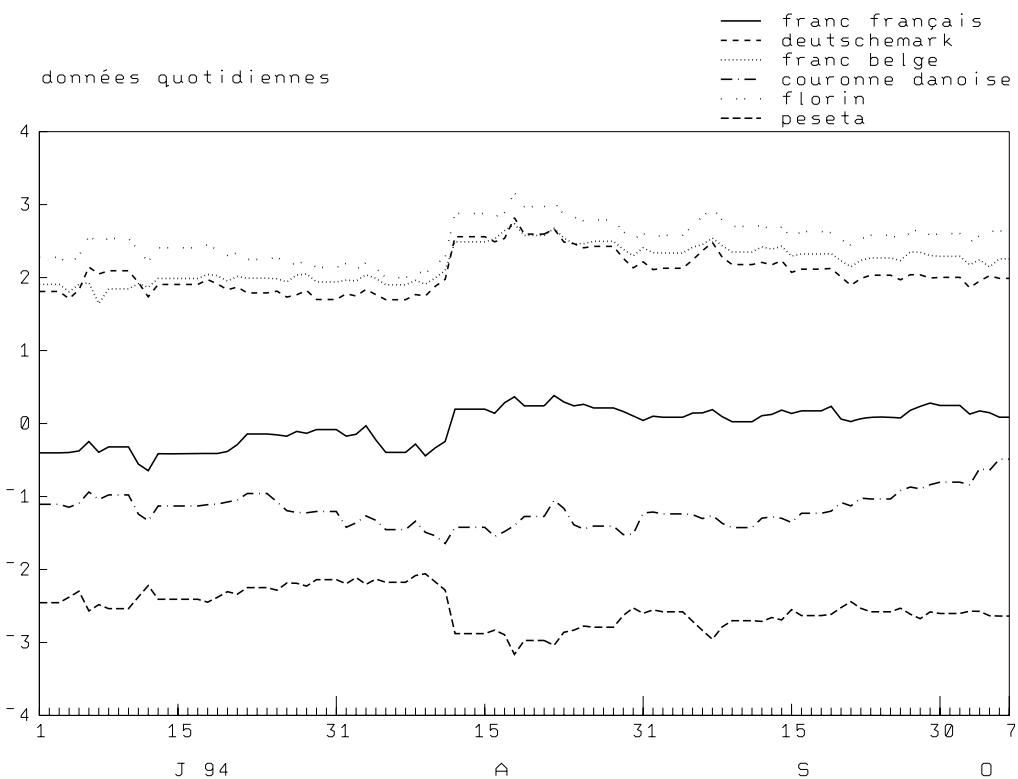
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 10 octobre 1994

Depuis la fin du mois d'août, le franc français est demeuré relativement ferme vis-à-vis du deutschmark et de l'écu et s'est globalement apprécié contre dollar. En revanche, la devise française s'est dépréciée vis-à-vis de la livre sterling, cette dernière ayant, vers la mi-septembre, cessé d'évoluer dans le sillage de la monnaie américaine. Enfin, le yen s'est sensiblement replié par rapport au franc au cours de la première semaine de septembre.

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.

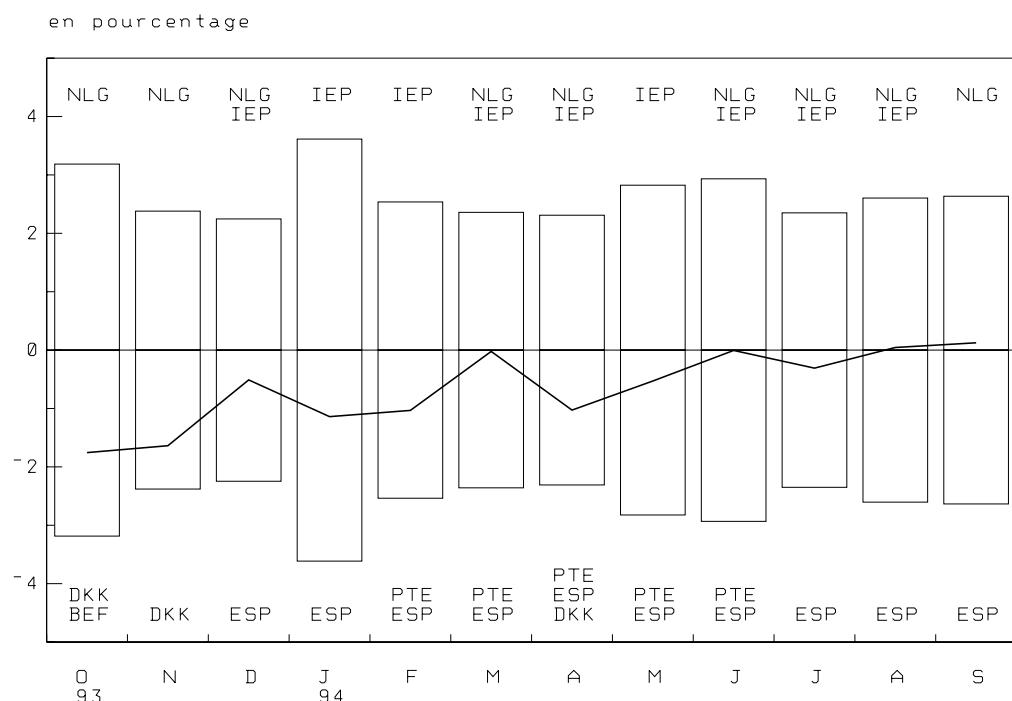
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

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

Mise à jour le 10 octobre 1994

Durant la période sous revue, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen ne s'est guère écartée de celles du deutschemark, du florin et du franc belge. Dans le même temps, la situation de la couronne danoise s'est nettement améliorée. L'orientation de la peseta est restée assez défavorable.

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.

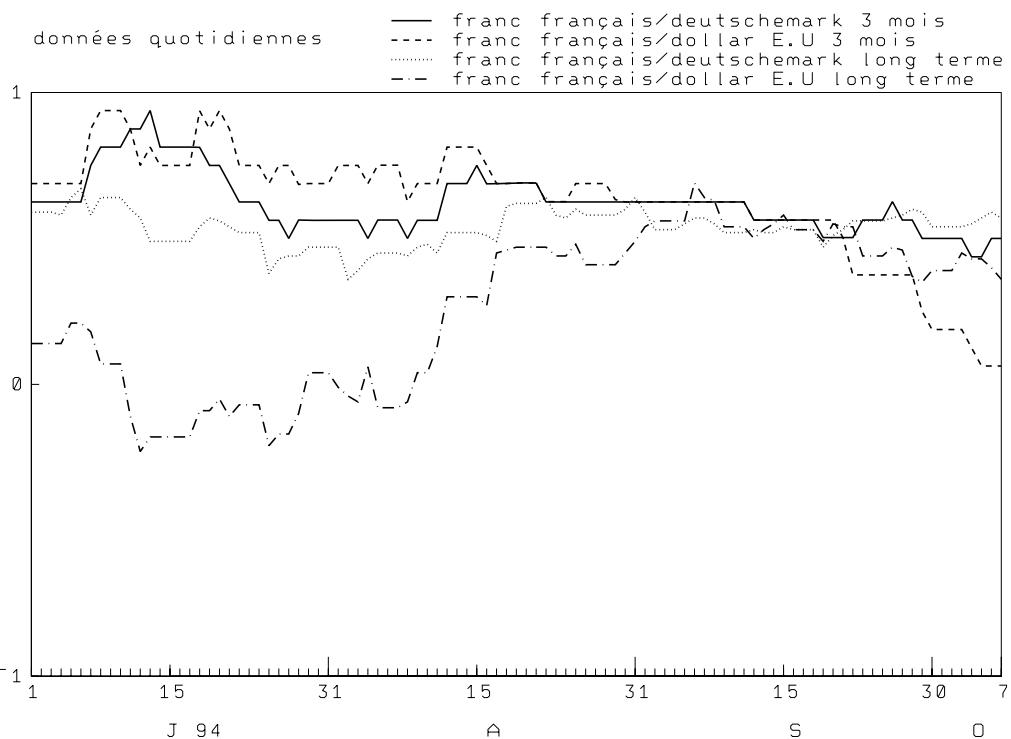
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

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

Mise à jour le 10 octobre 1994

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin est resté durant tout le mois de septembre en opposition avec la peseta, qui a enregistré les écarts négatifs moyens les plus importants. Globalement, l'écart entre les extrêmes a peu varié d'un mois à l'autre.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



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

Mise à jour le 10 octobre 1994

L'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands, qui s'était stabilisé à hauteur de 62 points de base durant la seconde quinzaine d'août, a diminué en septembre sous l'effet d'une augmentation des taux plus rapide en Allemagne qu'en France, pour s'établir, en fin de période, à 50 points de base. De leur côté, les taux longs, orientés à la hausse, ont suivi des évolutions assez voisines dans les deux pays et le différentiel de rémunération a peu varié d'une fin de période à l'autre.

S'agissant des taux français et américains, le mouvement de réduction de l'écart de rémunération à court terme s'est nettement amplifié à partir de la mi-septembre, en raison de la forte hausse des taux américains. Le différentiel de taux à long terme s'est également resserré, mais dans de moindres proportions.

Ainsi, après avoir convergé vers un niveau commun, tous ces différentiels de rémunération ont, depuis le milieu du mois de septembre, tendance à s'en écarter.

3.3. Le marché de l'or

Partant de 386 dollars l'once, les cours de l'**or** ont vivement progressé au cours du mois de septembre jusqu'à atteindre 397,50 dollars, soit le niveau le plus haut enregistré depuis août 1993. Les achats de fonds d'investissement, en début de période, avaient poussé les cours jusqu'à 391,50 dollars l'once le 12 septembre. À ce niveau, les cours de l'or se sont un peu repliés du fait d'anticipations de ventes de producteurs. Cependant, à partir du 16 septembre, le courant acheteur a repris après l'annonce aux États-Unis de nouvelles statistiques laissant craindre un

regain d'inflation. Les achats des courtiers spécialisés ont rapidement été relayés par ceux des fonds d'investissement, ces derniers trouvant dans le marché de l'or un refuge face au repli des marchés obligataires et d'actions. La tendance haussière a aussi été renforcée par des rumeurs concernant le nouvel intérêt de certains investisseurs envers les actions de sociétés minières. En fin de mois, les taux d'intérêt américains demeurant inchangés et le niveau de 400 dollars l'once n'ayant pas été franchi, plusieurs fonds ont liquidé leurs positions longues.

COURS DE L'OR			
	31 août 1994	30 septembre 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	67 100,00	67 000,00	-0,15
Lingot (le kg).....	67 350,00	67 400,00	0,07
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	389,00	385,00	-1,03
Vreneli	391,00	390,00	-0,26
Union latine	388,00	389,00	0,26
Souverain.....	494,00	494,00	
20 dollars	125,25	127,50	1,80
Peso mexicain	2 510,00	2 505,00	-0,20
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	385,75	394,85	2,36

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

Mise à jour le 30 septembre 1994

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en septembre 1994

Les indicateurs

La reprise économique, décelée dès novembre 1993 par la Banque de France au vu de ses enquêtes de conjoncture, se confirme tandis que l'inflation est maîtrisée.

La hausse des prix de détail reste en deçà de 2 % sur un an. D'après l'indice provisoire de septembre, ils ont progressé de 0,3 % (après une stabilité en juin, juillet et août).

Les comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre font ressortir une progression du PIB de 1 % en volume (après + 0,7 % au premier trimestre) soutenue par le rebond de la consommation des ménages (+ 1 %, contre 0,1 % au trimestre précédent), de l'investissement (+ 0,9 %, après - 0,1 %) ainsi que des exportations (+ 2,1 %, après - 0,2 %).

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la progression de l'activité s'est poursuivie en septembre, soutenue par une demande, tant interne qu'externe, en hausse.

L'amélioration de l'activité commerciale, observée en août, s'est prolongée en septembre.

Dans le bâtiment, le nombre de logements commencés sur les huit premiers mois de l'année s'est inscrit en hausse de 22,1 % sur la période correspondante de 1993.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,6 % au deuxième trimestre (après + 0,2 % au premier) ; en août, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE a augmenté de 0,5 %, alors qu'il avait fléchi les deux mois précédents ; sur un an la hausse est revenue à 3,6 % (contre 10,5 % fin 1993). Le taux de chômage, au sens du BIT, s'est établi à 12,6 %, comme en juin et juillet.

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 14 octobre 1994

En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a confirmé, dans tous les secteurs, sa progression des mois précédents. Les progrès ont été sensibles dans les biens intermédiaires, les biens d'équipement professionnels, les industries agro-alimentaires et un peu moins marqués dans les biens de consommation ; dans l'automobile, l'activité tend à se modérer. Le taux d'utilisation des capacités de production a continué de se redresser, particulièrement dans les biens intermédiaires.

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 14 octobre 1994

Le raffermissement de la demande globale se poursuit, tant sur le marché intérieur qu'à l'étranger. À l'exportation, les progrès les plus nets ont été observés dans les secteurs des biens intermédiaires et des biens d'équipement professionnels ; la demande est désormais plus vigoureuse

en Europe, tandis que les débouchés continuent de s'élargir sur la plupart des marchés, notamment en Asie du Sud-Est. Sur le marché intérieur, les ordres sont soutenus par la reconstitution des stocks et, dans une moindre mesure, par le mouvement de reprise de l'investissement.

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 14 octobre 1994

Les *carnets de commandes* se sont sensiblement étoffés ; considérés comme satisfaisants dans tous les secteurs, ils sont même jugés plutôt abondants dans les biens intermédiaires.

Les *stocks* apparaissent bien adaptés au rythme de l'activité dans l'ensemble des branches, sauf dans les biens intermédiaires où ils seraient insuffisants.

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 14 octobre 1994

Les *prix des produits finis* restent, en moyenne, stables, en dépit du renchérissement parfois accusé des matières premières. Néanmoins, des relèvements de tarifs sont pratiqués par un nombre croissant d'entreprises appartenant au secteur des biens intermédiaires.

L'ensemble des chefs d'entreprise consultés estiment qu'au *cours des prochains mois l'activité ne devrait pas se ralentir*.

Le courant d'*investissement se renforce progressivement* : il concerne toujours prioritairement le renouvellement de matériels devenus obsolètes ainsi que l'amélioration de la productivité.

Pour 1995, en revanche, les projets apparaissent plus importants et des plans d'accroissement des capacités sont plus fréquemment évoqués.

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 14 octobre 1994

La bonne orientation de l'*activité commerciale* notée le mois précédent s'est prolongée en septembre.

Dans l'ensemble du *commerce de gros*¹, le courant d'affaires n'a pas enregistré de variations notables d'un trimestre à l'autre. Pour leur part, les carnets de commandes semblent relativement équilibrés. Un accroissement des transactions est envisagé d'ici à la fin de l'année.

Dans le *BTP*¹, l'activité est restée orientée à la hausse au cours du troisième trimestre.

Les *effectifs* ont cessé de fléchir dans l'industrie ; dans le commerce et les services marchands ils se sont stabilisés. Ils ont légèrement progressé dans le bâtiment. Les entreprises continuent d'accroître la flexibilité de leur gestion pour satisfaire la demande en faisant appel, notamment, aux heures supplémentaires. Le chômage partiel s'est largement résorbé ; on enregistre, en nombre croissant, des recrutements d'intérimaires ou de personnels à durée déterminée. Dans un certain nombre de cas, des renforcement d'effectifs stables sont signalés (embauche de personnel à contrats à durée indéterminée, transformation de contrats à durée déterminée en emplois durables).

¹ Les commentaires s'appliquent, dans ce secteur, à des données brutes.

4.2. La balance des paiements en juillet 1994¹

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
	(en données brutes – en millions de francs)							
	Année 1993 (a)	Mars 1994 (b)	Avril 1994 (c)	Mai 1994 (c)	Juin 1994 (c)	Juillet 1994 (c)	7 mois de 1993 (a)	7 mois de 1994 (c)
<i>Transactions courantes</i>	59 466	9 997	1 775	-1 538	4 794	10 737	18 789	28 236
<i>Transferts en capital</i>	-569	-30	-4	-185	13	-22	-291	-345
<i>Mouvements de capitaux à long terme</i>	-19 362	-42 315	-29 652	-17 299	-45 061	-4 972	-26 943	-212 723
<i>Mouvements de capitaux à court terme</i>	-54 514	50 920	7 616	18 621	28 274	-1 957	-13 092	193 104
– Secteur privé non bancaire	199 844	-20 048	10 506	-4 412	38 181	4 773	64 458	27 303
– Secteur bancaire.....	-282 159	93 819	592	25 920	-5 795	-2 102	-88 597	250 193
– Secteur officiel.....	27 801	-22 851	-3 482	-2 887	-4 112	-4 628	11 047	-84 392
<i>Ajustement</i>	14 979	-18 572	20 265	401	11 980	-3 786	21 537	-8 272
<i>Pour mémoire :</i> Mouvements de capitaux (hors secteur officiel)	-101 677	31 456	-18 554	4 209	-12 675	-2 301	-51 082	64 773
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres semi-définitifs								
(c) 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 6 octobre 1994	

4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur douanier

Constattement excédentaire depuis janvier 1992 *en données corrigées des variations saisonnières (cvs)*, le solde du commerce extérieur en juillet reste stable par rapport au mois de juin (+ 5,7 milliards de francs, après + 6,0 milliards). *En données brutes*, le solde s'inscrit en net progrès (+ 10,7 milliards de francs, contre + 7,9 milliards).

En cumul, les excédents des sept premiers mois des années 1994 et 1993 se traduisent par des résultats voisins, tant en données *cvs* (+ 42,8 milliards de francs, au lieu de + 45,2 milliards), qu'en données brutes (+ 48,2 milliards de francs, au lieu de + 49,7 milliards). Le solde glissant cumulé sur 12 mois en données brutes est stabilisé depuis le début de l'année autour de 90 milliards de francs. La reprise légèrement plus forte des importations (+ 7,8 %) que des exportations (+ 7,0 %) sur les sept premiers mois de 1994 par rapport à la période correspondante de 1993 n'a pas d'impact notable sur le taux de couverture, qui demeure proche de 108 %.

¹ Cf. tableaux détaillés 14, 15 et 16 dans la partie « statistiques »

Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs) : faibles variations d'un mois à l'autre. Les excédents agro-alimentaire et industriel demeurent respectivement de l'ordre de 3,6 milliards de francs à 4 milliards, le déficit énergétique dépassant très légèrement 6 milliards de francs

Le secteur agro-alimentaire continue de dégager de faibles excédents, conformément à la tendance observée depuis le début de l'année (+ 3,6 milliards de francs, après + 3,7 milliards en juin). Le contexte est particulièrement défavorable aux produits bruts : chute des exportations de céréales et d'oléagineux, hausse des cours mondiaux des produits agricoles exclusivement importés (café, cacao). Le taux de couverture des produits agricoles revient ainsi de 167 % (sept mois 1993) à 134 % (sept mois 1994). Pour sa part, l'excédent des échanges de produits des industries alimentaires reste bien orienté depuis le début de l'année.

Le déficit énergétique se stabilise à 6,2 milliards de francs (6,1 milliards le mois précédent). S'agissant du pétrole brut importé, pour les sept premiers mois de l'année et par rapport aux mêmes mois de 1993, les effets prix contribuent à alléger la facture en dépit d'une augmentation des quantités importées ; sur les mêmes périodes, le solde total de l'énergie revient ainsi de - 43,4 milliards de francs à - 39,9 milliards.

L'excédent industriel progresse légèrement (+ 4,0 milliards de francs, contre + 3,7 milliards), tant pour l'industrie civile (+ 3,4 milliards de francs, au lieu de + 3,2 milliards) que pour le matériel militaire (+ 0,6 milliard de francs, au lieu de + 0,5 milliard).

La stabilité du solde de l'industrie civile recouvre quelques évolutions contrastées. L'excédent des biens d'équipement professionnels augmente d'un mois à l'autre de 0,7 milliard de francs (+ 3,6 milliards de francs, contre + 2,9 milliards) sous l'effet d'une sensible contraction des importations (- 8,3 %). Toutefois, ce poste, le plus important de la nomenclature par produits, est celui qui contribue le plus à la reprise des échanges sur sept mois (+ 10 % pour les exportations, + 11 % pour les importations). Les échanges de biens intermédiaires, autre composante majeure, progressent dans les mêmes proportions sur sept mois, mais ne présentent pas d'évolution notable d'un mois à l'autre.

Parmi les produits destinés aux ménages, les biens de consommation se caractérisent depuis le début de l'année par un vif essor des exportations, conduisant pratiquement à l'équilibre en avril et en mai, au lieu d'un déficit habituellement élevé. En revanche, les résultats de juin et juillet marquent le pas, les déficits s'alourdisant sensiblement (respectivement - 0,5 milliard de francs et - 1,2 milliard). Dans un contexte caractérisé par un léger repli des échanges industriels d'un mois à l'autre, l'automobile connaît une nette progression des importations (+ 9 %), le marché intérieur restant bien orienté sous l'effet des mesures de relance gouvernementales ; le solde devient ainsi déficitaire (0,4 milliard de francs, contre + 0,1 milliard).

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs) : excédents en forte augmentation avec les pays de l'Union européenne, mais en net repli avec la zone hors OCDE

L'excédent avec les pays de l'Union européenne enregistre une nette progression (3,1 milliards de francs, au lieu de + 1,2 milliard) dans un contexte de repli des échanges (- 3,2 % à l'exportation, - 6,3 % à l'importation). Ces évolutions s'expliquent en majeure partie par les échanges avec l'Italie, les importations chutant d'un peu plus de 14 %, après — il est vrai — avoir atteint en juin un niveau sans précédent depuis 1992 (11,1 milliards de francs). Ainsi, le solde avec ce pays se retourne, passant d'un déficit de 1,1 milliard de francs à un excédent de 0,8 milliard. L'amplitude d'un mois à l'autre des variations de solde vis-à-vis des autres pays de l'Union européenne est bien moindre.

Le déficit à l'égard des pays de l'OCDE hors Union européenne reste proche des 3 milliards de francs depuis trois mois. On observe toutefois un très net allégement d'un mois sur l'autre du déficit envers le Japon (- 1,3 milliard de francs, contre - 2,2 milliards en juin), sous l'effet d'une forte progression des exportations (+ 51,7 %) imputable à quelques opérations de montant unitaire élevé, notamment dans le secteur aéronautique.

L'excédent enregistré hors OCDE revient à 0,7 milliard de francs, au lieu de 3,2 milliards en juin. Cette évolution provient, presque à parts égales et dans les mêmes conditions (diminution de plus de 10 % des exportations), des échanges avec l'Afrique (- 0,2 milliard de francs, au lieu de + 1,0 milliard) et avec le Reste du monde (+ 0,8 milliard de francs, contre + 1,8 milliard).

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Soldes des transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Juin 1994 (b)	Juillet 1994 (b)	7 mois de 1993 (a)	7 mois de 1994 (b)
TRANSACTIONS COURANTES	4 794	10 737	18 789	28 236
<i>Marchandises</i>	4 756	8 940	27 540	31 270
– Exportations et importations	3 907	7 318	20 504	24 595
– Négoce international	849	1 622	7 036	6 675
<i>Services</i>	7 821	9 889	31 982	41 631
– Transports	-648	-856	-4 578	-4 629
– Services techniques	1 209	1 557	10 904	8 627
– Voyages	7 430	8 443	35 700	37 555
– Autres services	-170	745	-10 044	78
<i>Revenus de facteurs</i>	-3 167	-1 849	-38 053	-42 208
<i>Autres biens et services</i>	2 700	2 900	17 966	17 774
<i>Transferts unilatéraux</i>	-7 316	-9 143	-20 646	-20 231
– dont Transferts du secteur officiel	-6 764	-7 756	-17 679	-17 540
TRANSFERTS EN CAPITAL	13	-22	-291	-345

(en données cvs – en millions de francs)

	Juin 1994 (b)	Juillet 1994 (b)	7 mois de 1993 (a)	7 mois de 1994 (b)
TRANSACTIONS COURANTES	-417	7 647	24 299	33 761
<i>Exportations et importations</i>	4 558	3 133	16 201	19 640
<i>Services</i>	5 182	7 092	31 389	41 590
– Transports	-783	-766	-4 176	-4 121
– Voyages	4 537	4 579	32 738	36 093
<i>Revenus de facteurs</i>	-3 376	536	-28 878	-31 195
<i>Autres biens et services</i>	2 548	2 624	17 966	17 778

(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

Mise à jour le 6 octobre 1994

4.2.2. Les transactions courantes

L'excédent des transactions courantes a plus que doublé au mois de juillet *en données brutes* (+ 10,7 milliards de francs, au lieu de + 4,8 milliards en juin). *Marchandises, services et revenus de facteurs* contribuent conjointement à cette progression, tandis que seuls les *transferts unilatéraux* évoluent défavorablement. Au cours des sept premiers mois de l'année, l'excédent des transactions courantes s'accroît de moitié (+ 28,2 milliards de francs, contre + 18,8 milliards pour la période correspondante de 1993).

En données cvs, le solde des transactions courantes passe d'un déficit de 0,4 milliard de francs de juin à un excédent de 7,6 milliards en juillet. Ce résultat s'explique en grande partie par un retournement du solde des revenus de facteurs (revenus du capital en particulier).

Les exportations et importations en balance des paiements¹

D'un mois sur l'autre, l'excédent progresse *en données brutes* (+ 7,3 milliards de francs, au lieu de + 3,9 milliards en juin), mais fléchit au contraire *en données cvs* (+ 3,1 milliards de francs, au lieu de + 4,6 milliards).

Sur sept mois (en données brutes), le cumul des soldes s'élève à + 24,6 milliards de francs, au lieu de + 20,5 milliards pour la période correspondante de 1993. Outre l'augmentation de l'excédent du commerce douanier, cet accroissement provient également de l'évolution des opérations sans transfert de propriété, et en particulier des échanges relatifs au travail à façon.

Le n^ogoce international

(en données brutes)

L'excédent du n^ogoce international est multiplié par deux en juillet (+ 1,6 milliard de francs, au lieu de + 0,8 milliard en juin), dépassant nettement la moyenne des sept premiers mois de 1994 comme celle de 1993 (environ 1,0 milliard de francs). Ce résultat s'explique principalement par des opérations entre filiales étrangères de grandes entreprises françaises, alors que l'activité des négociants spécialisés se traduit par un excédent en recul d'un mois sur l'autre. Sur sept mois, l'excédent du n^ogoce international est pratiquement inchangé (+ 6,7 milliards de francs, au lieu de + 7,0 milliards en 1993).

Les services

(en données cvs)

Au cours du mois de juillet, l'excédent des services se renforce de presque 2 milliards de francs (+ 7,1 milliards, contre + 5,2 milliards en juin). La plus ample variation concerne la *coopération technique* (+ 1,0 milliard de francs, au lieu de - 0,4 milliard), en raison d'une forte contraction des dépenses, qui n'atteignent que 1,0 milliard, contre une moyenne mensuelle située autour de 2 milliards depuis le début de 1993. Ce repli est surtout imputable au secteur de l'aéronautique. L'excédent des assurances apparu depuis le début de l'année se renforce (+ 0,6 milliard de francs, au lieu de + 0,1 milliard en juin). Enfin, on observe une quasi-stabilité de l'excédent des *voyages* (+ 4,6 milliards de francs, contre + 4,5 milliards).

Sur les sept premiers mois, l'excédent des services s'accroît d'un tiers par rapport à la période correspondante de 1993 (+ 41,6 milliards de francs, contre + 31,4 milliards). Le solde des assurances se retourne (+ 3,5 milliards de francs, contre - 1,0 milliard), sous l'effet conjugué d'une hausse de 8 % des recettes, imputable à des primes de réassurance reçues des États-Unis, et d'une baisse de 14 % des dépenses, des indemnités particulièrement élevées ayant été payées en 1993 à la suite de catastrophes naturelles. L'excédent des *voyages* se raffermit par un effet de masses (+ 36,1 milliards de francs, au lieu

¹ 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

de + 32,7 milliards), les recettes s'accroissant, comme les dépenses, d'environ 8 %. Cette progression des flux peut être rapprochée de la reprise économique dans plusieurs pays européens. En revanche, l'excédent de la coopération technique se contracte (+ 1,8 milliard de francs, au lieu de + 2,7 milliards), à la suite d'une baisse des flux plus marquée en recettes (− 18 %) qu'en dépenses (− 15 %). Ces évolutions concernent notamment les secteurs de la construction aéronautique et spatiale ainsi que celui de la production pétrolière (Afrique).

Les revenus de facteurs (en données cvs)

Le solde des revenus de facteurs se retourne en juillet (+ 0,5 milliard de francs, au lieu de − 3,4 milliards), sous l'influence exclusive des *revenus du capital* (+ 0,7 milliard de francs, au lieu de − 3,0 milliards). La correction effectuée sur les coupons courus inclus dans la valeur des négociations de titres (notamment OAT et bons du Trésor), qui avait joué très négativement en juin (− 1,8 milliard de francs), exerce en juillet un impact presque neutre (− 0,1 milliard).

Sur sept mois, le déficit des revenus du capital s'accentue (− 28,7 milliards de francs, au lieu de − 25,1 milliards au cours de période correspondante de 1993). Ce résultat s'explique par diverses évolutions : diminution du produit du placement des réserves officielles de change, baisse des montants perçus par le secteur privé non bancaire résident en liaison avec les rapatriements opérés depuis l'été 1993, repli de l'excédent des revenus d'investissements directs. Il convient de noter que, du fait de la compensation résultant des coupons courus sur les titres vendus par les non-résidents et de la diminution du stock détenu par ces derniers, ces cessions ont un effet quasi neutre sur l'évolution du solde global des revenus du capital.

Les autres biens et services

Le solde de ce poste, qui résulte du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, s'établit à + 2,9 milliards de francs en juillet, au lieu de + 2,7 milliards en juin.

Les transferts unilatéraux (en données brutes)

Le déficit des transferts unilatéraux s'accentue (− 9,1 milliards de francs, au lieu de − 7,3 milliards), autant sous l'influence du secteur privé (− 1,4 milliard de francs, contre − 0,6 milliard) que du secteur officiel (− 7,8 milliards de francs, au lieu de − 6,8 milliards). Les transferts nets d'économies de travailleurs, à forte saisonnalité, s'accroissent fortement en données brutes (− 1,5 milliard de francs, au lieu de − 0,6 milliard), mais se stabilisent à quelque − 0,5 milliard de francs en données cvs. L'alourdissement des transferts nets du secteur officiel s'explique, quant à lui, par une contraction des recettes en provenance du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA), du fait de la baisse des volumes exportés et de la réduction des prix d'intervention, et du Fonds européen de développement régional (FEDER), en raison d'un effort plus sélectif au bénéfice de régions défavorisées d'autres pays de l'Union européenne.

Sur sept mois, le déficit des transferts unilatéraux varie peu (− 20,2 milliards de francs, au lieu de − 20,6 milliards). On notera, pour le secteur officiel, que l'impact des fortes recettes perçues en janvier de la part du FEOGA n'est plus sensible sur sept mois cumulés, ces recettes ayant ensuite été nettement inférieures à celles de la période correspondante de 1993. En outre, la contribution française au budget européen s'est accrue de 9 % d'une année à l'autre.

Graphiques non disponibles

4.2.3. Les transferts en capital

Ces opérations, qui correspondent principalement à des abandons de créances, ont porté sur des montants négligeables au cours des deux derniers mois. Sur sept mois, le solde des transferts en capital est inchangé à – 0,3 milliard de francs.

4.2.4. Les mouvements de capitaux¹

Au cours des sept premiers mois de 1994, les mouvements de capitaux hors secteur officiel ont suscité des entrées de 64,8 milliards de francs (au lieu de sorties de 51,1 milliards au cours de la même période de 1993), les avoirs nets du secteur officiel se renforçant pour leur part de 84,4 milliards de francs.

Sur le seul mois de juillet 1994, alors que les avoirs nets du secteur officiel ont progressé de 4,6 milliards de francs, les mouvements de capitaux se sont soldés par des sorties nettes de 2,3 milliards de francs, inférieures à celles observées en juin 1994 (– 12,7 milliards).

Les capitaux à long terme

Confirmant la tendance observée depuis décembre 1993 (212,7 milliards de francs de sorties pour les sept premiers mois de l'année 1994), les mouvements de capitaux à long terme sont à l'origine, pour le mois de juillet 1994, de sorties nettes de 5 milliards de francs.

Les opérations de *prêts à long terme* ont donné lieu en juillet 1994, à des entrées nettes de 6,2 milliards de francs, imputables essentiellement au secteur bancaire avec des remboursements nets de prêts à l'étranger à hauteur de 3,2 milliards de francs et des mises en place nettes de prêts de l'étranger pour 2,5 milliards de francs. Au total, sur les sept premiers mois de l'année 1994, les opérations de prêts à long terme font apparaître un solde positif de 32 milliards de francs qui concerne principalement des prêts bancaires en francs (11 milliards), les remboursements de prêts dans le cadre de la titrisation de la dette brésilienne en avril et mai ainsi que des emprunts des banques résidentes sous forme d'euro-crédits en devises.

Pour le septième mois consécutif, les sorties liées aux *investissements de portefeuille* se sont confirmées (– 8,5 milliards de francs) avec toutefois une ampleur considérablement atténuée par rapport à celle enregistrée au cours du mois de juin (– 50,9 milliards). Ce mouvement comporte une double composante : d'abord, d'importants achats de titres étrangers par les résidents (13 milliards de francs), l'essentiel de ces acquisitions consistant en obligations internationales et bons du Trésor étrangers, ensuite, et pour la première fois depuis le début de l'année 1994, des acquisitions nettes de titres français par les non-résidents (4,9 milliards). Vendeurs nets d'obligations (1,3 milliard de francs) et de titres d'OPCVM (0,3 milliard), les non-résidents se sont en effet portés acquéreurs d'actions (1,4 milliard), d'OAT (+ 2,4 milliards) et de BTAN (à hauteur de 2,7 milliards). Au total, sur les sept premiers mois de l'année, les investissements de portefeuille ont provoqué 236,3 milliards de francs de sorties, contre des entrées de 20 milliards de francs pour la même période de 1993.

Les *investissements directs* se caractérisent depuis le début de l'année par un solde négatif (– 3,6 milliards de francs) et une ampleur des mouvements dans les deux sens approximativement deux fois moindre qu'au cours de sept premiers mois de l'année 1993. Au cours du mois de juillet 1994, le montant des investissements français à l'étranger (6 milliards de francs), en progression sensible, a été largement supérieur à celui des investissements étrangers en France (2,6 milliards) qui ont marqué un repli par rapport au mois précédent.

¹ Cf. tableaux 15 et 16 dans la partie « statistiques »

Les capitaux à court terme

Au cours du mois de juillet 1994, les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des sorties nettes de 2 milliards de francs, ramenant ainsi à 193,1 milliards le solde créiteur pour les sept premiers mois de l'année (mouvements du secteur officiel inclus).

Les flux du *secteur privé non bancaire* ont dégagé à nouveau des entrées nettes de 4,8 milliards de francs, ce qui porte à 27,3 milliards les rapatriements sur les sept premiers mois de l'année 1994 de la part des entreprises dont certaines sont très actives dans la gestion de leurs placements à l'étranger et surtout de la part des OPCVM de trésorerie dont les mouvements mensuels, en dents de scie depuis le début de l'année, sont en partie liés aux opérations de rachats ou de placements de leurs souscripteurs.

En ce qui concerne les opérations à court terme du *secteur bancaire*, les sorties nettes (2,1 milliards de francs) enregistrées sur le mois de juillet résultent d'une part des opérations de la clientèle résidente en devises qui ont entraîné 28,5 milliards de francs de sorties, ainsi que des autres opérations en devises à court terme qui sont à l'origine de 33,3 milliards de francs de sorties, et d'autre part, en sens inverse, des opérations des non-résidents vis-à-vis du franc qui ont provoqué des entrées de 59,7 milliards de francs.

L'évolution des opérations en francs des non-résidents au cours des sept premiers mois de l'année 1994 se caractérise par des remboursements importants d'emprunts de francs à hauteur de 155,2 milliards, en dénouement à la fois de spéculation et surtout de couverture du portefeuille des titres cédés, ce recul ramenant l'encours des emprunts à leur niveau de juin 1993, auxquels s'est conjugué un flux net de 220,3 milliards d'opérations de change à terme essentiellement sous forme d'achats à terme de francs par les non-résidents.

Les avoirs nets à court terme du *secteur officiel* se sont accrus de 4,6 milliards de francs au mois de juillet 1994, confortant ainsi leur reconstitution sur les sept premiers mois de l'année à 84,4 milliards.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

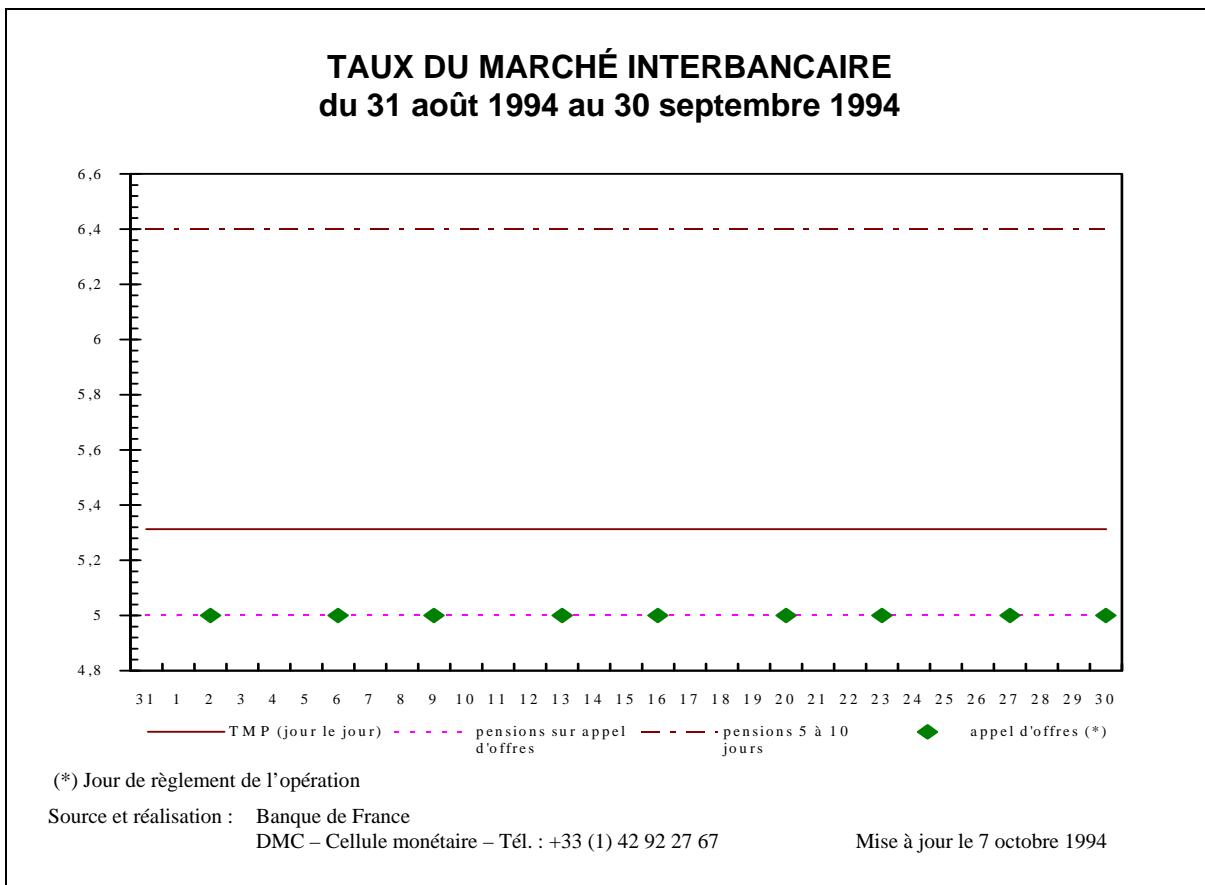
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois de septembre, les taux à court et long terme ont connu des évolutions divergentes : alors que les rendements interbancaires jusqu'à six mois demeuraient stables, les taux obligataires enregistraient une nouvelle progression, s'inscrivant dans la tendance générale observée sur toutes les principales places financières.

Les taux courts ont été orientés à la hausse aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Allemagne. Ainsi, l'apparition de quelques tensions sur le marché interbancaire allemand, liées aux incertitudes électorales, a favorisé une réduction significative des écarts de rendement entre les taux du deutschemark et du franc.

Pour sa part, le marché obligataire a continué d'être déprimé. La tendance s'est en fait alignée sur celle des marchés américains, qui ont été affectés par une série de statistiques confirmant la poursuite d'une vigoureuse croissance économique et laissant craindre une résurgence des tensions inflationnistes. Au total, l'indice des emprunts du gisement est passé de 7,82 % à 8,11 % d'une fin de mois à l'autre, retrouvant ses plus hauts niveaux depuis décembre 1992. L'écart entre l'OAT et le « Bund » s'est cependant toujours maintenu dans une fourchette de 55 à 60 points de base.

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



Sur l'ensemble du mois, le loyer de l'argent au jour le jour est resté stable à 5 5/16 %, niveau atteint le 22 juillet dernier.

Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire est remonté de 119,9 milliards de francs le 31 août à 154,6 milliards le 30 septembre en raison de l'incidence des opérations du Trésor public sur la liquidité bancaire.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 août-15 septembre ont atteint 17,9 milliards de francs (dont 13 milliards d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 18,2 milliards.

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

(en milliards de francs)

	Août 1994	Septembre 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION.....	-250,2	-244,8	5,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,5	-5,3	1,2
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	112,3	111,6	-0,7
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE.....	7,5	-22,2	-29,7
DIVERS	3,5	5,3	1,8
TOTAL	-133,5	-155,3	-21,8
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres	107,1	121,9	14,8
- Autres pensions	2,9	6,2	3,3
- Bons du Trésor achetés ferme	26,6	28,3	1,7
- Opérations d'escompte net	0,7	0,7	0,0
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-3,9	-1,8	2,1
TOTAL	133,5	155,3	21,8

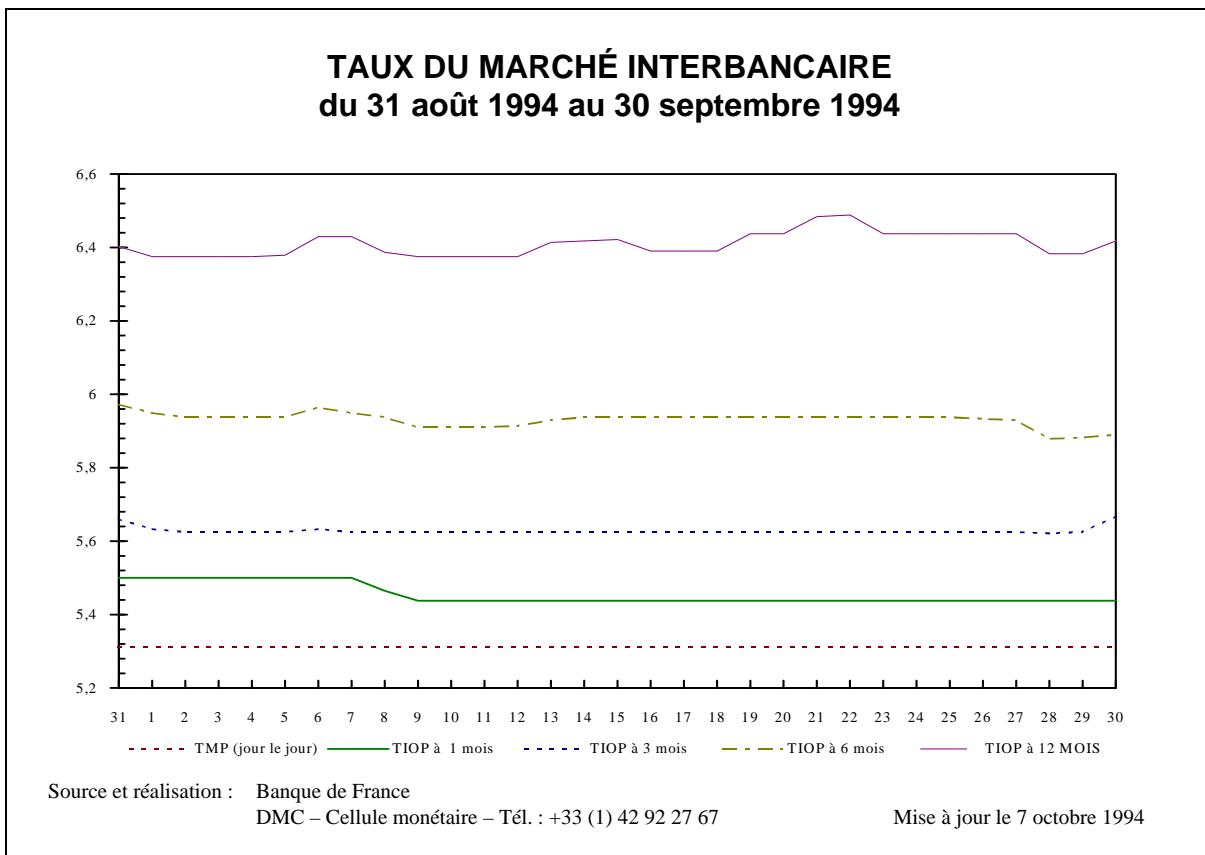
(a) Les facteurs précédés du signe - agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

(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 le 7 octobre 1994

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



Les taux interbancaires jusqu'à un an ont fait preuve d'une remarquable stabilité alors que les taux directeurs sont restés inchangés au cours de l'ensemble du mois. Sur les autres places, on notera le relèvement d'un demi-point (de 5,25 % à 5,75 %) de son principal taux d'intervention opéré par la Banque d'Angleterre le 12 septembre, qui a provoqué un décalage à la hausse de l'ensemble de la courbe des taux courts anglais.

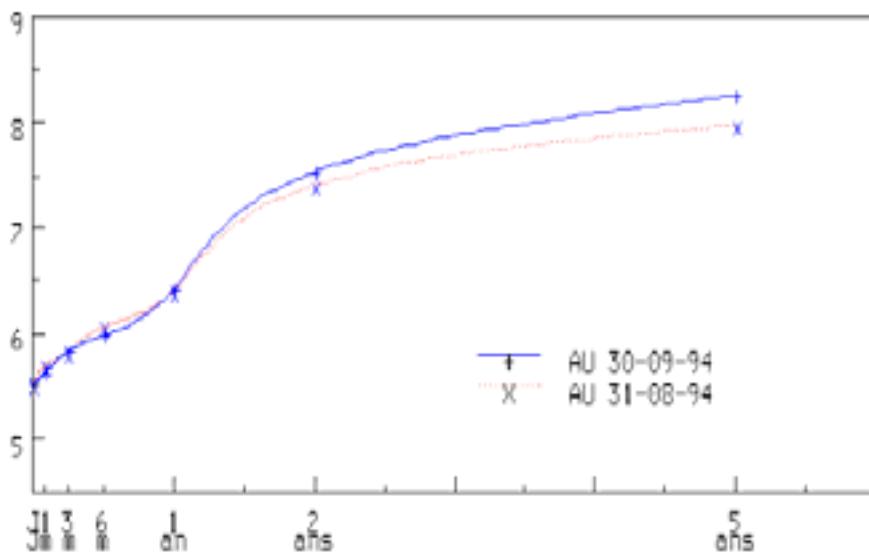
Les écarts de rendement avec le marché interbancaire allemand sont en net repli d'une fin de mois à l'autre (0,43 point, contre 0,61 point pour l'échéance à 3 mois et 0,69 point, contre 0,94 point en ce qui concerne celle à un an) en raison d'une légère tension constatée sur les taux courts outre-Rhin à l'approche des élections nationales du 16 octobre.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 août 1994	30 septembre 1994	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,5000	5,4375	-0,0625
TIOP à 3 mois.....	5,6602	5,6680	0,0078
TIOP à 6 mois.....	5,9727	5,8906	-0,0821
TIOP à 1 an.....	6,4023	6,4180	0,0157
Taux à 2 ans.....	7,4000	7,5300	0,1300
Taux à 5 ans.....	7,9700	8,2500	0,2800

La stabilité observée sur les taux jusqu'à un an contraste avec la nette remontée constatée sur les taux des échéances à 2 et 5 ans qui se sont alignés sur la tendance du marché obligataire.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



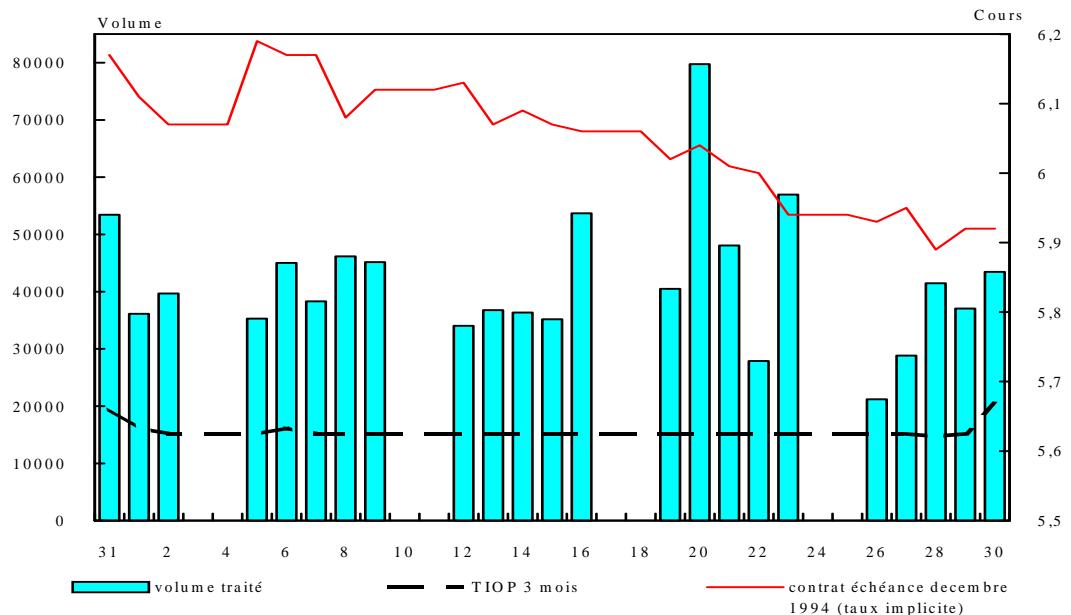
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 17 octobre 1994

Sur le Matif, les cours des contrats Pibor 3 mois ont enregistré sur l'ensemble du mois une hausse décroissante suivant les échéances (+ 25 points de base sur décembre 1994, + 13 points de base sur mars 1995, et + 2 points de base sur juin 1995). En conséquence, l'écart entre le taux implicite et le taux à 3 mois du sous-jacent au comptant a diminué de moitié sur l'horizon décembre (25 points de base, contre 51 points de base) mais demeure toujours élevé sur mars et juin (+ 71 points et 111 points de base respectivement). Les opérateurs font preuve d'un certain optimisme dans la révision de leurs anticipations pour la fin de l'année sur l'évolution des taux courts, mais s'attendent toujours à un relèvement de ceux-ci au cours du premier semestre de l'année prochaine.

L'écart entre les taux implicites des contrats Pibor et Eurodem 3 mois marque une forte réduction (59 points de base, contre 104 points de base sur décembre, 62 points de base, contre 110 points de base sur mars) liée à la forte baisse intervenue sur les contrats Eurodem 3 mois au cours du mois de septembre.

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



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

Mise à jour le 7 octobre 1994

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de septembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 107,4 milliards de bons à taux fixe en francs (87,7 milliards de BTF et 19,7 milliards de BTAN).

L'encours total de bons en circulation est en forte progression (967,5 milliards de bons en francs contre 905,7 milliards le mois précédent ; 3,9 milliards de bons en écus — même montant que le mois précédent —).

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 actuairel annuel moyen (f)
					(d)			
5 sept. 1994	BTF	13 sem.	49 464	15 006	167	5,45	5,47	5,66
5 sept. 1994	BTF	52 sem.	16 606	5 006	56	6,26	6,29	6,37
12 sept. 1994	BTF	04 sem.	41 800	5 002	0	5,26	5,27	5,47
12 sept. 1994	BTF	13 sem.	49 670	16 261	1 253	5,44	5,47	5,65
12 sept. 1994	BTF	26 sem.	19 650	3 371	369	5,78	5,78	5,95
15 sept. 1994	BTAN 6,5 %	2 ans	30 004	9 824	154	98,98	98,95	7,08
15 sept. 1994	BTAN 7,0 %	5 ans	19 328	9 478	278	97,27	97,20	7,68
19 sept. 1994	BTF	4 sem.	35 300	5 002	0	5,25	5,26	5,47
19 sept. 1994	BTF	13 sem.	52 328	15 006	0	5,42	5,44	5,63
19 sept. 1994	BTF	50 sem.	14 100	3 006	0	6,20	6,23	6,31
26 sept. 1994	BTF	13 sem.	56 058	15 006	158	5,41	5,43	5,61
26 sept. 1994	BTF	28 sem.	14 000	3 006	0	5,69	5,71	5,86

(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: Banque de France
 DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99

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

Mise à jour le 7 octobre 1994

Sur les BTF 13 semaines, les taux à l'émission enregistrent une faible décrue (– 0,05 point entre l'adjudication du 5 et celle du 26 septembre).

En ce qui concerne les BTAN émis le 15 septembre, on note, en revanche, une remontée de 0,18 point sur la tranche à 2 ans et de 0,29 point sur celle à 5 ans par rapport à la précédente adjudication tenue le 18 août.

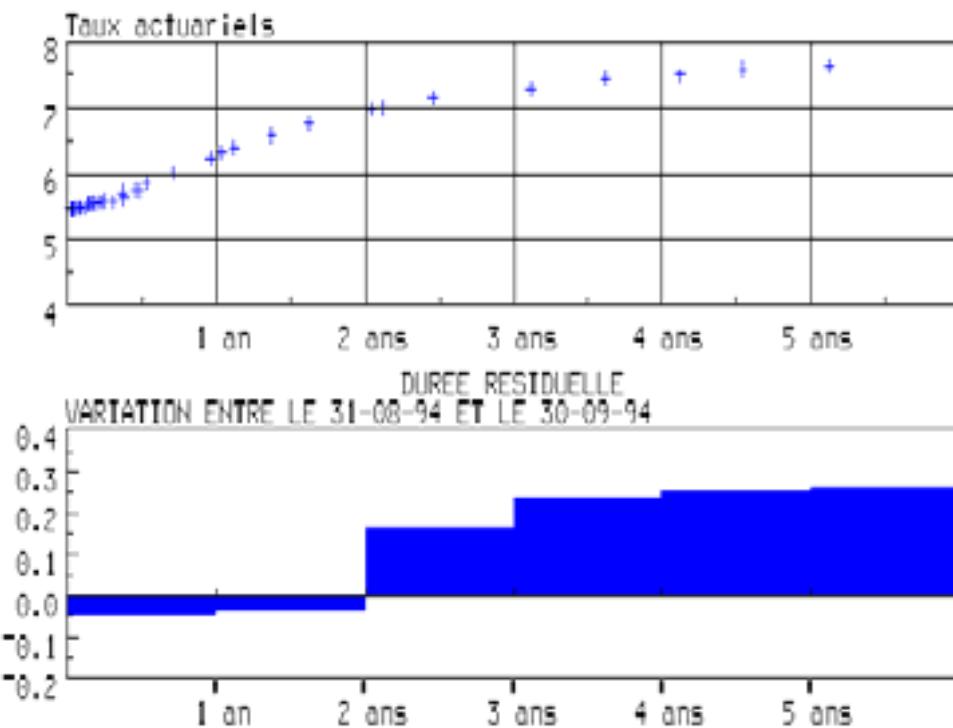
Marché secondaire

Le processus de repentification de l'ensemble de la courbe des taux des bons du Trésor s'est poursuivi au cours du mois de septembre. C'est ainsi que l'écart entre les échéances 6 mois et 5 ans s'est accru de 45 points de base, passant de 145 à 190 points de base.

Au sein du compartiment des BTF, les rendements se sont détendus du fait de l'attrait des placements courts dans un contexte de forte hausse des taux à long terme : ils cèdent 3 à 5 points de base sur les échéances courtes et près de 10 points de base sur celle avoisinant un an. Cette évolution, à laquelle semblent avoir contribué les non-résidents, s'est développée continûment tout au long du mois.

De leur côté, les taux des BTAN se sont dégradés sensiblement : de 15 à 25 points de base pour les BTAN 2 ans et 5 ans respectivement. La baisse sensible des marchés obligataires et les incertitudes concernant l'orientation des politiques monétaires se sont aussi répercutées sur le compartiment à moyen terme. De plus, à l'approche de l'échéance fiscale du 30 septembre, les intervenants japonais ont procédé à des ventes importantes de titres européens, notamment français, sur les échéances intermédiaires.

BONS DU TRÉSOR
taux de référence Banque de France au 30 septembre 1994

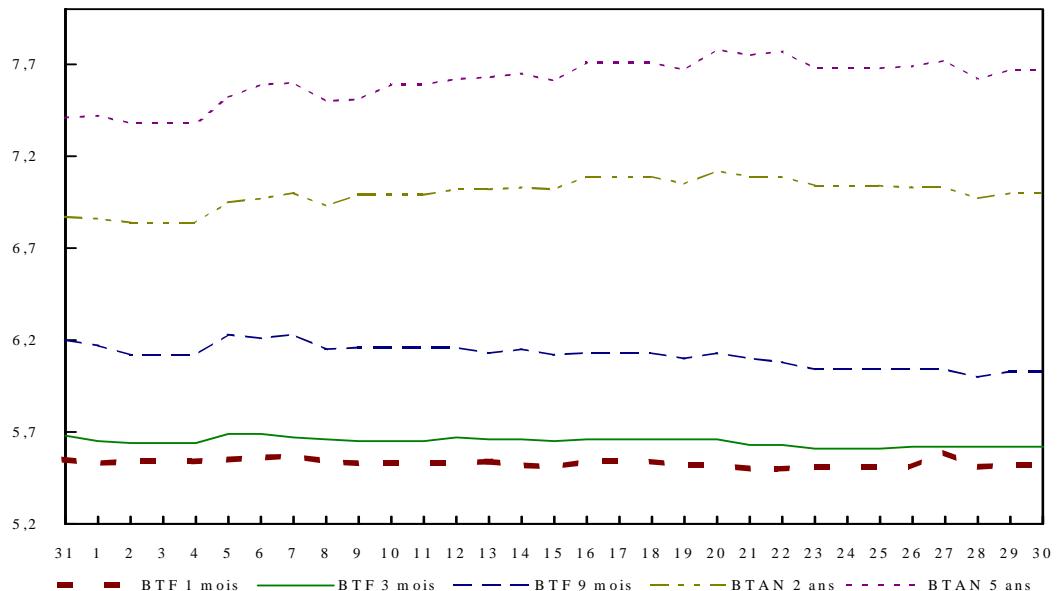


Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 17 octobre 1994

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
du 31 août 1994 au 30 septembre 1994



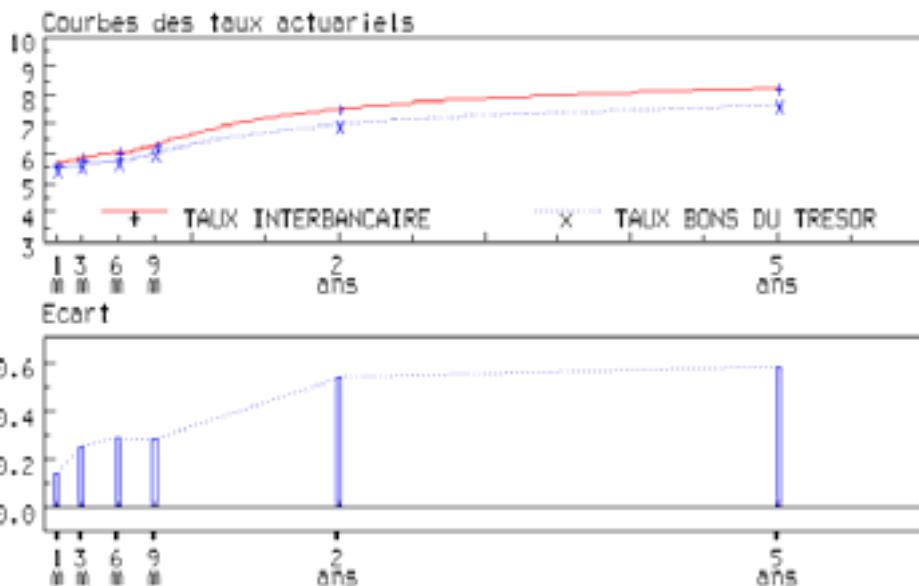
Source et réalisation : Banque de France
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 7 octobre 1994

L'écart entre le marché secondaire des bons du Trésor et le marché interbancaire est resté stable sur les échéances supérieures à 2 ans. En deçà, l'écart se creuse légèrement sur les échéances à 3 mois ou plus, passant de 20-25 points de base à 30 points de base environ, ce qui reflète la demande relativement forte dont ont bénéficié les BTF.

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

au 30 septembre 1994



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

Mise à jour le 12 octobre 1994

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

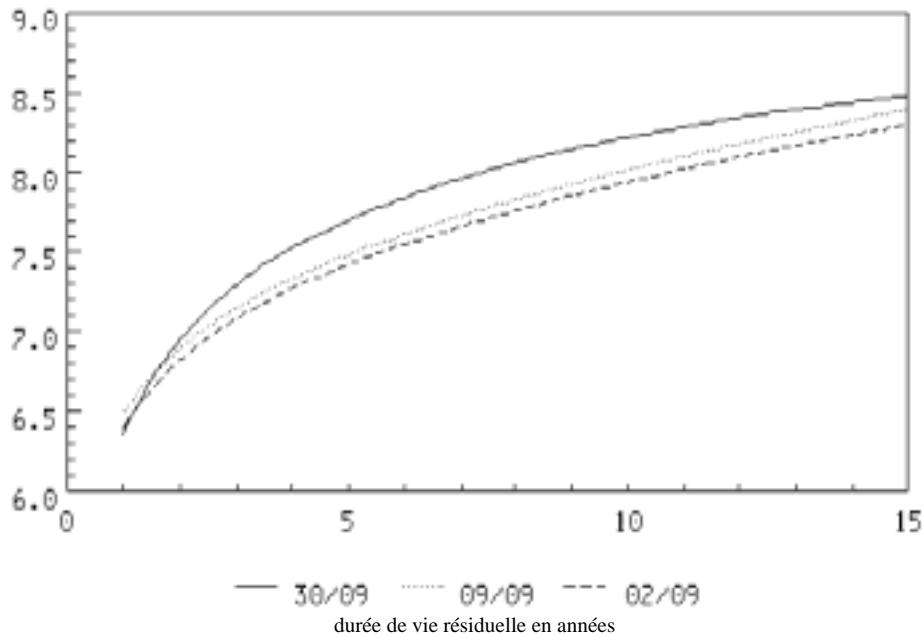
Le marché obligataire français a continué de se dégrader, à l'instar des principales places financières occidentales, notamment américaine et allemande.

La publication d'indicateurs montrant la persistance d'une croissance forte aux États-Unis et d'une reprise plus marquée en Europe, particulièrement en Allemagne, a pesé sur la tendance. En Europe, l'attention accrue portée par les investisseurs au poids des déficits publics et l'approche des élections générales en Allemagne ont contribué aux tensions enregistrées sur les taux à long terme.

Le déplacement de l'ensemble de la courbe des taux vers le haut s'est poursuivi de 5 à 30 points de base selon les échéances.

COURBE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT septembre 1994

Taux actuariels



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

Mise à jour le 12 octobre 1994

Le rendement de l'emprunt phare français à 10 ans s'est tendu de 24 points de base. L'écart OAT-Bund a diminué de 8 points de base, passant de 62 à 54 points de base, ce qui est dû à la tenue relativement médiocre du marché allemand, affecté plus nettement par des craintes inflationnistes ainsi que par les incertitudes sur le maintien de l'actuelle coalition au pouvoir.

Sur le Matif, le repli du notionnel atteint 164 points de base sur l'échéance la plus liquide (décembre 1994).

Dès le début du mois de septembre, la publication des chiffres du chômage aux États-Unis le 2 et en Allemagne le 6, en diminution dans les deux cas, ont contribué à la forte baisse du marché obligataire.

Après une brève reprise du marché en début de deuxième semaine, la publication de l'indice des prix de gros aux États-Unis, le 9, a conduit une nouvelle correction du notionnel.

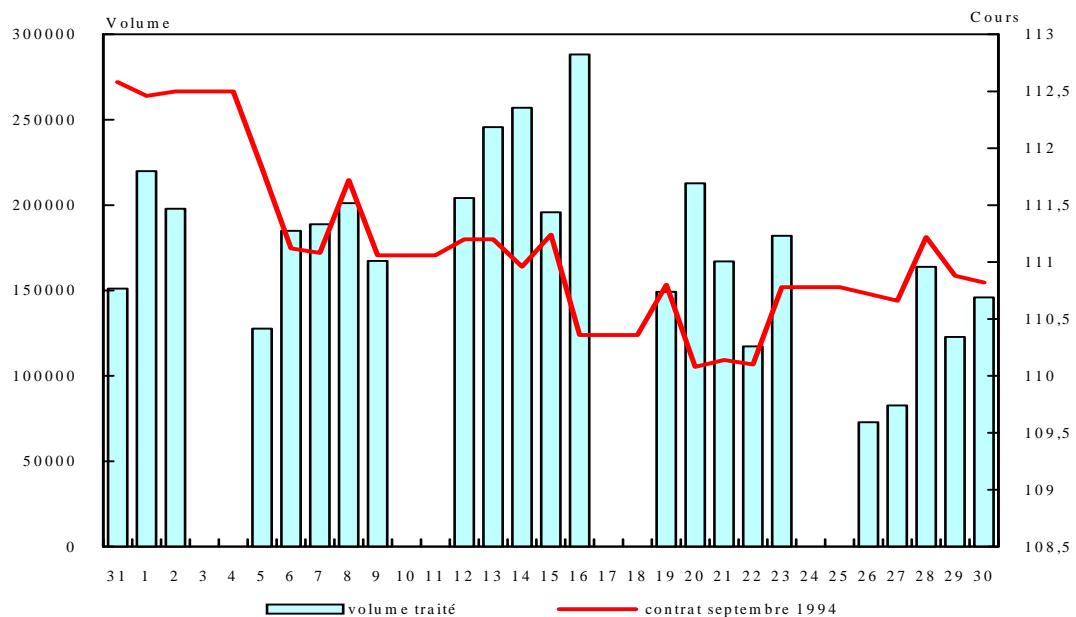
Le relèvement du taux minimum de refinancement au Royaume-Uni, de 5,25 % à 5,75 % le 12, a entretenu le sentiment pessimiste du marché sans avoir toutefois d'impact direct sur le compartiment obligataire.

En revanche, la troisième semaine de septembre a été marquée par une nouvelle dégradation, dans un contexte actif et nerveux, à la suite de la publication, le 16, des chiffres de la production industrielle et des capacités de production aux États-Unis, indiquant la poursuite d'une croissance vigoureuse.

Le marché s'est repris au cours de la dernière décade du mois, dans un volume plus étroit, la tendance étant soutenue par les propos de certains dirigeants de la Banque fédérale d'Allemagne, jugeant les craintes inflationnistes exagérées, et par la publication, le 21, des chiffres d'évolution de la masse monétaire allemande M3, dont la croissance s'est révélée moins forte que prévu par le marché.

Ce mouvement s'est interrompu le 29 après la révision à la hausse de l'estimation de la croissance du produit intérieur brut américain du deuxième trimestre.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 31 août 1994 au 30 septembre 1994**

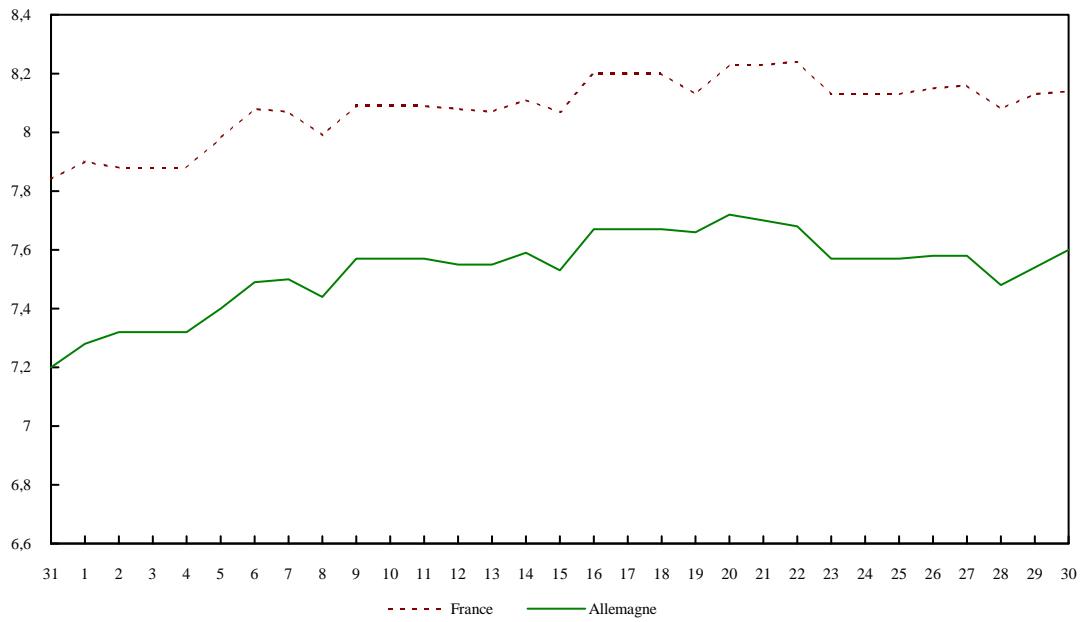


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 7 octobre 1994

Cette orientation défavorable du marché français s'est opérée dans un contexte peu actif. En termes de volume, le notionnel progresse de 20,6 % par rapport au mois précédent, qui avait été toutefois très peu actif, mais diminue de plus de 6 % par rapport à septembre 1993. La position ouverte continue à se contracter, perdant 10,7 % par rapport au mois précédent et 43,3 % par rapport à l'année dernière ; cette évolution traduit une prudence accrue des intervenants, le manque de visibilité sur l'évolution des taux et l'absence d'investisseurs finaux.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 août 1994 au 30 septembre 1994



ux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'Etat considérée comme la plus représentative

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

Mise à jour le 7 octobre 1994

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

Durant les premiers jours du mois d'octobre, le marché des titres d'État a été défavorablement influencé par les tendances observées sur ses homologues américain et allemand après la publication de statistiques confirmant la vigueur de la reprise dans ces deux pays et ravivant par là-même les craintes inflationnistes (hausse des commandes à l'industrie aux États-Unis de 4,4 % en août, contre 3,5 % attendu, et taux de chômage en Allemagne occidentale de 7,9 % pour septembre, contre 8 % attendu). Le 5 octobre 1994, le taux de l'emprunt phare français à 10 ans a atteint son plus haut niveau de l'année à 8,32 %. Au cours des jours suivants, une amélioration limitée s'est dessinée, après la publication de statistiques sur l'emploi américain, moins favorables que prévu.

5.2. Les émissions

Les encours des différentes catégories de titres de créances négociables ont enregistré des évolutions divergentes au cours du mois de septembre : progression des billets de trésorerie, tassement des bons à moyen terme négociables et recul des certificats de dépôt et des bons des institutions et des sociétés financières.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité a enregistré quelques signes de reprise, notamment sur le marché intérieur.

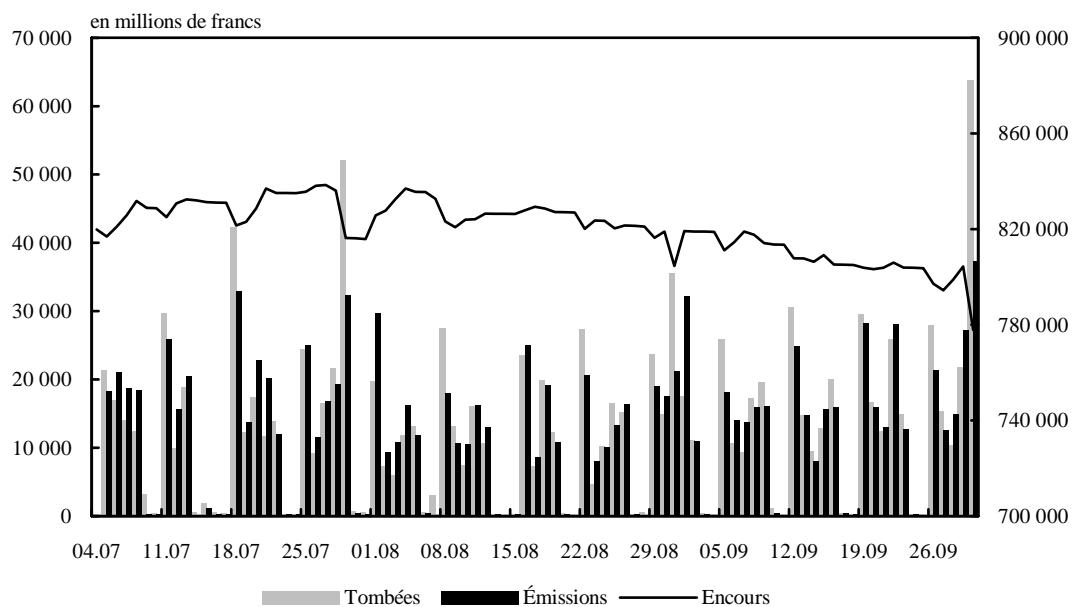
5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 777,9 milliards de francs le 30 septembre, contre 804,5 milliards le 31 août et 815,8 milliards le 31 juillet.

Les émissions réalisées entre le 1^{er} et le 30 septembre ont atteint 413,6 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 337,7 milliards en août et 400,1 milliards en juillet.

Quinze émetteurs ont enregistré une diminution d'encours supérieure à un milliard de francs entre fin août et le 30 septembre. Les baisses les plus importantes ont été les suivantes : Banque régionale d'escompte et de dépôts (-4,6 milliards de francs), Banque Paribas (-4 milliards), Crédit lyonnais (-3,4 milliards), Société générale (-3,2 milliards), Banque nationale de Paris (-3,1 milliards), Mitsubishi Bank Limited (-3,1 milliards) et Industrial Bank of Japan Limited (-1 milliard). À l'inverse, huit établissements sont concernés par des hausses d'encours supérieures à un milliard de francs, les plus notables étant celles de la Caisse des dépôts et consignations (+4,1 milliards) et de la Bank of Tokyo Limited (+2 milliards).

CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES

Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 10 octobre 1994

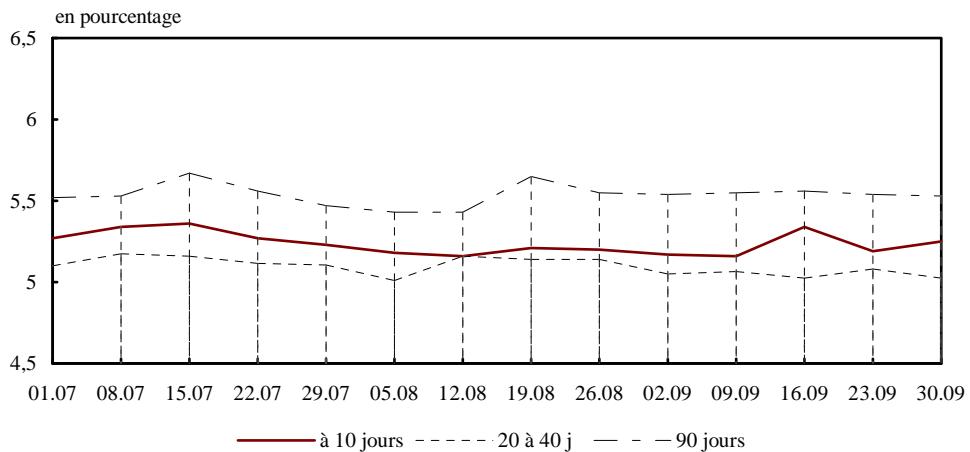
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 404 le 30 septembre 1994.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	5 au 9 septembre	12 au 16 septembre	19 au 23 septembre	26 au 30 septembre
Certificats à 10 jours (moyenne)	5,16	5,34	5,19	5,25
Certificats à 30 jours (moyenne)	5,28	5,26	5,26	5,27
Certificats à 90 jours (moyenne)	5,55	5,56	5,54	5,53
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	4,70	4,70	4,76	4,70
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	5,40	5,35	5,40	5,35

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



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

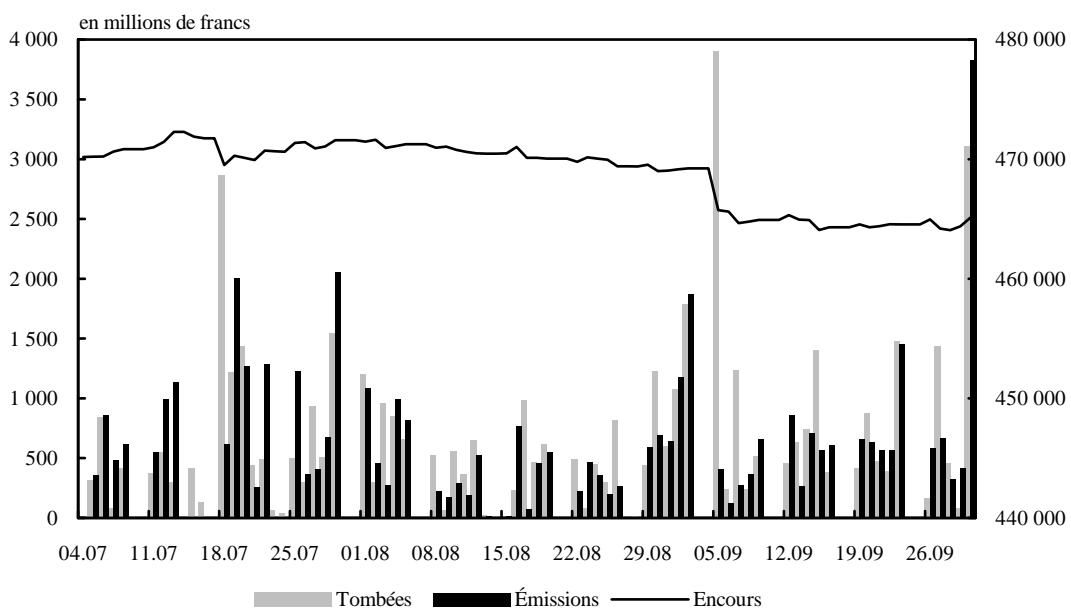
Mise à jour le 10 octobre 1994

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 465,1 milliards de francs le 30 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 469 milliards le 31 août et 471,6 milliards le 31 juillet.

Les émissions se sont élevées à 17,5 milliards de francs entre le 1^{er} et le 30 septembre, contre 10,3 milliards en août et 16,9 milliards en juillet.

Enfin, 167 émetteurs avaient un encours en gestion au 30 septembre, comme à fin août et fin juillet.

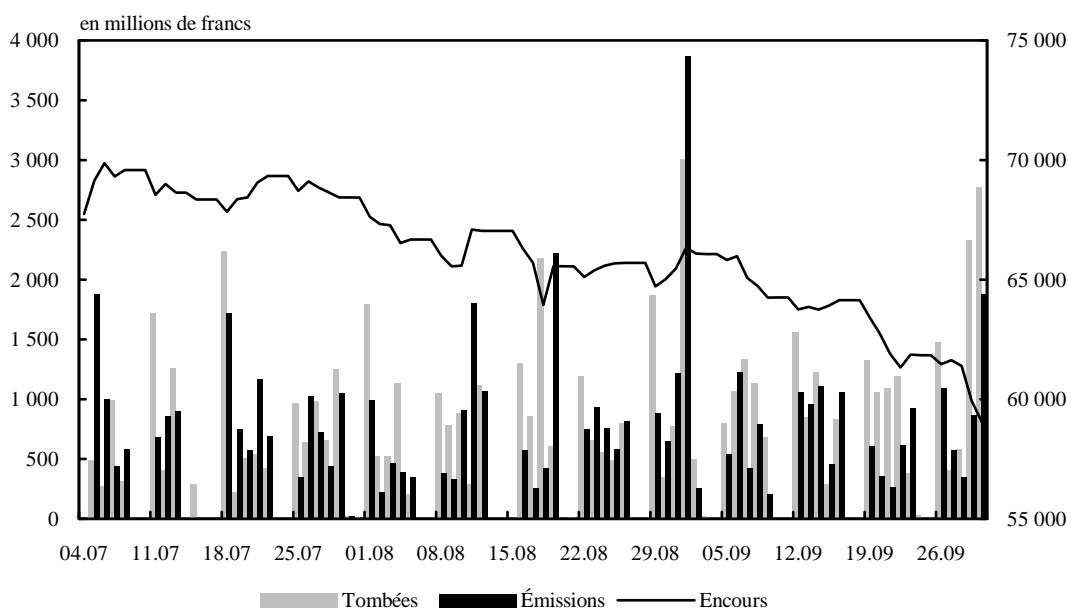
BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES

Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 10 octobre 1994

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons est passé à 59 milliards de francs le 30 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 65,5 milliards le 31 août et 68,4 milliards le 31 juillet.

BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

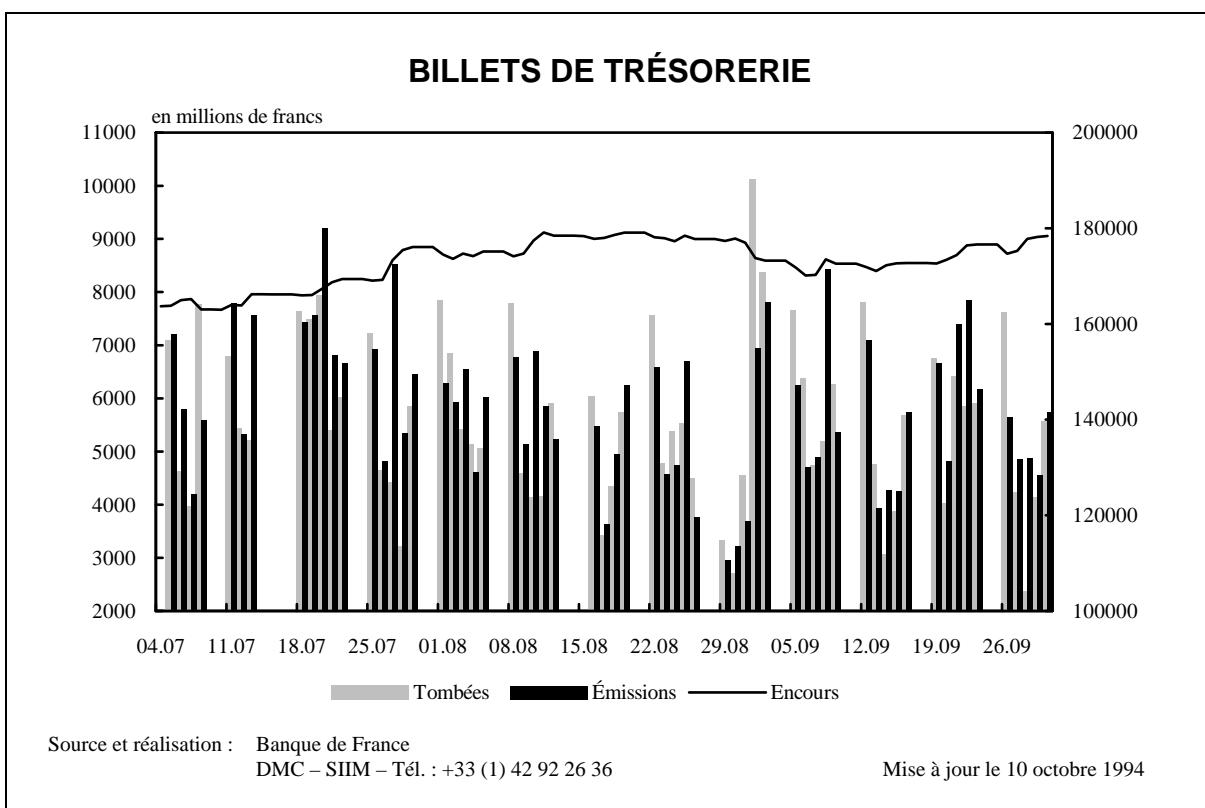
Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 10 octobre 1994

Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 178,4 milliards de francs le 30 septembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 177,0 milliards le 31 août et 176,1 milliards le 31 juillet.

Le montant des émissions intervenues entre le 1^{er} et le 30 septembre a atteint 128,1 milliards de francs, contre 115,7 milliards en août et 128,2 milliards en juillet (respectivement 126,7 milliards de francs, contre 114,8 milliards et 120,0 milliards pour les tombées). Les hausses d'encours les plus élevées réalisées entre le 30 août et le 30 septembre ont concerné EDF (+ 3,4 milliards de francs), L'Oréal (+ 2,0 milliards), Sanofi (+ 1,6 milliard), Sofira (+ 1,5 milliard) et PSA Trésorerie GIE (+ 1,1 milliard) ; pendant la même période, les baisses les plus fortes ont été les suivantes : Nestlé Finance France (- 2,0 milliards de francs), Danone Finance (- 1,2 milliard), la SNCF (- 1,1 milliard) et Carrefour (- 1,1 milliard).

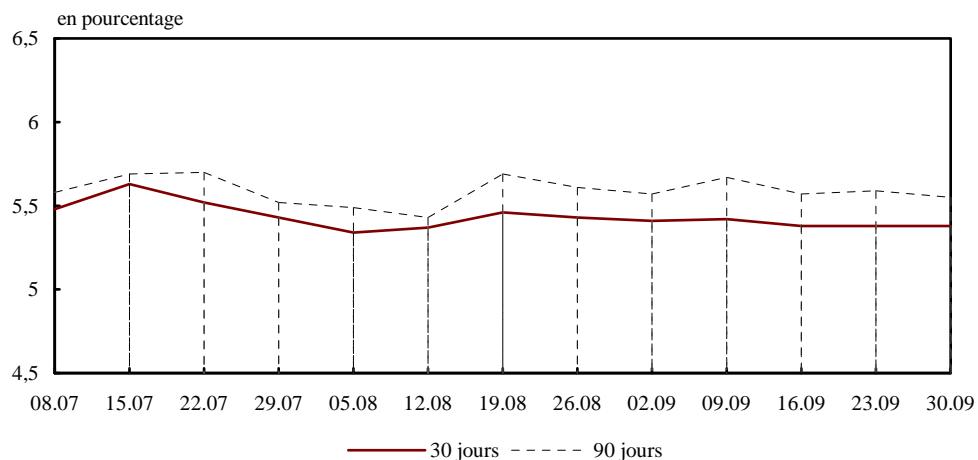


Le 30 septembre, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 106 ; 42 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 47,8 % de l'encours global.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		5 au 9 septembre	12 au 16 septembre	19 au 23 septembre	26 au 30 septembre
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,31	5,31	5,27	5,30
	Plus haut	5,50	5,53	5,54	5,44
Trop à un mois	Plus bas	5,44	5,44	5,44	5,44
	Plus haut	5,50	5,63	5,44	5,44

**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 10 octobre 1994

Évolution de la réglementation

Le décret n° 98-848 du 27 septembre 1994 supprime l'obligation de notation pour les BMTN et ramène la durée maximum des CD et des BISF à un an (au lieu de deux ans).

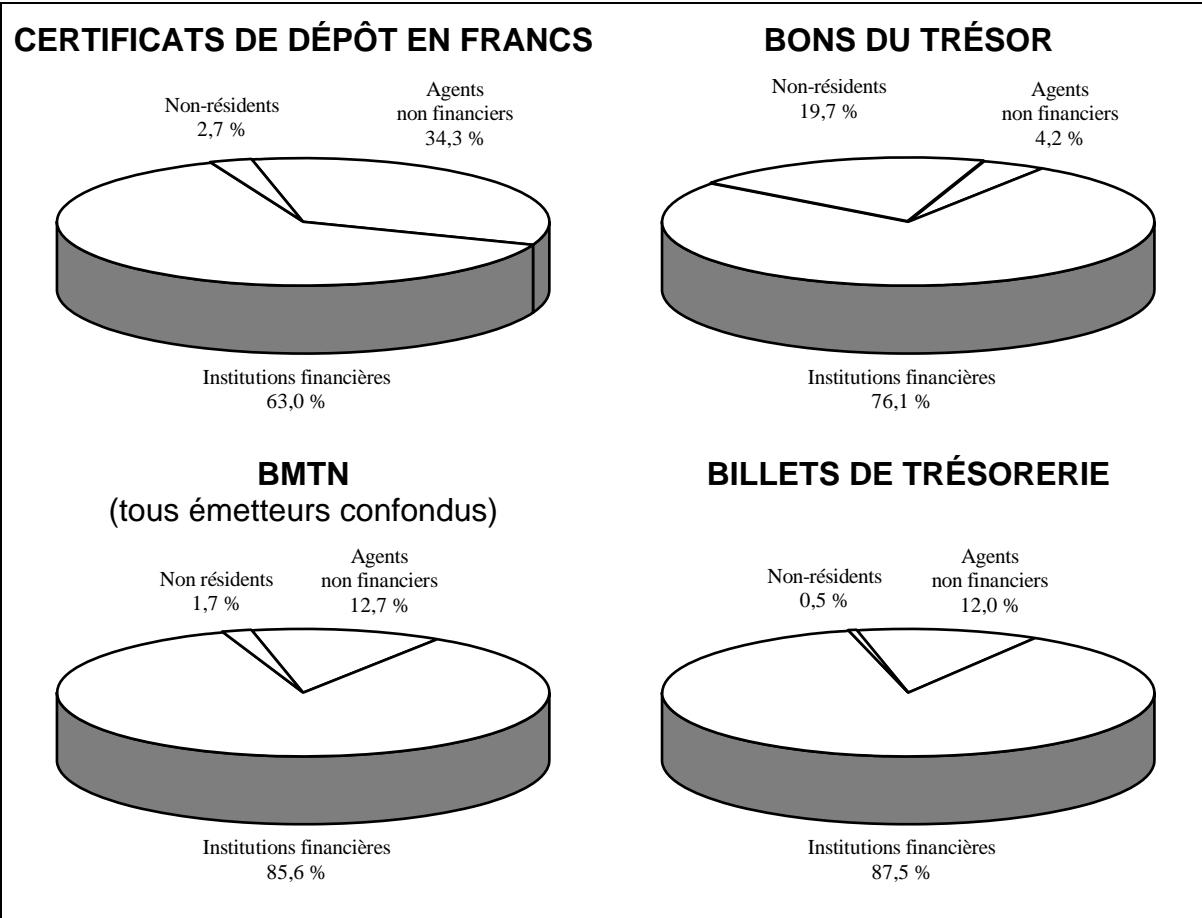
Répartition par catégorie de détenteurs

(statistiques à fin août 1994)

L'encours global des titres de créances négociables en francs a représenté 2 473,8 milliards de francs en août, après 2 444,1 milliards en juillet, principalement en raison de l'accroissement de l'encours des bons du Trésor.

La part de détention des non-résidents a de nouveau décrue (9,0 %, après 9,2 % le mois précédent), notamment en ce qui concerne les bons du Trésor (19,7 % à fin août, après 21,3 % à fin juillet).

La part de détention des agents non financiers résidents a progressé pour les certificats de dépôt et les bons du Trésor (respectivement de 1,8 point et de 0,3 point). Celle des institutions financières a également progressé sur les bons du Trésor (+ 1,3 point), mais s'est contractée sur les certificats de dépôt (- 1,8 point).



5.2.2. Le marché primaire obligataire en septembre

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 et la hausse des taux d'intérêt à long terme a sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées, tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières.

Après avoir été particulièrement calme en août, l'activité a donné quelques signes de reprise au cours du mois sous revue. Toutefois, l'absence des investisseurs non résidents sur le compartiment de l'eurofranc a conduit les émetteurs à solliciter davantage le marché intérieur (et notamment la clientèle des particuliers attirée par les conditions de rémunération attachées aux nouveaux emprunts) ou à saisir des opportunités d'emprunts en eurodevises.

Les émissions brutes réglées en septembre ont atteint environ 31 milliards de francs, contre 24 milliards en août et 36 milliards en juillet, alors qu'en 1993 la moyenne mensuelle des émissions (hors grand emprunt d'État) s'établissait à 52 milliards. Près de 78 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs sur le marché intérieur, et 7 % l'ont été en écus, le solde ayant été uniquement constitué 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			
Sept. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993		Sept. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993
MARCHÉ INTÉRIEUR								
21,4	188,5	306,3	360,2	État	- 15,2	124,2	262,8	304,0
0,6	43,9	87,5	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 1,9	- 24,2	14,8	12,5
3,7	39,5	33,8	48,2	Sociétés non financières	1,2	9,1	8,0	12,3
-	23,8	3,2	4,1	Autres émetteurs résidents	- 0,2	21,0	- 0,9	- 0,5
25,7	295,8	430,7	526,6	Ensemble des résidents	- 16,1	130,1	284,7	328,3
-	5,0	-	-	Non-résidents	-	3,7	- 1,4	- 1,5
25,7	300,8	430,7	526,6	TOTAL	- 16,1	133,8	283,3	326,8
2,0	6,9	8,1	16,4	dont émissions en écus (b)	2,0	4,8	8,1	16,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
1,8	42,3	52,4	79,9	Établissements de crédit et assimilés	1,0	29,4	38,9	65,5
-	13,0	39,7	43,7	Sociétés non financières	-	10,5	38,9	42,9
-	0,8	2,0	4,9	Autres émetteurs résidents	-	0,5	2,0	4,9
1,8	56,1	94,1	128,5	Ensemble des résidents	1,0	40,4	79,8	113,3
3,0	55,8	52,0	79,4	Non-résidents	2,0	46,4	46,3	72,0
4,8	112,0	146,1	207,9	TOTAL	3,0	86,8	126,1	185,2
-	5,0	-	-	dont émissions en écus	-	- 2,5	- 1,5	- 2,5
-	4,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	1,4	- 1,5	- 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 6 octobre 1994

La **collecte des résidents** ressort à 27,5 milliards de francs (23,8 milliards en août), soit près de 90 % des émissions réglées en septembre.

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 21,4 milliards de francs (23,5 milliards en valeur nominale), après 19 milliards en août. L'essentiel des fonds ont été levés en francs sur une ligne, l' « OAT 6,75 % octobre 2004 » créée en juin dernier. Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 18,3 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (18 à 20 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 2,8 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement s'est tendu pour s'établir à 7,92 %, en hausse de 69 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent. Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 14 septembre et portant sur la ligne « OAT 6 % avril 2004 » créée en octobre 1993. Le montant nominal émis s'est élevé à 370 millions d'écus, soit 2,4 milliards de francs. Le taux de rendement est ressorti à 8,63 %, contre 7,85 % en juillet 1994.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) ventilation par devise

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Sept. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993		Sept. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993
ÉMISSIONS en FRANCS								
19,4	181,6	298,1	343,8	État	- 17,2	119,4	254,6	287,6
2,4	81,9	139,8	194,0	Établissements de crédit et assimilés	- 0,9	3,5	55,2	80,4
3,7	52,5	73,5	91,9	Sociétés non financières	1,2	19,6	46,9	55,2
-	24,6	5,2	9,0	Autres émetteurs résidents	- 0,2	21,8	1,2	4,4
25,5	340,6	516,7	638,8	Ensemble des résidents	- 17,1	164,3	357,9	427,6
3,0	60,2	52,0	79,4	Non-résidents	2,0	53,9	44,9	70,5
28,5	400,8	568,6	718,1	TOTAL	- 15,1	218,2	402,8	498,1
23,7	293,8	422,6	510,2	dont émissions intérieures	- 18,1	128,9	275,2	310,4
23,7	288,8	422,6	510,2	dont émissions intérieures des résidents	- 18,1	125,3	276,6	311,9
ÉMISSIONS en ÉCUS								
2,0	6,9	8,1	16,4	État	2,0	4,8	8,1	16,4
-	4,3	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	1,7	- 1,5	- 2,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	- 0,3	-	-
2,0	11,3	8,1	16,4	Ensemble des résidents	2,0	6,2	6,6	13,9
-	0,7	-	-	Non-résidents	-	- 3,8	-	-
2,0	11,9	8,1	16,4	TOTAL	2,0	2,4	6,6	13,9
2,0	6,9	8,1	16,4	dont émissions intérieures	2,0	4,8	8,1	16,4
2,0	6,9	8,1	16,4	dont émissions intérieures des résidents	2,0	4,8	8,1	16,4

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur les marchés intérieur et international. Émissions cotées à la Bourse de Paris ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 6 octobre 1994

Hors État, la collecte des résidents a atteint 6,1 milliards de francs (4,8 milliards en août), 30 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les **établissements de crédit** ont recueilli 40 % de ce montant, soit 2,4 milliards de francs après 3,6 milliards en août. Les fonds proviennent essentiellement d'emprunts émis sur le compartiment international.

Les **sociétés non financières** ont levé 3,7 milliards de francs en septembre (1 milliard en août), exclusivement sur le marché intérieur.

La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, est passée d'un mois sur l'autre de 0,2 à 3 milliards de francs.

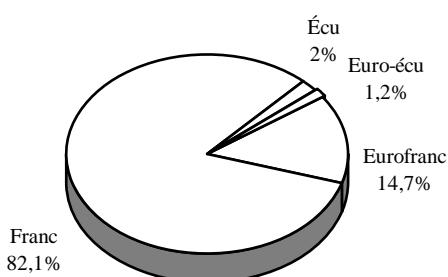
Au terme des neuf premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 352 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à la période correspondante de 1993 (525 milliards) qui avait enregistré l'effet du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) réglé en juillet.

Globalement, les résidents ont sensiblement réduit en proportion leur appel au compartiment international (16 % environ du montant de leurs emprunts en 1994, contre 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). En revanche, les résidents ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 3,2 % du total des émissions sur ces marchés à fin septembre 1994, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Près des deux tiers (66 %) 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.

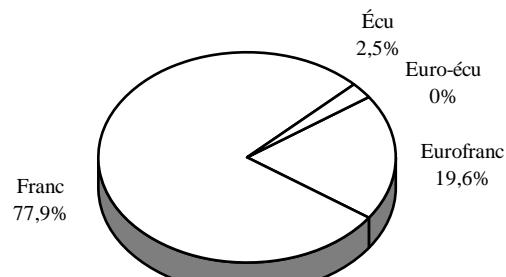
Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec 78 % des émissions brutes), la part de l'État représente, à fin septembre 1994, 53,6 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % pour l'ensemble de l'année 1993.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

9 MOIS 1994

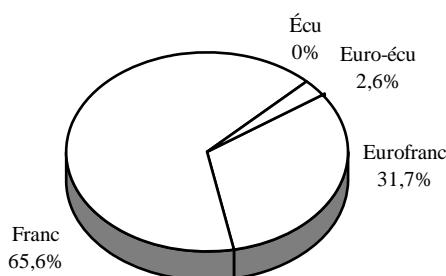


ANNÉE 1993

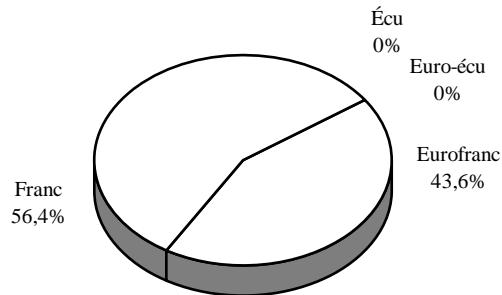


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)

9 MOIS 1994

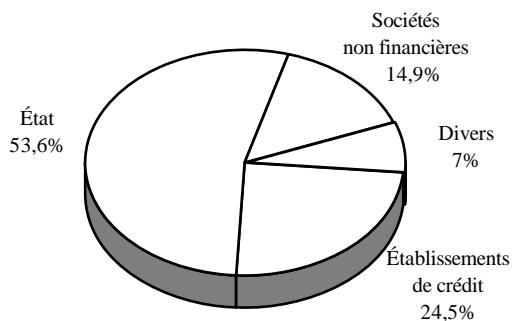


ANNÉE 1993

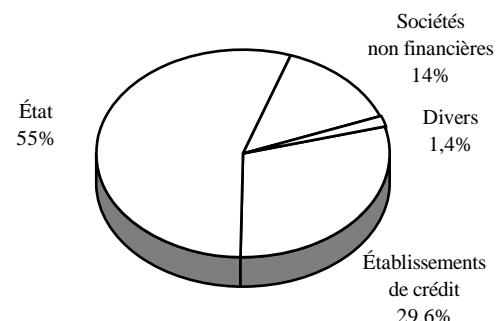


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

9 MOIS 1994



ANNÉE 1993



Réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 3 octobre 1994

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

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

La Direction du Trésor a autorisé, à compter du 26 septembre 1994, **le démembrement¹ et le remembrement** (sans contingentement ni limitation aucune) des « OAT 6,75 % octobre 2004 » émises depuis le mois de juin 1994, afin de rendre fongibles les certificats d'intérêt avec ceux de même date, issus du démembrement d'autres OAT, leur montant nominal a été fixé à 5 francs.

¹ 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.

En milieu de mois, le ministre de l'Économie a rendu publiques les modalités pratiques qui vont régir le placement, dans les réseaux bancaires, d'OAT destinées aux particuliers. Une convention passée entre l'État et les spécialistes en valeurs du Trésor¹ (SVT) fixe le montant annuel que ces derniers s'engagent à prendre ferme. Mensuellement, chaque SVT se verra allouer un quota fixe (à hauteur de sa part dans le total des engagements réservé à chaque tranche d'OAT) sur la base du prix moyen des adjudications, qui continueront d'être organisées selon les mêmes procédures qu'actuellement. La clientèle sera servie au pied du coupon (c'est-à-dire sans règlement des coupons courus), sur la base du prix moyen d'adjudication majoré d'une commission de 2 %. Une centralisation des ordres de souscription sera assurée à tour de rôle par les grands établissements à réseaux, la Banque nationale de Paris se chargeant la première de cette fonction. L'objectif de cette formule est de remédier à la quasi-disparition des placements directs des ménages en titres d'État à long terme. Les volumes proposés chaque mois, à compter du 6 octobre, avoisineront 1,5 milliard de francs.

5.2.3. Le marché primaire des actions en août

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Juillet 1994	Août 1994	8 mois 1994	8 mois 1993	Année 1993
TOTAL ÉMIS (a).....	31,37	25,66	191,45	150,18	240,41
DONT :					
– émissions de titres cotés (b)	8,11	10,23	60,19	24,41	66,36
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	10,39	10,33	63,35	24,15	67,01

(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

Mise à jour le 7 octobre 1994

Les émissions d'actions ont fléchi d'un mois sur l'autre, revenant de 31 milliards de francs en juillet à 26 milliards de francs en août.

Au terme des huit premiers mois de 1994, leur montant (191 milliards de francs) ressort en hausse de 41 milliards d'une année sur l'autre. Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, très fortement progressé d'une période à l'autre, pour atteindre plus de 60 milliards de francs à fin août 1994, contre 24 milliards un an auparavant.

¹ Les SVT n'ont pas toutefois l'exclusivité du placement de ces OAT. Les réseaux bancaires n'ayant pas ce statut peuvent en effet signer directement une convention de placement avec l'État s'ils s'engagent à placer 750 millions de francs d'OAT par an.

5.3. Le marché secondaire des actions

La hausse des taux obligataires a entraîné une forte dégradation de la tendance à la Bourse de Paris au cours du mois de septembre. L'indice CAC 40 est revenu en fin de période à un niveau proche de son plus bas de l'année.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

À l'instar de ce qui a été observé sur la plupart des autres places, l'indice CAC 40 a conservé une tendance baissière pendant l'ensemble du mois dans une atmosphère de pessimisme croissant chez les opérateurs.

Outre l'effet négatif de la remontée des taux longs qui rend moins attractifs les placements en actions, le marché a souffert de l'éclatement de plusieurs affaires où sont mêlées certaines grandes sociétés cotées. Ce sont surtout les investisseurs non résidents qui ont procédé à des dégagements qui paraissent s'être inscrits dans le mouvement général, observé depuis le début de l'année, de rapatriement des capitaux internationaux vers leur place d'origine.

Au total, la liquidation mensuelle de septembre (le 23) a été négative de 3,96 %, et la baisse du CAC 40 sur l'ensemble du mois atteint 9,10 %. Les valeurs financières ont été particulièrement affectées par la détérioration de la tendance, mais certaines sociétés industrielles, qui ont publié des résultats jugés décevants, ont également connu de très importants replis du cours de leurs titres.

L'activité a légèrement progressé par rapport au mois précédent avec 3,9 milliards de francs de capitaux échangés en moyenne quotidiennement, contre 3,3 milliards en août.

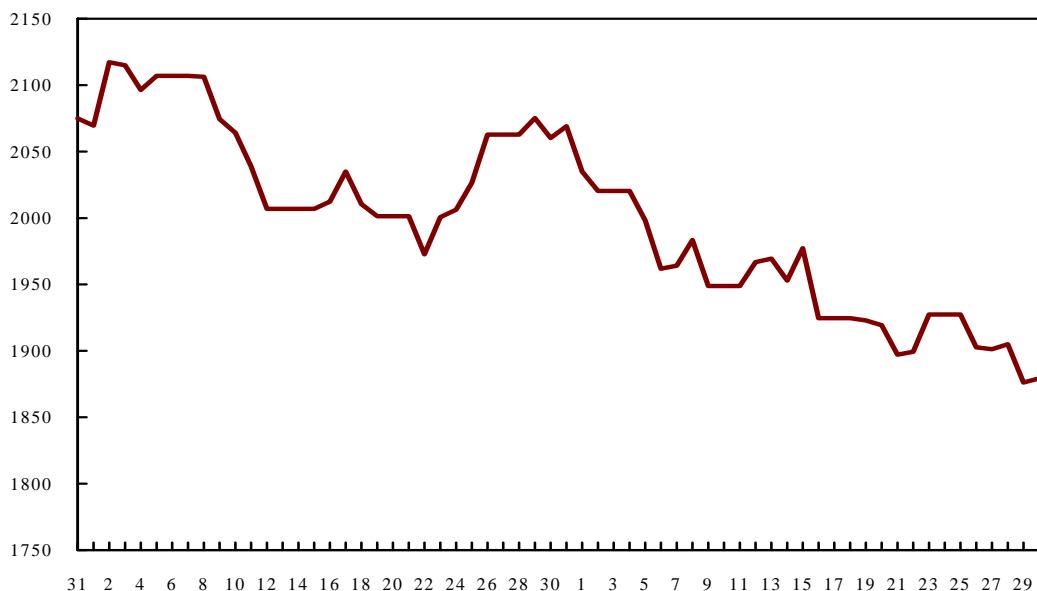
Les autres grandes places européennes, ainsi que Tokyo, ont connu également des replis importants de leur indice. En revanche, la baisse a été d'une ampleur relativement modérée à New York, les perspectives d'amélioration des résultats des sociétés contribuant à soutenir la tendance. Paris continue d'afficher la plus mauvaise performance depuis le début de l'année avec un repli de 17 % de l'indice CAC 40.

INDICES BOURSIERS				
	31 août 1994	30 septembre 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
New York (Dow Jones)	3 913,42	3 843,19	-1,70	2,37
Londres (FT 100)	3 251,30	3 026,30	-6,90	-11,47
Tokyo (Nikkei)	20 628,53	19 563,81	-5,10	12,32
Paris (CAC 40)	2 069,08	1 879,25	-9,10	-17,15
Francfort (Dax)	2 212,85	2 011,75	-9,00	-11,25

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

Mise à jour le 7 octobre 1994

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 juillet 1994 au 30 septembre 1994



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

Mise à jour le 7 octobre 1994

5.3.2. La tendance au début du mois de septembre (arrêtée au 10)

Dans le sillage du marché obligataire, l'indice CAC 40 a poursuivi son repli pour toucher un plus bas de l'année à 1 833,7 le 5 octobre. Au cours des séances suivantes, une reprise s'est amorcée, essentiellement sous l'effet de facteurs techniques, permettant à l'indice CAC 40 de revenir à 1 898,32 le 10 octobre au soir.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

La forte progression des agrégats de monnaie en juillet a été suivie d'un repli partiel en août, mais sans que cela annule l'avance enregistrée au cours du mois précédent. Ainsi, M1 a diminué de 1,6 %, mais s'accroît sur le bimestre de 1,1 %, M2 de 0,7 % (avec une progression sur le bimestre de 1,2 %) et M3 de 0,4 % (+ 1,2 % sur le bimestre).

C'est l'évolution des dépôts à vue, irrégulière d'un mois à l'autre (– 1,7 %, après + 3,1 % en juillet), qui explique pour l'essentiel la contraction observée en août. En effet, les comptes sur livrets qui constituent M2 – M1 ont pour leur part poursuivi leur progression (+ 0,5 % en août, après + 0,7 % en juillet) et les avoirs monétaires rémunérés à taux de marché qui forment M3 – M2 ont peu varié (– 0,1 %, après + 1,4 % en juillet).

Les variations sur un an confirment la tendance au redressement de l'évolution des agrégats depuis quelques mois. Celles des agrégats étroits sont nettement positives et s'établissent, entre moyennes trimestrielles centrées, à + 3,6 % pour M1 et + 4,5 % pour M2. Celle de M3 est marquée par une atténuation sensible du recul sur un an de cet agrégat, qui revient en un mois de – 3,3 % à – 2,4 %. En tenant compte des facteurs exceptionnels liés notamment aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation qui ont influé sur la répartition des placements depuis juillet 1993, l'évolution annuelle de M3 peut être estimée à – 0,3 %, après – 0,5 % à la fin du mois précédent.

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) reste très vive et ressort à fin août, entre moyennes trimestrielles centrées, à 16,8 % sur un an. Le développement des plans d'épargne-logement atteint 19,7 % sur un an, et sur la même période, la croissance des plans d'épargne populaire s'élève à 18,8 %.

À fin juin 1994, la progression de l'endettement intérieur total s'établit à 2,8 %, en glissement annuel, comme à fin mai. Le développement de l'endettement de l'État se ralentit (12,2 %, après 14,1 % à fin mai). En revanche, la contraction sur un an de l'encours des crédits à l'économie continue de s'atténuer (– 0,7 % pour les crédits distribués par l'ensemble des établissements, après – 1,4 % à fin mai).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin août 1994	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
		en cvs et en pourcentage	Juin 1994 (a) en pourcentage	Juillet 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 552,3	-1,6	2,8	3,6
– M2	2 804,4	-0,7	3,8	4,5
– M3	5 266,7	-0,4	-3,3	-2,4
– M4	5 325,9	-0,4	-3,3	-2,3
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 320,1		17,3	16,9
Statistiques à fin juin 1994			Variations sur 12 mois en glissement	
AGRÉGATS DE CRÉDIT			Mars 1994 en pourcentage	Mai 1994 en pourcentage
– Endettement intérieur total	9 683,3	3,3	2,8	2,8
– Ensemble des crédits à l'économie..	6 130,9	-1,2	-1,4 (b)	-0,7 (b)
– Crédits des banques à l'économie ...	3 473,4	-3,3	-3,3	-2,5

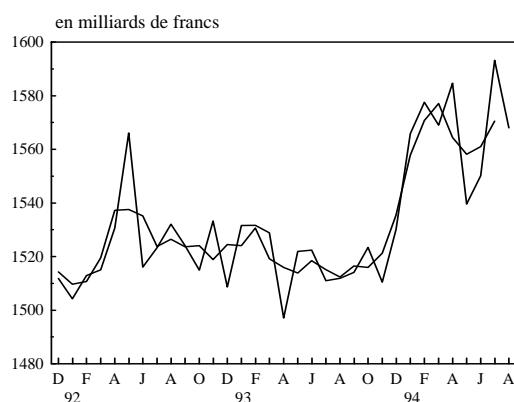
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés :
M1 : 3,5 % ; M2 : 4,2 % ; M3 : - 3,0 % ; M4 : - 3,0 % ; P1 : 17,1 %

(b) Données estimées

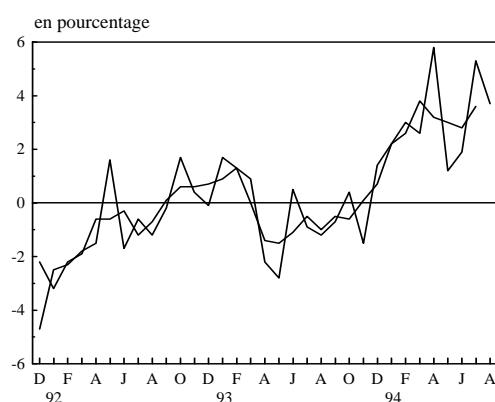
Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 3 octobre 1994

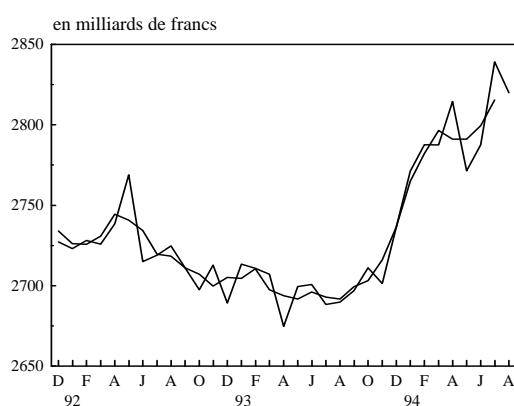
M1
Encours cvs



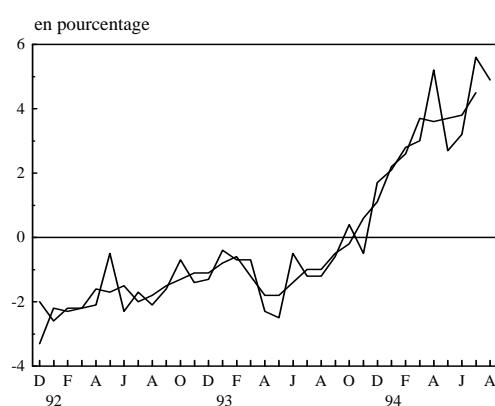
M1
Glissements sur 12 mois



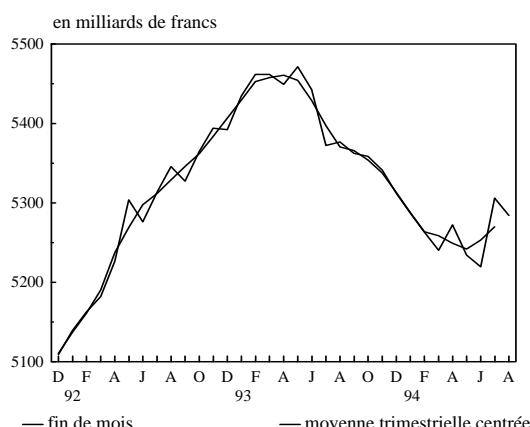
M2
Encours cvs



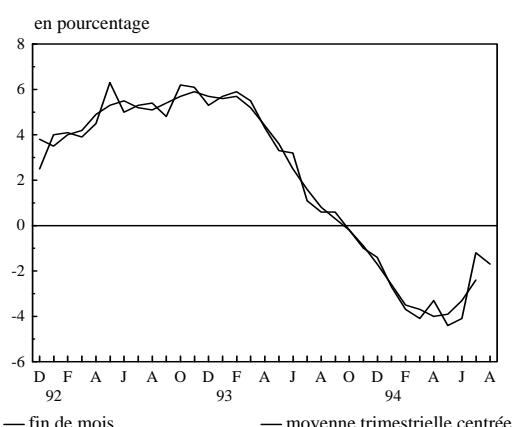
M2
Glissements sur 12 mois



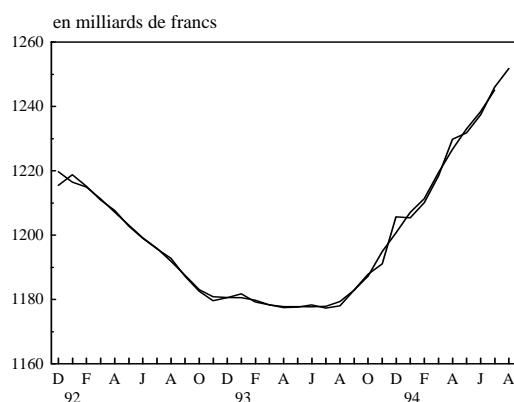
M3
Encours cvs



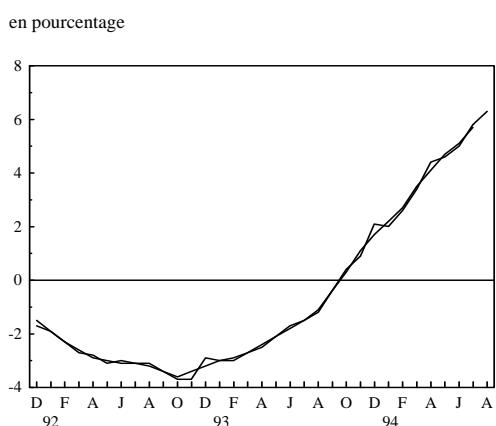
M3
Glissements sur 12 mois



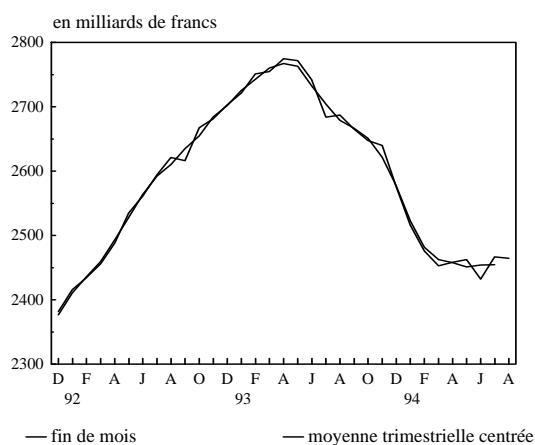
M2 – M1
Encours cvs



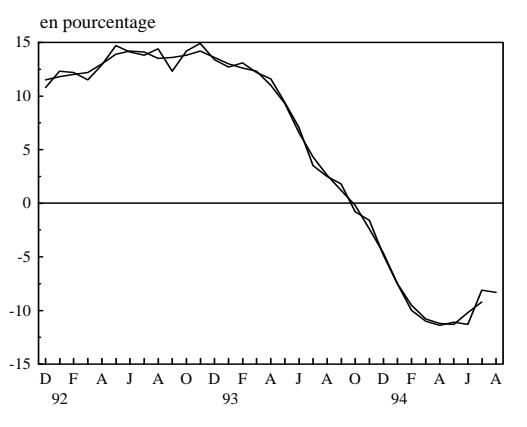
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



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

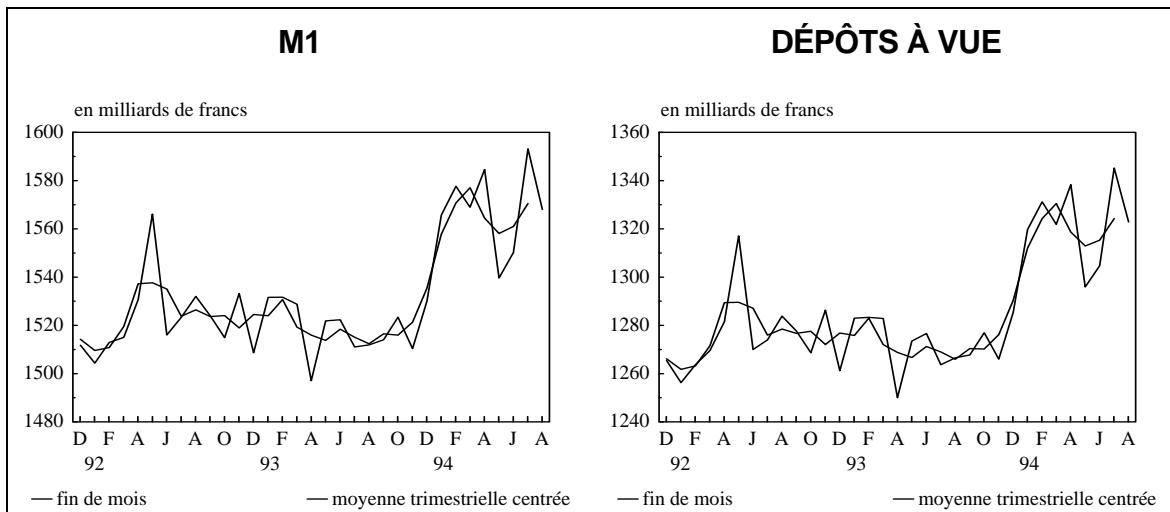
Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin août 1994)

M1

Après une très forte progression en juillet (+ 2,8 %), l'encours de l'agrégat M1, qui rassemble les moyens de paiement, a reculé de 1,6 % en août. En dépit de ce repli partiel, l'évolution sur douze mois fait apparaître une accélération de sa progression (3,6 %, après 2,8 % à fin juillet).

L'encours des dépôts à vue diminue de 1,7 % en août, après la très nette augmentation constatée en juillet (3,1 %). Sur douze mois, leur croissance se renforce (4,4 %, après 3,5 % à la fin du mois précédent).



La circulation des billets et monnaies recule de 1,1 % en août mais reste stable en glissement annuel.

M2 – M1

La croissance régulière des placements à vue à taux réglementés compris dans M2 – M1 se poursuit en août (+ 0,5 %, après + 0,7 % à fin juillet et + 0,5 % à fin juin). Sur un an, l'augmentation atteint 5,7 %, après 5,1 % à fin juillet.

L'ensemble des composantes de l'agrégat contribue à cette évolution entamée depuis août 1993.

Les livrets A et bleus ont gagné 0,3 % en août et 4,5 % en termes de glissement annuel.

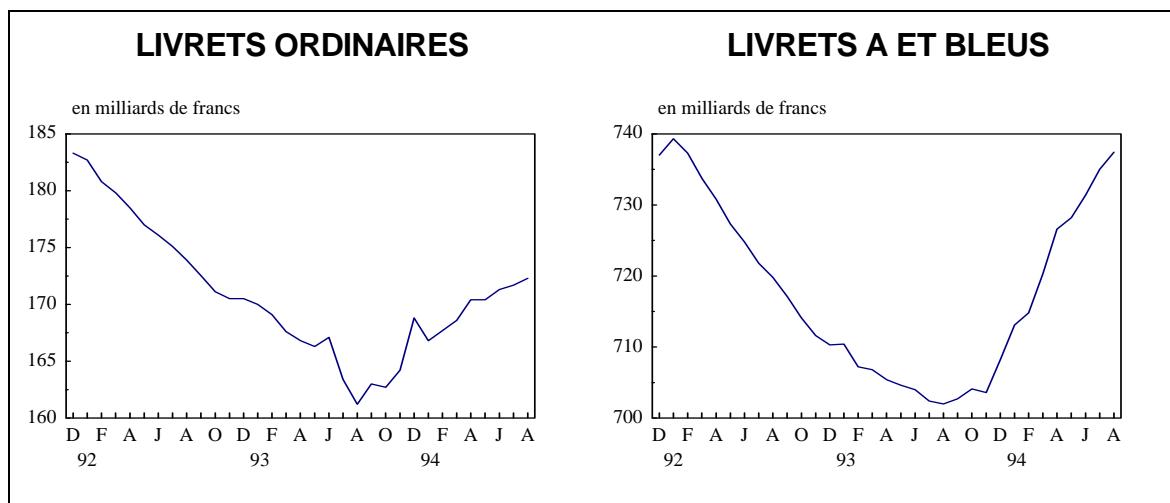
Les comptes d'épargne-logement ont augmenté de 0,6 % en août, après – 0,1 % en juillet. En glissement annuel, leur croissance reste inchangée par rapport au mois précédent (4,5 %).

Les Codevi ont progressé de 1,5 % en août, après + 2,8 % le mois précédent. Leur croissance sur un an, très soutenue, décélère légèrement en août (+ 24,2 %, après + 24,9 % en juillet), après seize mois d'accélération ininterrompue.

¹ 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 d'épargne populaire progressent de 0,8 % en août et de 8,6 % sur un an.

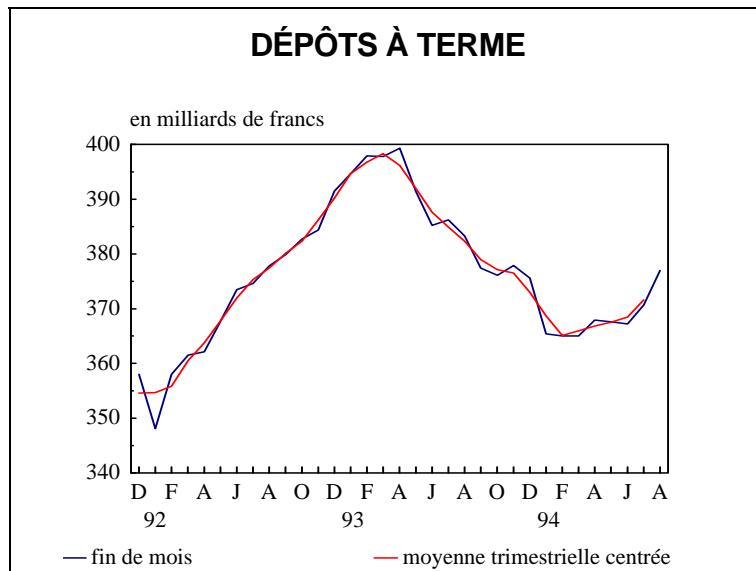
Les livrets soumis à l'impôt augmentent de 0,3 % et enregistrent une croissance de 4,8 % sur un an.



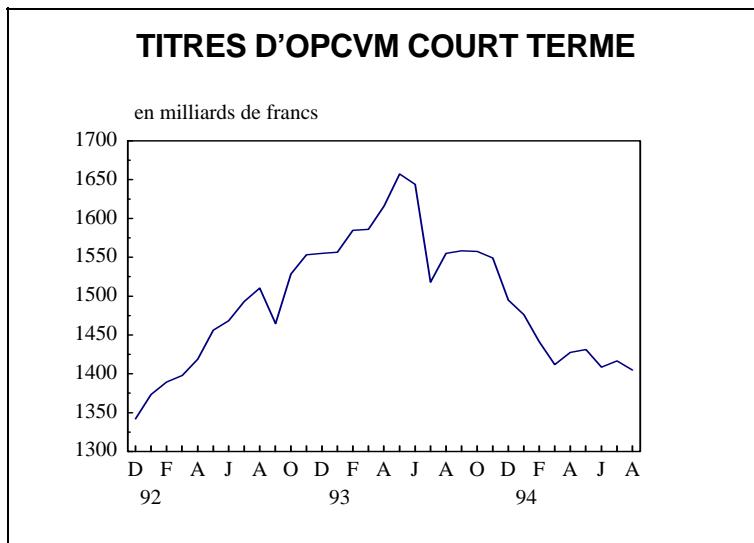
M3 – M2

Après la nette progression enregistrée en juillet (1,4 %), l'évolution des composantes de M3 – M2 s'est stabilisée en août (–0,1 %). En termes de glissement annuel, le recul des placements rémunérés à taux de marché revient néanmoins à –9,2 % à fin août, après –10,2 % à fin juillet et –11,3 % à fin juin.

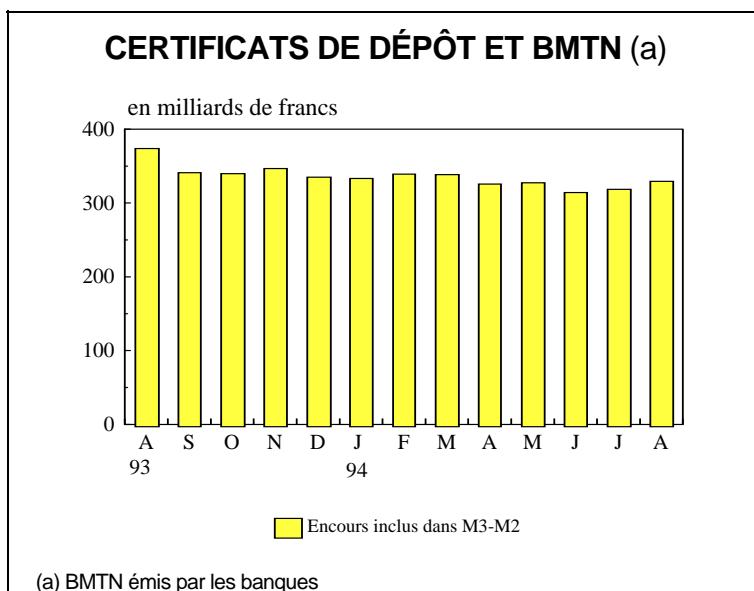
Les placements à terme ont légèrement progressé en août (0,2 %), la croissance des dépôts à terme (1,7 %) compensant le recul de l'encours des bons de caisse et d'épargne (–1,4 %). Sur douze mois, la variation des placements à terme revient à –7,2 % à fin août, contre –8,1 % à fin juillet.



La détention de titres d'OPCVM court terme par les agents non financiers résidents a reculé de 0,8 % en août. Sur douze mois, la contraction de cet encours s'atténue (– 10,4 % à fin août, après – 11,7 % à fin juillet), l'effet du grand emprunt d'État de juillet 1993 tendant à s'estomper et ne subsistant — partiellement — qu'en raison du calcul en moyenne trimestrielle centrée.



L'encours des certificats de dépôt en francs et des bons à moyen terme négociables émis par les banques et acquis par les agents non financiers résidents a progressé en août pour atteindre 329 milliards de francs, après 318,4 milliards en juillet (pour mémoire, l'encours global de ces titres a représenté 1 164,3 milliards de francs à fin août).

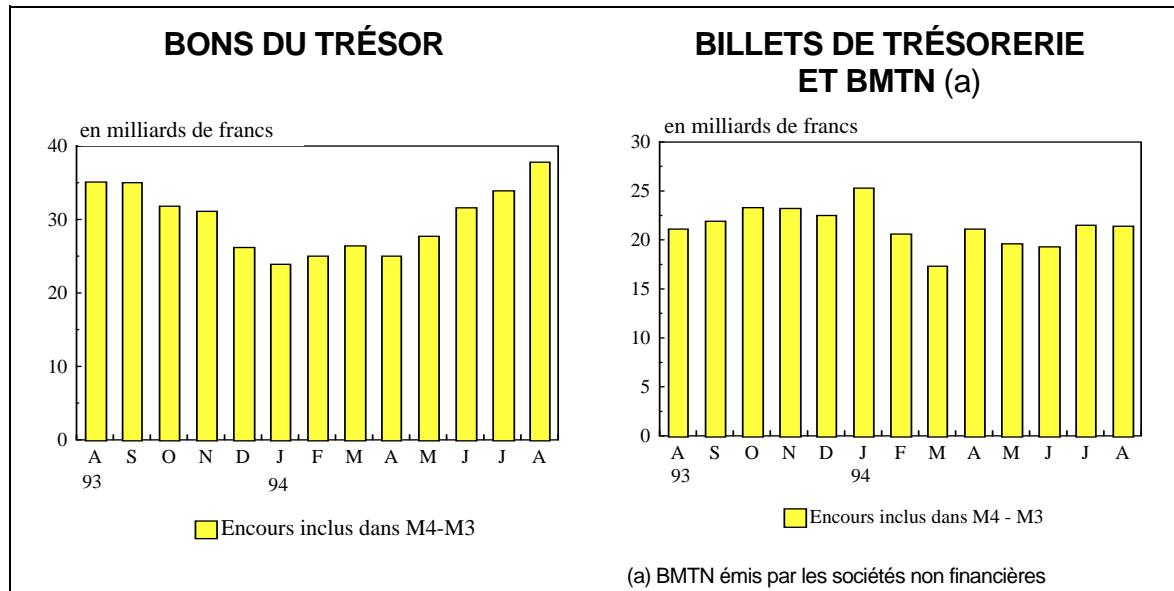


M4 – M3

L'évolution sur douze mois de M4 – M3 est devenue positive en août (+ 0,9 %, après – 6,8 % le mois précédent).

L'encours des bons du Trésor détenus par les agents non financiers résidents a progressé en août pour atteindre 37,8 milliards de francs (sur un encours global de 905,7 milliards de francs), après 33,9 milliards à fin juillet (sur 860,4 milliards).

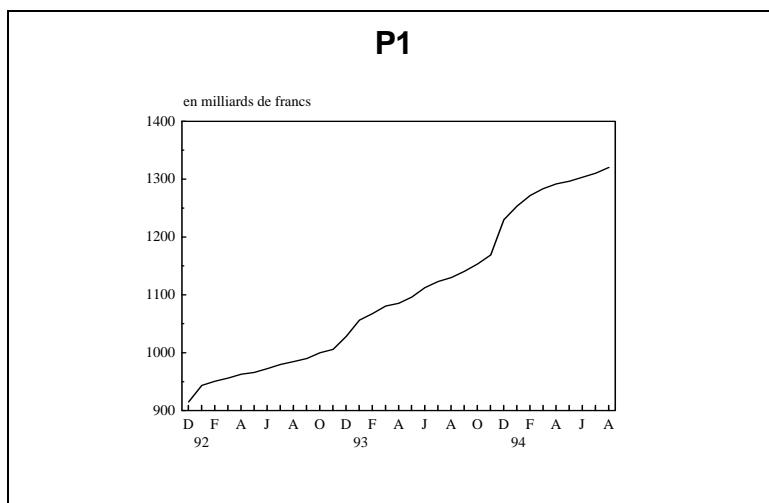
Le volume des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par les agents non financiers a représenté 21,4 milliards de francs, après 21,5 milliards le mois précédent. L'encours global émis par les sociétés a, quant à lui, très légèrement progressé à 178,7 milliards de francs en août, après 177,8 milliards en juillet.



P1

La croissance sur douze mois de l'agrégat P1 a très légèrement décéléré à fin août (+ 16,9 %, après + 17,3 % à fin juillet).

La progression de l'encours des plans d'épargne-logement se maintient à un niveau élevé (19,5 % à fin août, après 19,4 % à fin juillet), tandis que celle des plans d'épargne populaire a fléchi en août (19,4 %, après 21 % à fin juillet).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin juin 1994)

Vue d'ensemble

À fin juin 1994, en glissement sur douze mois, le rythme de diminution de l'encours des crédits accordés par l'ensemble des établissements de crédit se ralentit nettement, revenant à $-0,7\%$, après $-1,6\%$ à fin avril et $-1,4\%$ à fin mai. La variation des concours par catégories d'agents bénéficiaires est caractérisée par un redressement des crédits aux sociétés ($-2,7\%$ à fin juin, après $-3,2\%$ à fin mai) et aux ménages ($-0,3\%$, après $-0,7\%$) et une hausse marquée des crédits aux autres agents (6% à fin juin, après $3,5\%$ à fin mai).

Les concours distribués par les banques suivent une évolution comparable, avec un net ralentissement de leur recul sur un an, qui revient de $-3,3\%$ à fin mai à $-2,5\%$ à fin juin. Ce phénomène touche toutes les catégories d'agents : sociétés ($-4,9\%$ à fin juin, après $-5,3\%$ à fin mai), ménages ($-0,3\%$, après $-0,6\%$ à fin mai), et autres agents ($-0,6\%$ seulement à fin juin, après $-7,1\%$ à fin mai).

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					
	1992		1994		
	Décembre	Décembre	Avril	Mai	Juin
BANQUES					
– Total des crédits	3,1	-3,7	-3,7	-3,3	-2,5
– Sociétés	3,4	-7,4	-6,0	-5,3	-4,9
– Ménages	0,7	-0,3	-1,0	-0,6	-0,3
– Autres agents	21,9	1,6	-6,0	-7,1	-0,6
ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT					
– Total des crédits	3,0	-0,8	-1,6	-1,4	-0,7 (a)
– Sociétés	3,0	-6,0	-3,4	-3,2	-2,7 (a)
– Ménages	0,5	0,7	-0,8	-0,7	-0,3 (a)
– Autres agents	11,4	15,5	3,3	3,5	6,0 (a)
(a) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28			Mise à jour le 30 septembre 1994		

Les crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique

Après une légère progression en mai 1994, les crédits des banques à l'économie ont enregistré en juin une diminution de 0,5 %, imputable essentiellement aux crédits aux sociétés. Pour leur part, les concours aux ménages se sont contractés de 0,1 % (après + 0,4 % en mai) et les crédits aux autres agents ont augmenté de 0,8 % (après + 2,2 % en mai).

ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE			<i>(en pourcentage)</i>	
	Données cvs Variations mensuelles		Données brutes Variations sur 12 mois	
	1994		1994	1994
	Avril	Mai	Juin	Mai
TOTAL	-0,4	0,3	-0,5	-3,3
SOCIÉTÉS.....	-0,3	0,2	-1,3	-5,3
– Investissement des sociétés	0,4	-0,1	-0,1	-2,2
– Trésorerie des sociétés.....	-0,7	0,0	-0,8	-8,7
– Autres crédits.....	-0,2	0,7	-3,6	-3,1
MÉNAGES	-0,4	0,4	-0,1	-0,6
– Habitat ménages	0,0	0,0	0,2	1,2
– Trésorerie des particuliers	-0,6	1,7	-1,0	-0,3
– Autres crédits.....	-1,0	0,4	-0,3	-5,2
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-2,0	2,2	0,8	-7,1

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

Mise à jour le 30 septembre 1994

La baisse des crédits aux sociétés recouvre une diminution, à des degrés divers, de l'ensemble des catégories de concours. Les crédits à l'investissement reculent de 0,1 % en juin, comme en mai. Les crédits de trésorerie diminuent de 0,8 %, après être restés stables en mai. Les autres crédits se replient plus nettement (- 3,6 %, après + 0,7 % en mai et - 0,2 % en avril).

Sur un an, toutefois, le rythme de contraction des crédits aux sociétés se ralentit par rapport au mois précédent (- 4,9 % à fin juin, après - 5,3 % à fin mai).

Au cours du mois de juin, les crédits aux ménages s'inscrivent en léger retrait (- 0,1 %), après s'être accrus de 0,4 % en mai. Cette évolution recouvre un accroissement de 0,2 % des crédits à l'habitat, après une stabilité de deux mois consécutifs, et une diminution de 1 % des crédits de trésorerie (après + 1,7 % en mai) et de 0,3 % des autres crédits (après + 0,4 % en mai).

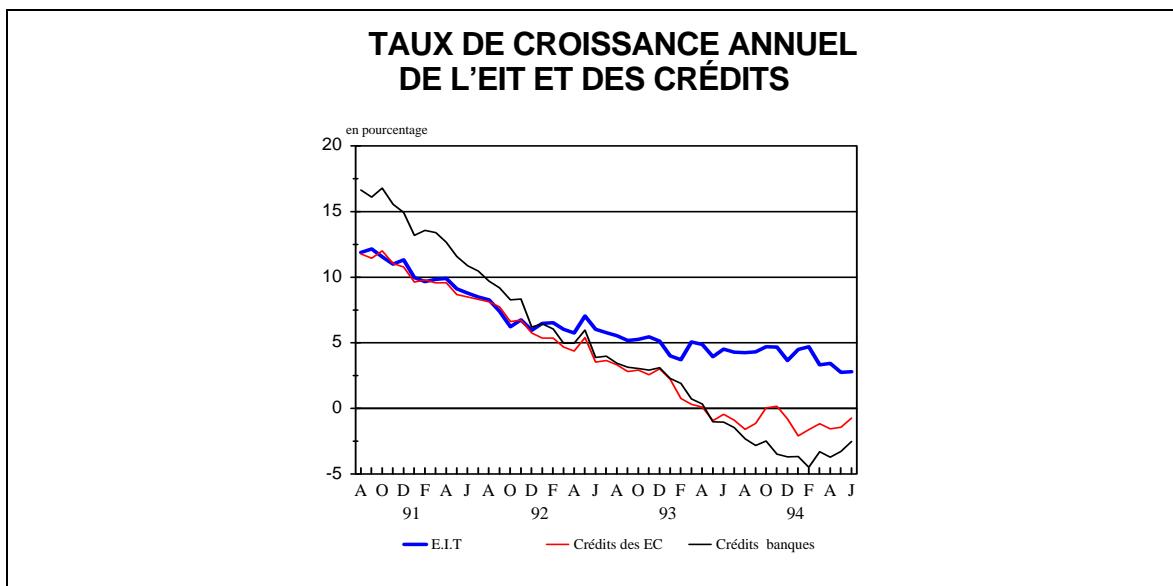
Sur un an, la contraction des concours aux ménages revient de 0,6 % à fin mai à 0,3 % à fin juin.

Les concours accordés aux autres agents résidents, après s'être accrus sensiblement en mai (2,2 %), augmentent de 0,8 % en juin. Sur un an, leur évolution est favorable, puisqu'après avoir diminué de 7,1 % à fin mai, leur recul n'est que de 0,6 % à fin juin.

6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin juin 1994)

La progression, sur un an, de l'endettement intérieur total est demeurée stable à fin juin par rapport au mois de mai (2,8 %). Cette stabilité recouvre un ralentissement de l'endettement de l'État (12,2 %, après 14,1 % à fin mai), compensé par un moindre recul des financements obtenus par les sociétés et les ménages (respectivement – 2,3 % et – 0,3 %, après – 2,7 % et – 0,7 % à fin mai) et une accélération du rythme de croissance de l'endettement des autres agents (8,1 %, après 5,9 % à fin mai).



La contraction des crédits aux ménages et aux sociétés s'est atténuée en juin et la progression annuelle des crédits aux autres bénéficiaires a marqué un net rebond (cf. 6.2.1.).

En revanche, la progression des financements collectés sur les marchés internes s'est légèrement affaiblie, revenant de 13,5 % en mai à 12,4 % en juin.

Les financements obtenus sur le marché monétaire ont reculé de 1 % en glissement annuel, la faible progression des bons du Trésor (0,3 % à fin juin, après 2,6 % à fin mai) ne suffisant plus à compenser un nouveau recul des financements obtenus par les sociétés (– 7,4 % à fin juin, après – 7,7 % à fin mai).

Sur le marché obligataire intérieur, la progression annuelle des financements levés par les agents non financiers est demeurée soutenue, atteignant 21 % à fin juin (21,6 % à fin mai). Ce léger fléchissement provient d'une moindre progression de la dette obligataire de l'État (26,3 % à fin juin, après 27,3 % à fin mai) et de celle des autres agents (58,4 % à fin juin, après 63,8 % à fin mai).

Enfin, la croissance annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents s'est nettement accélérée (23,1 % à fin juin, après 16,8 % en mai), alors que l'encours des obligations internationales émises par les sociétés a continué de se contracter, au rythme de 7,2 % en glissement annuel à fin juin, après 5,6 % à fin mai.

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT					
<i>(variations sur 12 mois, en pourcentage)</i>					
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	DONNÉES BRUTES				
	1992	1993	1994		
	Décembre	Décembre	Avril	Mai	Juin
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	5,1	3,7	3,4	2,8	2,8
– Sociétés (a)	4,3	-4,9	-2,6	-2,7	-2,3
– Ménages	0,5	0,7	-0,8	-0,7	-0,3
– État	13,8	20,2	17,3	14,1	12,2
– Autres	4,3	14,4	5,7	5,9	8,1
CRÉDITS (b)	1,5	-0,4	-0,8	-1,6	-1,2
– Sociétés	3,0	-6,0	-3,4	-3,2	-2,7
– Ménages	0,5	0,7	-0,8	-0,7	-0,3
– État	-26,8	17,1	12,1	-4,5	-10,0
– Autres	5,3	15,5	3,3	3,5	6,0
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (c) ..	15,7	14,7	14,4	13,5	12,4
<i>Sur le marché monétaire</i>	25,1	4,1	0,1	0,7	-1,0
– Sociétés	13,2	-11,0	-5,5	-7,7	-7,4
– État	28,3	7,7	1,4	2,6	0,3
<i>Sur le marché obligataire</i>	10,8	20,9	23,3	21,6	21,0
– Sociétés	4,3	3,0	3,8	3,1	3,4
– État	14,5	28,7	29,4	27,3	26,3
– Autres (d)	-13,2	-11,3	61,7	63,8	58,4
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	7,5	8,0	12,2	16,8	23,1
– Sociétés	17,5	2,6	2,2	4,1	5,7
– État	-21,2	31,0	71,9	83,7	119,2
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	20,2	0,7	-4,6	-5,6	-7,2
– Sociétés	20,2	0,7	-4,6	-5,6	-7,2
(a) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés. (b) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents (c) Obtenu auprès des résidents et des non-résidents (d) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08			Mise à jour le 6 octobre 1994		

COMMUNICATIONS

LES ENJEUX DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur,
au Centre des hautes études de l'armement,
à Paris, le 14 septembre 1994¹

Constante depuis plus de dix ans, la politique monétaire française poursuit avec détermination un objectif fondamental qui est la stabilité des prix. Cette ligne de conduite résolue s'est traduite par une inflation, qui est désormais inférieure à 2 %, et par une réduction progressive, avec il est vrai plusieurs soubresauts, des taux de refinancement des banques par la Banque de France afin d'obtenir les meilleures conditions possibles de financement de notre économie.

Forte des résultats ainsi atteints, la politique monétaire française, affermie par l'indépendance de la Banque centrale, effective depuis le début de 1994, doit en outre jouer un rôle de premier plan dans l'indispensable progression de la coopération monétaire européenne.

1. Un enjeu fondamental : la stabilité des prix

1.1. *Raisons de la priorité accordée à la stabilité des prix*

Comme toutes les banques centrales des principaux pays industriels, la Banque de France privilégie un objectif de stabilité des prix à moyen terme. Cette volonté, qui répond désormais à l'article 1 de son nouveau statut : « la Banque de France définit et met en œuvre la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix », repose implicitement sur le constat que la politique monétaire ne peut viser plusieurs cibles à la fois qui se révéleraient le plus souvent contradictoires et n'est pas un outil adapté au réglage conjoncturel de l'activité ou du niveau de l'emploi.

Qui ne se souvient que les années soixante-dix avaient été caractérisées par l'échec des politiques fondées sur l'idée que l'on pouvait obtenir un peu plus de croissance contre un peu plus d'inflation ? On s'est vite aperçu que la tentative de gérer « un peu plus d'inflation » était totalement illusoire. La vanne à peine entrouverte ne peut contenir les forces libérées. Ces politiques ont en fait conduit à un endettement excessif et donc pernicieux des secteurs privés et publics ainsi qu'à une mauvaise allocation des investissements. Elles ont également incité à une spécialisation industrielle orientée vers des produits dont

¹ Le texte de cette intervention a bénéficié de la collaboration de Françoise Drumetz, adjoint au chef du service d'Études macro-économiques sur la France.

la compétitivité internationale, étant surtout liée aux prix, exigeait une stimulation permanente sous forme de dévaluations récurrentes.

En dérégulant les mécanismes normaux de formation des prix, l'inflation affaiblit en réalité le potentiel de croissance à long terme de l'économie.

Par ailleurs, la politique monétaire ne saurait avoir de prise directe sur l'évolution du chômage qui, comme l'a récemment souligné l'OCDE, est plus ou moins largement déterminée selon les pays par des facteurs structurels : inadaptation des formations, assistance mal conçue, insuffisante flexibilité du marché du travail...

En outre, depuis le début des années quatre-vingt, les pays industrialisés ont tous, mais à des degrés variables, connu un large développement des innovations financières, un essor et un décloisonnement de leurs marchés de capitaux. L'environnement des politiques monétaires a ainsi été fortement affecté.

En particulier, les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont devenus plus diversifiés et complexes, les agents économiques ayant la possibilité de procéder à de fréquents arbitrages, dans leurs placements comme dans leurs financements, entre différents types d'instruments.

Enfin, l'achèvement du processus de libéralisation des mouvements de capitaux et l'interpénétration des marchés ont, d'une certaine manière, placé les politiques monétaires en situation de concurrence. Elles sont désormais susceptibles d'être durement sanctionnées par les marchés en cas de dérive inflationniste. Il est évident que, pour un investisseur à Londres, New York ou Singapour, l'éventualité d'une baisse de valeur des titres auxquels il souscrit, parce que l'inflation dans le pays de l'émission n'est pas ou est mal contrôlée, doit être compensée par un intérêt à long terme plus élevé.

Pour ces raisons, l'efficacité de la politique monétaire des banques centrales des principaux pays industriels est aujourd'hui jugée sur leur capacité d'atteindre à moyen terme un objectif final de stabilité des prix. Elle implique continuité et clarté des orientations, cette détermination et cette transparence contribuant à leur tour à assurer la crédibilité indispensable de l'autorité monétaire.

1.2. L'objectif final de stabilité des prix est poursuivi à travers deux objectifs complémentaires, dits « intermédiaires », car considérés comme moyens obligés

Ces objectifs complémentaires sont à la fois la stabilité externe et la stabilité interne de la monnaie.

1.2.1. Stabilité externe de la monnaie

L'importance accordée au premier objectif intermédiaire — la stabilité externe du franc — est attestée par la participation de la France au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) dès son origine en 1979, plus encore par le maintien de la parité centrale du franc vis-à-vis des monnaies européennes les plus fortes depuis bientôt huit ans. Cet engagement commun des autorités responsables — aux termes de la loi, le gouvernement détermine le régime de change et la parité du franc, tandis que la Banque de France intervient librement sur les marchés pour maintenir le franc dans les limites des parités fixées — a représenté un facteur essentiel d'ancrage des anticipations sur une norme d'inflation faible et d'amélioration de notre crédibilité. Dans une économie aussi ouverte que la nôtre, où le commerce extérieur représente environ un quart du produit intérieur brut, la stabilité du taux de change est une condition première de la stabilité des prix et des coûts de production et, par conséquent, de la compétitivité structurelle du système productif français.

L'élargissement des marges de fluctuation des devises au sein du SME jusqu'à plus ou moins 15 % des cours pivots, le 2 août 1993, n'a nullement modifié cet objectif de change.

La décision prise n'a pas pour but de mettre en place un régime de flottement de fait des monnaies européennes, grâce auquel les différents pays membres disposeraient d'une marge de manœuvre leur permettant de pratiquer une politique de baisse agressive et brutale des taux d'intérêt. Il s'agit, au contraire, de faire de l'élargissement des marges un outil de lutte contre la spéculation grâce à l'incertitude

introduite par le nouveau mécanisme. En confirmant le bien-fondé des cours centraux de change, les ministres et gouverneurs ont clairement indiqué qu'ils faisaient le choix du maintien de la stabilité des taux de change et du refus des dévaluations compétitives.

1.2.2. Stabilité interne de la monnaie

Le second objectif intermédiaire — la stabilité interne de la monnaie — est fondé sur une surveillance aussi bien des liquidités que des financements, dont les évolutions doivent permettre une croissance non inflationniste.

La formulation de l'objectif monétaire interne, telle qu'elle a été rendue publique par le Conseil de la politique monétaire au début de cette année, repose sur une norme de moyen terme, combinant une croissance du produit intérieur brut de 2,5 % à 3 % en volume et une inflation n'excédant pas 2 %. Le choix de cette norme de moyen terme, plutôt que d'un objectif strictement annuel, tient au fait que les agrégats peuvent être affectés à court terme par d'amples fluctuations, reflétant notamment des réallocations de portefeuilles de la part des agents économiques, sous l'effet, soit de fortes variations de la structure des taux d'intérêt, soit de facteurs exceptionnels, tels que l'emprunt d'État, soit, enfin, de mesures d'ordre légal telles que les réaménagements de la fiscalité de l'épargne intervenus en France l'an dernier (notamment la diminution du montant des ventes de Sicav monétaires, ou des Sicav obligataires capitalisant les dividendes, pouvant être effectuées sans qu'ait à être payé l'impôt sur les plus-values).

Cette référence de moyen terme est non seulement appliquée à l'agrégat monétaire de référence — M3 — mais aussi à l'ensemble des financements par endettement des agents non financiers résidents (entreprises, ménages, administrations publiques), regroupé dans un agrégat appelé « endettement intérieur total ».

Cet accent mis sur l'évolution des financements traduit notamment l'attention particulière qu'il convient de porter aux liens qui existent entre financement et croissance. Il reflète aussi la préoccupation de ne pas analyser l'évolution des formes traditionnelles de crédit indépendamment des autres formes de financement que sont les émissions de titres. Suivre désormais plus attentivement l'endettement intérieur total, c'est en quelque sorte prendre acte du décloisonnement des marchés de capitaux.

1.3. Ces orientations ont été bénéfiques pour l'économie française

Le bilan de la politique suivie au cours des dix dernières années apparaît favorable. Accompagnée par une meilleure maîtrise des coûts salariaux et un contrôle aussi ferme que possible du déficit budgétaire, cette politique a permis de réduire les tensions inflationnistes encore vives au début des années quatre-vingt, consolidant la crédibilité des autorités monétaires, tout en veillant à obtenir au bénéfice de notre économie les meilleures conditions possibles de financement.

L'écart d'inflation avec l'Allemagne, encore de l'ordre de six points entre 1982 et 1985, est devenu négatif au début de 1991. L'écart de taux d'intérêt à long terme avec notre principal partenaire, indicateur de la confiance des marchés dans la politique menée, est revenu quant à lui de plus de quatre points à presque zéro entre 1988 et 1993. En relation étroite avec les perturbations intervenues depuis le début de l'année sur les marchés obligataires, il est actuellement de l'ordre d'un demi-point.

Par ailleurs, le succès du processus de désinflation — la hausse des prix est désormais de l'ordre de 1,7 % en rythme annuel — n'a pas pesé sur la croissance. Depuis le milieu des années quatre-vingt, celle-ci se compare très favorablement à celle observée dans les grands pays de l'OCDE, grâce en particulier aux gains de compétitivité qui ont été acquis et que reflète le surplus désormais dégagé par notre commerce extérieur.

Les entreprises françaises abordent dans de bien meilleures conditions de financement et de compétitivité que nombre de leurs concurrentes la reprise de l'activité mondiale, plus soutenue qu'il ne l'était généralement attendu, notamment en France et en Allemagne. Signe de la crédibilité de notre politique monétaire, la Banque de France a pu réduire graduellement mais substantiellement ses taux directeurs. Le taux des appels d'offres — principal taux de refinancement des banques — est ainsi revenu de 9,6 % à la mi-juillet 1992 à 5,0 % depuis la fin juillet 1994 et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours a été abaissé entre les mêmes dates de 10,5 % à 6,4 %.

1.4. L'indépendance de la Banque de France est de nature à affermir la crédibilité de la politique monétaire

Depuis le début de 1994, la Banque de France est indépendante des pouvoirs publics tant pour la définition que pour la mise en œuvre de la politique monétaire.

1.4.1. L'indépendance de la banque centrale, condition nécessaire de la crédibilité de la politique monétaire

L'indépendance de la banque centrale est d'abord une exigence du traité de Maastricht entré en vigueur le 1^{er} novembre 1993 après avoir été ratifié par les douze États signataires. Toutefois, s'il n'y avait eu que la nécessité de la mise en conformité de notre législation avec les dispositions du Traité, l'indépendance de la Banque de France aurait pu attendre la troisième phase de l'Union économique et monétaire, prévue au plus tôt le 1^{er} janvier 1997 et, au plus tard le 1^{er} janvier 1999. En réalité, l'indépendance de la Banque de France répondait surtout à une exigence de bonne gestion de la monnaie. Il fallait donner aux marchés financiers internationaux une assurance contre le risque de déviation de l'objectif fondamental de la banque centrale : la défense de la valeur de la monnaie. Il s'agissait donc avant tout d'une garantie d'ordre psychologique, l'expérience ayant montré que l'efficacité des politiques monétaires reposait de plus en plus sur la crédibilité des institutions chargées de définir les objectifs monétaires et de les mettre en œuvre. Or l'une des conditions nécessaires de cette crédibilité est bien que la politique monétaire soit conduite sur la base d'un engagement clair et solennel en faveur de la stabilité des prix, quelles que soient les évolutions de la vie politique nationale.

1.4.2. Une banque centrale indépendante mais qui participe pleinement au débat démocratique

L'indépendance de la Banque de France est notamment fondée sur le principe de la responsabilité collégiale : le Conseil de la politique monétaire, qui a désormais pour mission de définir la politique monétaire, est formé de neuf membres.

Six d'entre eux sont nommés par le Gouvernement, en fonction de leur compétence économique et monétaire, sur une liste conjointement établie par les présidents du Sénat, de l'Assemblée nationale et du Conseil économique et social. Ils reçoivent un mandat irrévocabile, mais non renouvelable, de neuf ans.

Quant au gouverneur et aux deux sous-gouverneurs, qui pouvaient auparavant être démis de leurs fonctions de façon discrétionnaire par le Gouvernement, ils bénéficient désormais d'un mandat irrévocabile, renouvelable une fois, de six ans.

Interdiction est faite à chacun des membres du Conseil de la politique monétaire de solliciter ou d'accepter des instructions du Gouvernement ou de toute personne.

La mise en place d'une banque centrale indépendante entraîne des responsabilités renforcées. Elle implique aussi, en contrepartie, une exigence accrue de cohérence vis-à-vis des autorités responsables des autres composantes de la politique économique et une parfaite transparence vis-à-vis des institutions démocratiques.

Le nouveau statut prévoit ainsi que la Banque de France devra « accomplir sa mission dans le cadre de la politique économique générale du Gouvernement ».

Dans la pratique, le Gouvernement, par la voix du Premier ministre et du ministre de l'Économie, peut faire connaître son point de vue sur la politique économique. Ces deux personnalités ont le droit de participer aux séances du Conseil de la politique monétaire, sans voix délibérative. Un dialogue direct peut ainsi s'instaurer entre le Gouvernement et l'autorité monétaire, sans porter préjudice à l'indépendance de la Banque centrale.

S'agissant du principe de transparence et des conditions dans lesquelles la Banque de France devra rendre compte de son action auprès des institutions démocratiques, la loi comporte plusieurs dispositions :

– le gouverneur de la Banque de France adresse, au moins une fois par an, au président de la République et au Parlement un rapport sur les opérations de la Banque, la politique monétaire et ses perspectives ; les Commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat ont en outre connaissance des comptes de la Banque de France ;

– d'autre part, le gouverneur peut être entendu, sur leur demande, par les Commissions des finances des deux Assemblées et peut lui-même demander à être entendu par elles ; ces dispositions, qui revêtent un caractère tout à fait nouveau en France, permettent d'éviter tout risque que la Banque centrale reste dans une sorte de « tour d'ivoire » et que la politique monétaire soit placée en dehors du débat démocratique sur l'ensemble de la politique économique dont elle est une des principales composantes.

En définitive, la crédibilité de la Banque de France s'appréciera dans la durée. Elle résultera essentiellement de sa capacité à assurer la stabilité de la monnaie et, pour ce faire, à atteindre les cibles qu'elle s'assigne tant dans le domaine du change que dans celui des objectifs internes. À cet égard, le fait que, sans porter préjudice à la tenue du franc, la Banque de France ait pu procéder depuis le début de l'année à une baisse sensible du taux des appels d'offres qui est passé de 6,2 % à 5,0 % aujourd'hui, soit le niveau le plus bas depuis 26 ans, peut être porté à son crédit.

2. Quelle politique dans le cadre de l'unification monétaire européenne ?

La crédibilité de la politique monétaire française constitue à bien des égards un pilier indispensable à l'Europe monétaire qui, en dépit des difficultés récentes, continue de progresser.

2.1. Un indispensable approfondissement de la coopération monétaire européenne

L'histoire atteste que stabilité des changes et intensification des échanges sont généralement allées de pair. Ce lien logique est actuellement à l'origine, par exemple, des efforts accomplis par le Canada, les États-Unis et le Mexique à l'effet de mettre en place, au sein de la zone de libre-échange qu'ils ont récemment instaurée, l'Alena, des mécanismes assurant une évolution ordonnée de leurs taux de change.

La relation entre « change » et « échanges » s'est imposée dès le début aux pays membres de la Communauté européenne. Le traité de Rome — qui précise que « chaque État membre traite sa politique en matière de taux de change comme un problème d'intérêt commun » — est largement fondé sur ce principe.

Les accords monétaires des années soixante-dix, puis le Système monétaire européen et l'Union européenne apparaissent ainsi comme des développements successifs de la volonté des européens de parachever le marché commun puis le marché unique, dans le contexte d'un système monétaire international ayant abandonné depuis le début des années soixante-dix les disciplines acceptées lors de la rencontre de Bretton Woods.

2.1.1. Une stabilité appropriée des changes est une condition nécessaire à la constitution du grand marché européen

Aujourd'hui comme hier, la stabilité des changes est indispensable au bon fonctionnement du marché unique européen. C'est la raison pour laquelle les pays membres du mécanisme de change du SME ont continué d'appliquer une politique de stabilité externe de leur monnaie après l'élargissement des marges décidés en août 1993.

Il est d'ailleurs évident que l'instabilité des changes au sein de l'Union européenne — et notamment le risque de l'enclenchement d'une spirale de dévaluations compétitives — aurait perturbé les politiques communautaires au point de mettre en péril le marché commun lui-même, notamment la politique agricole commune.

Les avantages que les entreprises européennes tireront de la construction du grand marché européen sont clairs :

- ouverture des frontières et harmonisation des législations, permettant aux entreprises européennes de constituer un marché unifié de dimensions comparables à celles du marché américain ;
- liberté des mouvements de capitaux, associée au marché unique, favorisant une allocation optimale de l'épargne et facilitant considérablement le financement des entreprises aux meilleures conditions possibles.

Il serait toutefois illusoire d'espérer que ces avantages se maintiennent sans la poursuite de la marche vers l'Union économique et monétaire.

L'incertitude sur le taux de change ne saurait, en effet, être acceptable dans un grand marché où les deux tiers des mouvements commerciaux se font déjà à l'intérieur des frontières de la Communauté. Or, les coûts d'une variabilité excessive des taux de change sont d'autant plus élevés que les économies sont plus intégrées et que leurs structures sont plus proches.

Le marché unique exige ainsi la stabilité des changes dans un contexte de liberté des mouvements de capitaux. Or, il n'est pas possible d'obtenir simultanément stabilité des changes, liberté des mouvements de capitaux et autonomie de la politique monétaire. Les crises qui ont affecté les marchés de change depuis deux ans ont illustré la difficulté de gérer ce « triangle d'incompatibilité ». Elles n'ont fait que rendre plus manifeste la nécessité d'une coordination plus étroite des politiques monétaires. Le problème auquel se trouvent confrontés les pays membres après la décision d'élargir les marges de fluctuation du mécanisme de change est précisément de définir une combinaison de ces trois éléments, garantissant une transition harmonieuse vers l'Union monétaire.

2.1.2. La monnaie unique apparaît ainsi comme un prolongement du marché unique dont elle devrait permettre de tirer tous les bienfaits

L'Union économique et monétaire est dans la logique du marché unique ; elle en parfaît la réalisation.

Sur le plan pratique, le passage à la monnaie unique entraînera en particulier l'élimination des coûts de transaction entre monnaies européennes, la suppression des gestions individualisées de trésorerie dans chacune des monnaies de la Communauté pour les entreprises qui travaillent dans plusieurs pays, l'unicité et donc la comparabilité beaucoup plus aisée des prix, des bilans... Le financement de l'investissement sera largement facilité par l'ampleur d'un marché financier à l'échelle européenne qui exercera un pouvoir d'attraction considérable sur les investisseurs, qu'ils soient européens ou non.

Le passage à la monnaie unique donnera ainsi les moyens à l'Europe d'être un espace réellement unifié au sein duquel les échanges s'effectueront sans entrave. Disposant d'une monnaie unique sur le marché intérieur européen, les entreprises européennes seront à égalité avec leurs concurrents extérieurs, notamment américains. En outre, l'allocation des ressources financières sera optimisée, car les mouvements de capitaux obéiront exclusivement à la recherche de l'efficacité économique et ne

dépendront plus des divergences entre les politiques monétaires ou de décisions de réalignement des taux de change.

2.2. Une transition pragmatique et réaliste vers l'Union monétaire

Les banques centrales sont naturellement impliquées au premier chef dans la marche vers l'Union économique et monétaire. Il revient ainsi à l'Institut monétaire européen (IME), émanation des banques centrales nationales, d'assurer la transition vers la future Banque centrale européenne et de préparer le passage à l'Union monétaire. Durant la deuxième phase du processus, dans laquelle nous nous situons, la responsabilité finale de la politique monétaire reste cependant nationale.

L'Institut monétaire européen est avant toute autre mission chargé du renforcement de la coordination des politiques monétaires dans le cadre de la stabilité des prix. Le Traité prévoit à cet effet des procédures précises telle que la consultation de l'Institut avant toute prise de décision sur l'orientation des politiques monétaires nationales. Des progrès considérables avaient déjà été réalisés à cet égard dans le cadre du Comité des gouverneurs de la CEE.

L'Institut monétaire européen supervise le fonctionnement du SME, afin de préserver et d'améliorer la crédibilité du système. Il s'agit à la fois d'évoluer vers la fixation irrévocable des parités entre les pays de l'Union qui seront en mesure de répondre positivement aux critères de convergence et d'organiser les relations de change avec les pays qui auront besoin de davantage de temps pour satisfaire à ces critères. L'Institut monétaire européen contribuera également au renforcement du SME à travers l'exercice de ses fonctions consultatives : en effet, étant donné l'importance de la notion de convergence durant la deuxième phase, l'Institut s'est vu confier la responsabilité de faire des recommandations sur les politiques monétaires menées par les pays membres. S'il le juge utile, l'IME rendra publiques ces recommandations.

L'Institut monétaire européen doit également favoriser le développement de l'écu, qui préfigure la monnaie unique. Il faut se rappeler à cet égard que, depuis le 1^{er} novembre dernier, la composition de l'écu ne varie plus. Ce gel est de nature à renforcer la qualité de l'écu en tant qu'instrument monétaire ; en effet, il élimine une source d'incertitude qui résultait des variations susceptibles d'affecter le panier de monnaies et permet le renforcement graduel de l'écu à mesure de l'appréciation des monnaies les plus fortes du Système.

Enfin, l'Institut monétaire européen doit préparer l'introduction d'une politique monétaire unique. Cet aspect de la coopération, encore peu visible, est naturellement d'une importance cruciale pour que les banques centrales nationales soient prêtes à fondre, à la date convenue, leurs politiques monétaires dans le moule du Système européen de banques centrales. Il s'agit notamment d'harmoniser les concepts, les instruments et les statistiques monétaires. Il faut également préparer la fabrication et la distribution des billets européens, améliorer les systèmes de paiement transfrontaliers.

L'Institut monétaire européen est ainsi l'instance où se dessinent les contours opérationnels de l'Union économique et monétaire.

2.3. Le processus d'Union monétaire progresse

Dès la deuxième étape de l'Union économique et monétaire, les pays européens ont choisi de prendre les mesures nécessaires pour renforcer la convergence de leurs économies, conçue comme un préalable nécessaire à la mise en œuvre de l'Union monétaire définitive.

La date du passage à la troisième étape, celle, précisément, de l'Union monétaire (1997, ou au plus tard, 1999), dépendra du respect de critères de convergence qui concernent la stabilité des prix et des changes, ainsi que la situation des finances publiques. Or, la conjoncture a rendu plus difficile le respect de ceux de ces critères qui concernent plus spécialement les finances publiques (3 % et 60 % respectivement pour les ratios de déficits et de dettes publiques par rapport aux produits intérieurs bruts). Il existe ici des contraintes que l'on ne saurait sous-évaluer.

C'est la raison pour laquelle, des programmes de convergence ont été discutés et arrêtés par les États membres qui se sont engagés à réduire leur déficit.

Les crises de change qui se sont succédé dans le SME depuis deux ans ont pu, elles aussi, susciter des interrogations quant au réalisme du projet d'Union monétaire ; certains ont notamment évoqué une éventuelle modification du calendrier de l'Union économique et monétaire, voire une remise en cause du Traité. Il convient de préciser deux points :

– en premier lieu, signé, ratifié et constitutionnellement approuvé par les douze pays de l'Union européenne, le traité de Maastricht est devenu la loi des parties ; à cet égard, une position légitime peut se résumer par la formule : « tout le Traité, rien que le Traité » ; or le Traité implique, d'une part, une convergence suffisamment avancée des économies, d'autre part, un calendrier destiné à encadrer et à favoriser les efforts de convergence ;

– en second lieu, des calendriers adaptés au degré de convergence des pays ne sont pas exclus par le Traité ; au demeurant, l'existence d'un groupe de pays plus avancés dans le processus de l'Union économique et monétaire serait de nature à exercer un effet d'entraînement, et non de rejet, vis-à-vis des autres pays, en les incitant à renforcer leur convergence.

En définitive, les enjeux de la politique monétaire sont complexes.

Il s'agit d'abord d'assurer, dans un climat de stabilité, de continuité et de crédibilité, une croissance économique qui soit suffisamment forte pour être créatrice d'emplois, et suffisamment saine, c'est-à-dire non inflationniste, pour être durable.

Il faut aussi participer à l'établissement d'une monnaie unique qui bénéficie d'une considération plus grande que celle dont dispose aujourd'hui chaque monnaie nationale envisagée isolément. La monnaie unique sera candidate à un rôle international marquant et sa crédibilité sera d'autant mieux assurée que le statut de la future Banque centrale européenne lui garantit une indépendance indiscutable.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en septembre 1994

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 127 – septembre 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 – août 1994

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX
(Tél. : +33 (1) 42 92 26 45 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

Rapport annuel du Conseil national du crédit – exercice 1993

Secrétariat général du Conseil national du crédit (CNC)
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Overview from the 1993 Annual report of the National Credit Council

Secrétariat général du Conseil national du crédit (CNC)
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)

Rapport annuel au CNC du Comité consultatif – exercice 1993-1994

Secrétariat général du Conseil national du crédit
(Tél. : +33 (1) 42 92 27 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 80 TTC

La situation du système productif en 1993

DIRECTION DES ENTREPRISES
(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 100 TTC

La monnaie et les systèmes de paiement en 1993 (2 volumes)

DIRECTION DES ÉTUDES ET STATISTIQUES MONÉTAIRES
(Tél. : +33 (1) 42 92 28 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 09)
DIRECTION DES MOYENS DE PAIEMENT SCRIPTURAUX ET DES SYSTÈMES D'ÉCHANGE
(Tél. : +33 (1) 42 92 44 88 – Télécopie : +33 (1) 42 92 54 23)
Prix des 2 volumes : FRF 80 TTC

Recueil des textes relatifs à l'exercice des activités bancaires – mis à jour au 31 mars 1994

Secrétariat du Comité de la réglementation bancaire
(Tél. +33 (1) 42 92 26 10 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 12)
Prix du numéro : FRF 300 TTC

Nature de la conjoncture actuelle et condition d'une reprise

par Jean-Pierre Chomette, directeur de la Conjoncture
Réunions mensuelles d'information n° 84 – Toulouse, le 24 février 1994
Banque de France Toulouse
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)

Cahiers régionaux Bretagne – septembre 1994

Note financière annuelle – Année 1993

Banque de France Rennes
Secrétariat régional Bretagne
(Tél. : +33 99 25 12 12 – Télécopie : +33 99 38 70 87)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – septembre 1994 n° 35

Les maisons de champagne – Année 1993
L'industrie du bois – Année 1993
Travail des métaux et fonderie – Année 1993
La situation du système productif – Année 1993

Banque de France Châlons-sur-Marne
Secrétariat régional Champagne-Ardenne
(Tél. : +33 26 66 71 00 – Télécopie : +33 26 66 71 09)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Haute-Normandie – septembre 1994

Performances et financement des entreprises industrielles – Année 1993

Banque de France Rouen
Secrétariat régional Haute-Normandie
(Tél. : +33 35 52 78 78 – Télécopie : +33 35 52 78 99)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Midi-Pyrénées – septembre 1994

Note financière annuelle – Année 1993

Banque de France Toulouse
Secrétariat régional Midi-Pyrénées
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 18)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Nord – Pas-de-Calais – septembre 1994 n° 3
Les comptes annuels des entreprises industrielles – Évolution 1992-1993***

Banque de France Lille
Secrétariat régional Nord – Pas-de-Calais
(Tél. : +33 20 40 47 47 – Télécopie : +33 20 40 47 99)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Pays de la Loire – septembre 1994 n° 31
La situation financière des entreprises industrielles en 1993***

Banque de France Nantes
Secrétariat régional Pays de la Loire
(Tél. : +33 40 12 53 53 – Télécopie : +33 40 12 53 29)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Poitou-Charentes – septembre 1994
Note financière annuelle – Année 1993***

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 Provence-Alpes-Côte d'Azur – juin 1994 n° 34
Note financière annuelle – Année 1993***

Banque de France Marseille
Secrétariat régional Provence-Alpes-Côte d'Azur
(Tél. : +33 91 04 10 10 – Télécopie : +33 91 04 10 66)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

Les banques ont les clients qu'elles méritent ... et vice versa

Entretien avec Maurice Gousseau, président du Comité consultatif (CNC)
(Épargne & Finance – n° spécial – septembre 1994)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Les enjeux de la politique monétaire¹

Intervention de Denis Ferman, sous-gouverneur,
au Centre des Hautes Études de l'Armement (Chear), à Paris, le 14 septembre 1994

¹ Publiée dans ce bulletin

É T U D E E S

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN JUIN 1994

Selon les dernières données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, *l'encours des capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) marque à fin juin 1994, pour la première fois depuis la création de ce produit en septembre 1992, une diminution par rapport au trimestre précédent (– 3,2 %). L'encours recensé dans l'enquête s'élevait en juin à 168,2 milliards de francs (contre 78 milliards de francs environ un an auparavant). Il se répartissait à hauteur de 33,6 % en actions, 39,5 % en titres d'OPCVM « actions » et 26,9 % en obligations d'État.*

Le nombre des PEA ouverts était, à la même date, de 2,9 millions, en progression de 0,5 % par rapport à fin mars 1994.

Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA atteignait 58 000 francs à fin juin, contre 60 000 francs à la fin du trimestre précédent et 32 200 francs à fin juin 1993 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 131 000 francs. On constate, par ailleurs, que les PEA

les plus importants sont concentrés chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse. De son côté, l'enquête Sofrès réalisée en mars 1994 à la demande de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et de la Société des bourses françaises – Bourse de Paris montre que la diffusion du PEA augmente fortement en fonction de l'âge et de la situation financière des individus même

si les privatisations ont représenté un facteur de diffusion de ce produit auprès des plus petits portefeuilles.

La présente étude fait apparaître que la diminution des capitaux placés est due principalement à celle des encours d'obligations du grand emprunt d'État, de juin 1993, alors même que l'évolution des indices boursiers a été beaucoup plus défavorable pour les actions que pour les obligations au cours du deuxième trimestre 1994 (– 9,8 %, contre – 5,6 % pour les obligations émises par l'État).

On peut trouver deux explications à ce phénomène : les opérations d'arbitrage que les ménages ont opérées afin d'acquérir des actions de l'UAP à l'occasion de la privatisation de cette société en avril 1994 et, par ailleurs, la plus grande maturité dont les actionnaires font preuve vis-à-vis des placements en actions, considérant que l'investissement dans ce type de valeurs reste le plus rentable à long terme.

MONIQUE CHOCRON
LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières*

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹. Les données portent sur l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du deuxième trimestre 1994. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages résultant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions » et obligations — dont ils sont issus.

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

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

¹ Les principales banques, les sociétés de bourse, les caisses d'épargne et La Poste

1. Résultats globaux

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

COMPOSITION, ÉVOLUTION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES					
	En millions de francs		Variation en %	Structure en %	
	Mars 1994	Juin 1994	Juin 1994/ Mars 1994	Mars 1994	Juin 1994
Actions	56 557	56 445	- 0,2	32,6	33,6
Obligations émises par l'État	48 659	45 279	- 6,9	28,0	26,9
OPCVM « actions »	68 491	66 488	- 2,9	39,4	39,5
TOTAL	173 707	168 212	- 3,2	100,0	100,0
Nombre de PEA	2 886 298	2 899 808	0,5		

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

En juin 1994, par rapport à mars, la valeur des titres placés sous dossier PEA a pour la première fois diminué, de 3,2 %, revenant, dans les établissements couverts par l'enquête à 168,2 milliards de francs (contre 173,7 milliards à fin mars 1994) auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 4,9 milliards¹.

Cette évolution traduit principalement la forte baisse des cours observée au deuxième trimestre de 1994. Corrigés de l'évolution des indices de cours², les encours d'actions et d'OPCVM « actions » ont progressé respectivement de 10 % et 7 %, tandis que les encours d'obligations se sont légèrement réduits (- 0,6 %), en raison notamment, selon toute vraisemblance, des arbitrages effectués au profit des actions, lors de la privatisation de l'UAP (qui a porté sur 18,2 milliards de francs au total).

Le nombre de PEA (d'environ 2,9 millions) est resté pratiquement inchangé d'un trimestre à l'autre (+ 0,5 %), la faiblesse de la bourse freinant, semble-t-il, la croissance soutenue que ce produit avait connue jusque-là. Le montant unitaire des PEA a diminué de 3,6 %.

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

Les encours des portefeuilles-titres présentés dans cette étude ont été établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (derniers chiffres connus, mars 1994 et décembre 1993 pour quelques établissements).

Pour un sous-échantillon largement représentatif d'établissements participant à l'enquête³, une comparaison a pu être effectuée entre les encours des PEA et les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions ») ; il en est ressorti que dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 10 points pour le deuxième trimestre de 1994).

¹ La représentativité de l'enquête peut être appréciée à la lumière des données de la Direction du Trésor sur le montant total du PEA à fin juin, qui s'élève à 188,2 milliards de francs.

² Indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable : - 9,8 % au deuxième trimestre 1994 ; indice Crédit lyonnais des emprunts d'État : - 6,3 %

³ Établissements gérant, dans l'enquête PEA, 77 % des valeurs (actions et obligations françaises, titres d'OPCVM « actions »)

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES (sous-échantillon)			
	en millions de francs		en pourcentage
	Mars 1994		Mars 1994
	255 785	435 694	164 439
Actions	255 785	435 694	164 439
Obligations			
Titres d'OPCVM « actions »			
TOTAL	855 918		100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

ENCOURS ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES (sous-échantillon)				
	Encours en millions de francs		Structure des encours en pourcentage	
	Mars 1994		Juin 1994	
	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994	Juin 1994
Actions	43 206	43 331	32,4	33,5
Obligations émises par l'État	37 323	34 858	28,0	26,9
Titres d'OPCVM « actions »	52 940	51 342	39,6	39,6
TOTAL	133 469	129 531	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

À fin juin 1994, comme précédemment, la part des OPCVM « actions » l'emporte sur celle des autres titres au sein des dossiers PEA (39,6 %, contre 26,9 % pour les obligations et 33,5 % pour les actions détenues en direct). Les obligations d'État ont perdu un point de détention au profit des actions.

**1.3. Part des valeurs gérées sous dossier PEA pour chaque catégorie de titres
(sous-échantillon) et dans le total des portefeuilles**

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES		
(en pourcentage)		
	Mars 1994	Juin 1994
Actions	16,9	16,9
Obligations	8,6	8,0
Titres d'OPCVM « actions »	32,2	31,2
TOTAL	15,6	15,1
Total des portefeuilles (a)	7,6	7,4
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 30 septembre 1994

À la fin du deuxième trimestre 1994, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 7,4 % des portefeuilles-titres à fin mars 1994¹.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été dès l'origine plus grande pour les titres d'OPCVM « actions » que pour les actions gérées en direct (cet écart dépassait 14 points à fin juin 1993).

1.4. Composition du PEA moyen et du compte-titres moyen

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
(en francs)			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
		Mars 1994	Juin 1994
Actions	-	19 595	19 465
Titres d'OPCVM	-	16 859	15 614
Obligations et valeurs étrangères	-	23 730	22 928
TOTAL	130 816	60 183	58 008

Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

Au 31 mars 1994, on dénombrait 16 779 641 comptes-titres (dernier chiffre connu), et au 30 juin 1994, on comptait 2 899 808 PEA, soit 17,3 % du total.

Selon l'enquête, 13 500 PEA seulement ont été ouverts au cours du deuxième trimestre 1994 (contre 83 000 environ au trimestre précédent).

Les PEA représentaient à fin juin 1994 un montant moyen d'environ 58 000 francs (contre 60 000 francs à fin mars). Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 mars 1994 environ 131 000 francs.

Il existe, toutefois, de grandes disparités de ce point de vue selon la catégorie socioprofessionnelle des ménages et, comme on le verra dans la seconde partie de cette étude, selon les catégories d'établissements dépositaires.

¹ Derniers chiffres connus. Compte tenu de l'évolution défavorable du marché entre mars et juin 1994, cette proportion est probablement plus élevée.

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

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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS				
	En millions de francs		En pourcentage	
	Mars 1994	Juin 1994	Mars 1994	Juin 1994
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions	6 263	5 906	60,7	60,5
Obligations émises par l'État	2 668	2 331	25,9	23,9
OPCVM « actions »	1 383	1 533	13,4	15,7
TOTAL	10 314	9 770	100,0	100,0
Nombre de PEA	32 728	31 583		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions	20 609	20 268	31,0	31,5
Obligations émises par l'État	19 554	18 044	29,5	28,1
OPCVM « actions »	26 262	25 957	39,5	40,4
TOTAL	66 425	64 269	100,0	100,0
Nombre de PEA	880 561	876 633		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions	29 685	30 271	30,6	32,1
Obligations émises par l'État	26 437	24 904	27,3	26,4
OPCVM « actions »	40 846	38 998	42,1	41,4
TOTAL	96 968	94 173	100,0	100,0
Nombre de PEA	1 973 009	1 991 592		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 30 septembre 1994		

Le tableau ci-dessus montre que la part des obligations d'État dans la composition des PEA des trois groupes d'établissements (entre 26 % et 30 % à fin mars 1994) a diminué au cours du deuxième trimestre 1994, ces titres ayant notamment servi, au paiement des actions de la compagnie d'assurances UAP. Chez les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les trois grandes banques, la part relative des obligations a baissé au bénéfice des OPCVM « actions ». Chez les « autres établissements », la part des obligations et celle des OPCVM « actions » ont diminué (respectivement de 0,9 point et de 0,7 point) au profit des actions (+ 1,5 point).

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS		(en pourcentage)
		Juin 1994/Mars 1994
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions		- 5,7
Obligations émises par l'État		- 12,6
OPCVM « actions »		10,8
TOTAL		- 5,3
Nombre de PEA		- 3,5
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions		- 1,6
Obligations émises par l'État		- 7,7
OPCVM « actions »		- 1,2
TOTAL		- 3,2
Nombre de PEA		- 0,4
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions		2,0
Obligations émises par l'État		- 5,8
OPCVM « actions »		- 4,5
TOTAL		- 2,9
Nombre de PEA		0,9
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 30 septembre 1994

En l'absence de mesure fiscales propres à stimuler l'intérêt des épargnants pour le PEA, au cours de la période sous-revue, le ralentissement constaté au premier trimestre 1994 s'est encore aggravé au deuxième trimestre, et, sous l'effet de la baisse des cours des actions et des obligations, les portefeuilles de la clientèle ont diminué pour les trois groupes d'établissements et plus particulièrement pour les banques d'affaires (– 5,3 %). La faible augmentation du nombre total de PEA au deuxième trimestre 1994 (+ 0,5 %, cf. § 1.1.), provient uniquement de ceux qui ont été ouverts chez les « autres établissements » (+ 0,9 %). Les banques d'affaires et les sociétés de bourse ainsi que les trois grandes banques accusent une diminution du nombre de leurs PEA (respectivement – 3,5 % et – 0,4 %).

La répartition par groupe d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée stable (1 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 30 % pour les trois grandes banques et 69 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent (24 % de l'ensemble), les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert plus de PEA que les autres réseaux.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Mars 1994	Juin 1994
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	13,9	13,1
Obligations	23,1	20,2
Titres d'OPCVM autres que monétaires.....	2,5	2,7
TOTAL	9,2	8,7
Total des portefeuilles (a).....	6,5	6,1
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	14,4	14,1
Obligations	11,1	10,2
Titres d'OPCVM autres que monétaires.....	10,9	10,7
TOTAL	11,8	11,5
Total des portefeuilles (a).....	8,8	8,5
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	17,9	18,3
Obligations	7,9	7,4
Titres d'OPCVM autres que monétaires.....	10,5	10,0
TOTAL	10,9	10,6
Total des portefeuilles (a)	7,6	7,4
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France		Mise à jour le 30 septembre 1994
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		

À fin juin 1994, les PEA représentaient 11,5 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM autres que monétaires dans les trois grandes banques, 10,6 % dans les « autres établissements » et 8,7 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 8,5 % du total pour les trois grandes banques, 7,4 % pour les « autres établissements » et 6,1 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison de la valeur moyenne des comptes-titres et des PEA selon le type d'établissement dépositaire¹

À fin juin 1994, la valeur moyenne des PEA représentait d'environ 36 % de celle des comptes-titres dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 39 % dans les « autres établissements » et 46 % dans les trois grandes banques.

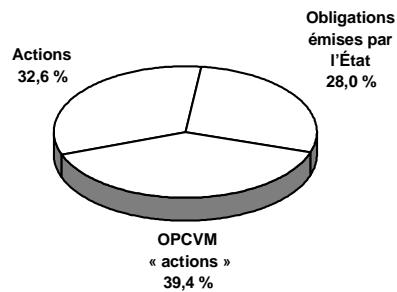
Les PEA moyens gérés par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisaient par une forte proportion d'actions (60,5 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques et dans celui des « autres établissements » (environ 40 % du portefeuille).

¹ Les tableaux dont ces informations sont issues ne figurent pas dans la présente étude, mais sont disponibles sur demande :
Tél. : +33 (1) 42 92 52 87.

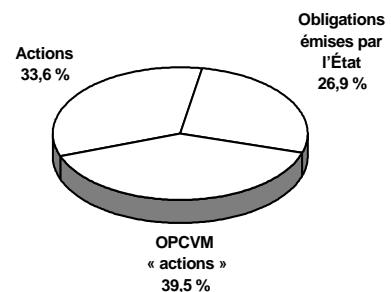
ANNEXE 1

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

MARS 1994



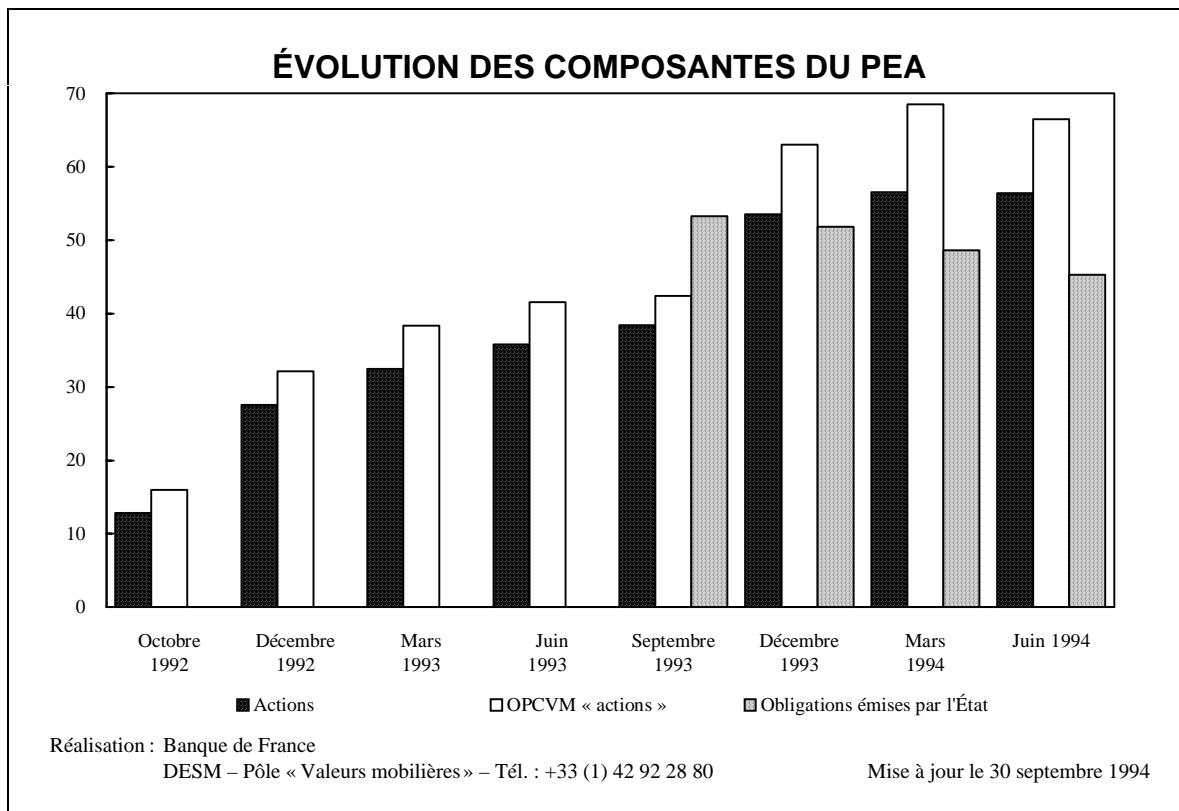
JUIN 1994



Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

ANNEXE 2

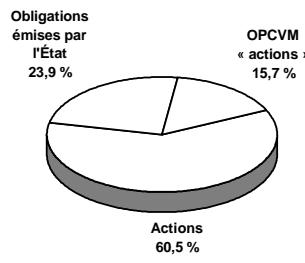




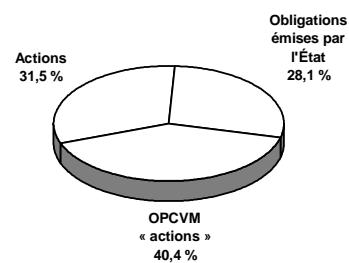
ANNEXE 3

RÉPARTITION DU PEA À FIN JUIN 1994

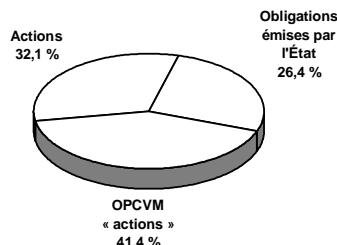
BANQUES D'AFFAIRES OU DE
PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE



LES TROIS GRANDES BANQUES



AUTRES ÉTABLISSEMENTS



Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

LES PORTEFEUILLES DE TITRES DES PERSONNES PHYSIQUES À FIN 1993

Synthèse de l'enquête-titres nationale annuelle

Cette étude fait la synthèse des informations disponibles à périodicité annuelle sur la diffusion des valeurs mobilières parmi les personnes physiques selon le montant du portefeuille, l'âge et la catégorie socioprofessionnelle du détenteur.

Les résultats complets de l'enquête annuelle 1993 basés sur l'exploitation des données relatives aux portefeuilles des principaux établissements dépositaires de titres¹ figureront dans le numéro du quatrième trimestre 1994 du supplément « Études » du Bulletin de la Banque de France². Toutefois, les résultats trimestriels de l'année 1993, élaborés à partir d'un échantillon légèrement plus réduit d'établissements mais cependant très représentatif de l'évolution et de la structure des portefeuilles-titres en 1993, sont disponibles depuis le mois de juillet dernier et ont fait l'objet d'une analyse détaillée parue au Bulletin de la Banque de France d'août 1994 (n° 8).

¹ Les grandes banques, les sociétés de bourse, La Poste et le Centre national des caisses d'épargne

² Les résultats de l'enquête annuelle à fin 1992 ont été publiés dans le Bulletin trimestriel de la Banque de France n° 88 de décembre 1993.

Parmi les informations contenues dans la présente étude, on relève, notamment, le désengagement très important de toutes les catégories de ménages vis-à-vis des titres d'OPCVM.

Fin 1993, on dénombrait 16,2 millions de comptes-titres ouverts par les personnes physiques, qui restent les premiers détenteurs de valeurs mobilières. Le portefeuille moyen par compte-titres s'élevait à

136,5 milliers de francs.

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

*Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières*

1. Nombre de comptes-titres et portefeuille moyen par compte-titres

Le nombre de comptes-titres ouverts à des personnes physiques — clients des établissements informateurs de l'enquête-titres — s'est établi au 31 décembre 1993, selon l'enquête annuelle, à 16 172 153, contre 14 426 821 à la fin de l'année précédente, soit une augmentation de 12,1 %. Il est intéressant de mettre en parallèle ces résultats avec ceux de l'enquête Sofrès de mars 1994 sur la détention de valeurs mobilières en France, réalisée à la demande de la Banque de France, de la Commission des opérations de bourse et de la Société des bourses françaises – Bourse de Paris, dont il résultait que 11,2 millions de français étaient détenteurs de valeurs mobilières (26 % de la population âgée de 15 ans ou plus).

Selon l'enquête-titres, l'augmentation du nombre de comptes-titres est due pour une large part à la création du Plan d'épargne en actions (PEA) au dernier trimestre de 1992. Le portefeuille moyen par compte-titres atteignait à fin décembre 1993, 136,5 milliers de francs, contre 137,2 milliers de francs un an plus tôt (- 0,5 %).

Rappelons qu'entre décembre 1992 et décembre 1993, selon l'enquête PEA de la Banque de France, 587 000 PEA ont été ouverts.

2. Analyse du profil des personnes physiques détentrices de valeurs mobilières

Les indications socio-démographiques (catégorie socioprofessionnelle, âge) et financières (montant du portefeuille) sont issues d'un sous-échantillon, dans la mesure où tous les établissements ne délivrent pas la ventilation des comptes-titres qu'ils gèrent selon ces trois critères. De plus, les établissements qui fournissent cette information ne la donnent pas systématiquement pour les trois critères. Ceci explique que la représentativité des tableaux ci-dessous, par rapport aux 16 millions de comptes-titres recensés au niveau le plus global, soit différente d'un tableau à l'autre.

2.1. Répartition par professions — catégories socioprofessionnelles

VENTILATION DU NOMBRE DE COMPTES ET DE LA VALEUR DES PORTEFEUILLES (a)							
	Nombre de comptes	Valeur des portefeuilles					Total des portefeuilles
		Actions françaises	Obligations françaises (b)	Actions étrangères	Obligations étrangères	Titres d'OPCVM	
Agriculteurs							
– 1992.....	6,0	2,2	7,3	1,5	5,7	5,3	5,3
– 1993.....	5,8	2,4	7,0	2,0	3,2	4,9	5,1
Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (c)							
– 1992.....	1,1	3,5	1,3	8,5	4,7	3,6	3,1
– 1993.....	1,0	3,3	1,2	8,5	5,0	3,2	2,8
Artisans et petits commerçants							
– 1992.....	5,5	3,4	5,5	1,7	3,4	6,3	5,6
– 1993.....	5,4	3,4	5,2	1,7	3,1	5,9	5,3
Professions libérales							
– 1992.....	3,1	5,3	2,5	5,4	3,2	5,5	4,7
– 1993.....	3,1	5,1	2,7	5,8	4,3	5,1	4,5
Cadres supérieurs							
– 1992.....	6,2	15,7	5,6	13,6	10,5	10,9	10,2
– 1993.....	6,3	16,5	6,1	14,4	12,9	11,0	10,4
Professions intermédiaires (d)							
– 1992.....	11,8	8,4	8,4	4,4	5,4	11,4	10,0
– 1993.....	12,0	8,4	8,6	5,5	4,7	11,5	10,1
Salariés non cadres							
– 1992.....	26,7	10,6	18,2	3,9	10,7	19,6	17,7
– 1993.....	26,8	10,2	17,6	4,3	9,1	19,7	17,4
Personnes non actives							
– 1992.....	39,2	50,0	50,3	58,1	43,8	36,4	42,3
– 1993.....	39,3	49,4	51,3	54,0	43,6	37,3	43,2
Non-résidents							
– 1992.....	0,4	1,0	0,8	3,0	12,6	1,0	1,1
– 1993.....	0,5	1,3	0,3	3,8	14,2	1,3	1,2
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 56 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.
 (b) Y compris titres participatifs
 (c) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans l'ancienne classification
 (d) Correspond à « cadres moyens » dans l'ancienne classification

Réalisation : Banque de France
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

On observe d'après le tableau ci-dessus, qu'il y a peu de variations d'une année à l'autre dans la diffusion des diverses valeurs mobilières parmi les catégories socioprofessionnelles (CSP).

Les personnes non actives restent de loin les plus gros détenteurs de valeurs mobilières et ce, quel que soit le type d'instrument considéré (43,2 % de l'ensemble des portefeuilles). La part d'actions françaises détenue par cette catégorie a toutefois diminué en 1993 (0,6 point).

En revanche, la part de détention des titres d'OPCVM a progressé de près d'un point pour les non-actifs. Celle des obligations françaises a gagné 0,5 point chez les cadres supérieurs.

Les inactifs détiennent 39,3 % des comptes-titres comme en 1992. D'après le sondage réalisé par la Sofrès, la part des inactifs-retraités est de l'ordre de 50 % au sein de la population des actionnaires et des détenteurs d'obligations et de plus de 60 % parmi les possesseurs de titres d'OPCVM.

Les catégories socioprofessionnelles aisées (professions libérales, cadres supérieurs) détiennent par ailleurs une part plus importante qu'en 1992 des portefeuilles de valeurs étrangères (+ 3,5 points notamment pour les obligations).

COMPOSITION DES PORTEFEUILLES ET PORTEFEUILLES MOYENS

(en pourcentage)

	Valeur des portefeuilles					Total des portefeuilles	Portefeuilles CSP/ portefeuilles ménages
	Actions françaises	Obligations françaises (a)	Actions étrangères	Obligations étrangères	Titres d'OPCVM		
Agriculteurs							
– 1992.....	5,2	35,2	0,7	0,4	58,4	100,0	0,90
– 1993.....	6,2	38,1	1,0	0,3	54,4	100,0	0,88
Chefs d'entreprise de 10 salariés ou plus (b)							
– 1992.....	14,1	10,4	7,1	0,6	67,8	100,0	2,91
– 1993.....	15,4	12,1	7,9	0,8	63,8	100,0	2,92
Artisans et petits commerçants							
– 1992.....	7,5	25,5	0,8	0,2	66,0	100,0	1,01
– 1993.....	8,6	27,3	0,9	0,3	63,0	100,0	0,97
Professions libérales							
– 1992.....	14,0	13,9	3,0	0,3	68,8	100,0	1,49
– 1993.....	14,9	16,5	3,4	0,4	64,8	100,0	1,45
Cadres supérieurs							
– 1992.....	19,1	14,2	3,4	0,4	62,9	100,0	1,66
– 1993.....	20,7	16,0	3,6	0,6	59,0	100,0	1,67
Professions intermédiaires (c)							
– 1992.....	10,3	21,6	1,1	0,2	66,7	100,0	0,85
– 1993.....	10,9	23,4	1,4	0,2	64,1	100,0	0,85
Salariés non cadres							
– 1992.....	7,4	26,6	0,6	0,2	65,2	100,0	0,66
– 1993.....	7,7	27,8	0,7	0,2	63,6	100,0	0,65
Personnes non actives							
– 1992.....	14,7	30,7	3,6	0,4	50,7	100,0	1,08
– 1993.....	15,0	32,7	3,3	0,5	48,6	100,0	1,10
Non-résidents							
– 1992.....	11,5	18,5	7,4	4,7	57,9	100,0	2,60
– 1993.....	14,7	8,1	8,3	5,5	63,5	100,0	2,57

(a) Y compris titres participatifs

(b) Correspond à « industriels et gros commerçants » dans l'ancienne classification

(c) Correspond à « cadres moyens » dans l'ancienne classification

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

L'examen de la structure des portefeuilles des différentes catégories de ménages montre que les avoirs en titres de tous les groupes considérés sont composés pour plus de la moitié de titres d'OPCVM (entre 54 % et 65 %). Les non-actifs, en 1993, font exception mais frôlent les 50 % (48,6 %).

Cette part a toutefois diminué pour toutes les catégories de ménages résidents (entre 2 et 4 points) ; de ce fait, la part des autres catégories de titres a progressé, celle des obligations françaises notamment (à l'exception des non-résidents dont le portefeuille a perdu 10,4 points de sa composante en obligations). Pour les ménages résidents, le désengagement vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires a, en partie, coïncidé avec des arbitrages en faveur du grand emprunt d'État émis en juin 1993 et détenu par 1,8 million d'individus âgés de plus de 15 ans, selon le sondage Sofrès déjà mentionné.

Le sondage montre également que 18,7 % de la population française, soit 8,1 millions de personnes, possédaient des titres d'OPCVM, ce qui représente une baisse de 15,6 % par rapport à décembre 1992, date du précédent recensement.

Les résultats de l'enquête-titres et des sondages apparaissent donc très proches.

Il faut souligner la progression importante de la part relative des obligations françaises au sein de tous les portefeuilles des ménages résidents, les écarts les plus significatifs ayant concerné les agriculteurs pour lesquels les obligations françaises représentent près de 40 % du portefeuille (+ 2,9 points) et les professions libérales (+ 2,6 points). Cette progression est liée, tout particulièrement, au succès rencontré par le grand emprunt d'État émis en juillet 1993 (110 milliards de francs).

On observe par ailleurs que l'importance relative du portefeuille moyen de chaque catégorie socioprofessionnelle par rapport au portefeuille moyen de l'ensemble des personnes physiques (cf. § 1) est restée sensiblement la même qu'en 1992 pour l'ensemble des groupes de ménages.

À la fin de l'année 1993, comme l'année précédente, les chefs d'entreprises détenaient toujours trois fois le portefeuille moyen des personnes physiques et quatre fois et demie celui des salariés non cadres, les disparités étant toujours très marquées d'une catégorie à l'autre.

Les portefeuilles moyens des catégories sociales les plus modestes (professions intermédiaires, agriculteurs, artisans) étaient compris entre 125 et 143 milliers de francs, inférieurs à celui des personnes non actives (163 milliers de francs).

Pour les catégories sociales les plus favorisées, les portefeuilles moyens étaient compris entre 214 et 432 milliers de francs.

2.2. La répartition par tranche d'âge

RÉPARTITION PAR TRANCHE D'ÂGE(a)

(en pourcentage)

	Nombre de comptes		Montant global	
	1993	1992	1993	1992
Moins de 18 ans	2,6	2,3	0,7	0,6
De 18 à 25 ans	4,1	3,9	1,1	1,2
De 26 à 35 ans	10,4	10,1	4,8	5,1
De 36 à 45 ans	14,3	14,6	10,0	10,9
De 46 à 55 ans	15,7	15,3	14,4	14,5
De 56 à 65 ans	19,7	20,0	21,2	22,0
Plus de 65 ans	33,3	33,9	47,8	45,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 76 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.

Réalisation : Banque de France

DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

Les avoirs moyens par tranche d'âge n'ont pratiquement pas varié de 1992 à 1993. La détention de valeurs mobilières augmente fortement avec l'âge. Les personnes âgées de 56 ans et plus, qui se superposent dans une large mesure à la catégorie des non actifs, représentent en effet 69 % de la valeur des portefeuilles.

À l'autre extrémité, les moins de 26 ans ne détiennent qu'à peine 2 % des portefeuilles (1,8 %) pour près de 7 % des comptes-titres.

Ces informations sont largement confirmées par les résultats du sondage Sofrès de mars 1994 : le taux de détention des valeurs mobilières augmente très fortement avec l'âge puisqu'il passe d'environ 9 % pour les moins de 25 ans à 43 % pour les personnes âgées de plus de 65 ans.

2.3. La répartition selon le montant du portefeuille

RÉPARTITION SELON LE MONTANT DU PORTEFEUILLE (a)				
	Nombre de comptes		Montant global	
	1993	1992	1993	1992
Moins de 50 000 francs	55,0	55,6	7,8	8,3
De 50 000 à 100 000 francs	18,5	18,1	10,7	10,7
De 100 000 à 250 000 francs	16,7	16,5	20,5	21,3
De 250 000 à 500 000 francs	5,8	5,8	16,1	16,5
De 500 000 à 1 000 000 francs	2,6	2,6	14,3	14,4
Plus de 1 000 000 francs	1,4	1,4	30,6	28,8
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Ce tableau est établi à partir d'un sous-échantillon représentant 79 % des portefeuilles recensés dans l'enquête.
 Réalisation : Banque de France
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 30 septembre 1994

Les ventilations établies auprès d'un échantillon regroupant environ 80 % des portefeuilles des personnes physiques appréhendés par l'enquête-titres annuelle, montrent que les portefeuilles d'un montant inférieur à 500 000 francs représentaient 96 % des comptes-titres en 1992 et 1993 pour des montants qui atteignaient respectivement 56,8 % et 55,1 % de la valeur des portefeuilles.

On observe que ce sont seulement les plus gros portefeuilles (de plus d'un million de francs) qui se sont développés, au détriment de tous les autres (+ 1,8 point).

De l'échantillon analysé ci-dessus, il ressort que le montant moyen des portefeuilles était à fin 1993 de 17 600 francs pour les dépôts inférieurs à 50 000 francs et de 2,8 millions de francs pour ceux qui sont supérieurs à un million de francs.

Au total, on constate comme les années précédentes qu'en dépit d'une meilleure diffusion des valeurs mobilières la concentration des portefeuilles reste forte : environ trois cinquième de l'encours global des titres (61 %) se trouvent encore logés dans un peu moins de 10 % des comptes.

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 790 déclarations
et portant sur la période du 4 au 16 juillet 1994)

Entre début avril et début juillet 1994, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont réduits. Sur un an, des baisses ont également été enregistrées quelles que soient les catégories considérées.

ÉVELYNE FAM
*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

Entre début avril et début juillet, les taux moyens des crédits aux entreprises ont diminué, des baisses sensibles ayant été enregistrées pour les découverts (0,38 point), pour l'escompte (0,62 point) et, encore plus, pour les autres crédits à court terme (1,09 point).

Sur la même période, le taux moyen au jour le jour et le TIOP à un mois se sont réduits respectivement de 0,74 point et 0,52 point.

Le TIOP à trois mois a baissé de 0,39 point. Le TBB, quant à lui, a été abaissé d'un quart de point passant de 7,95 % à 7,70 % en mai (son relèvement à 7,95 %, intervenu le 1^{er} septembre, est postérieur à l'enquête).

S'agissant des évolutions du coût des crédits selon la nature des concours et les tranches de montant, les réductions les plus marquées ont surtout concerné les crédits à court terme et notamment ceux d'un montant supérieur à 300 000 francs. Les baisses se sont ainsi étagées de 0,32 point pour les découverts compris entre 300 000 et 500 000 francs à 0,92 point pour les autres crédits à court terme compris entre 2 000 000 et 10 000 000 francs, atteignant même 1,17 point pour les autres crédits à court terme d'un montant supérieur à 10 000 000 francs.

En ce qui concerne les prêts à moyen et long terme, les baisses ont été plus faibles sauf pour la tranche des montants compris entre 2 000 000 et 10 000 000 francs (0,40 point).

Sur un an, soit entre juillet 1993 et juillet 1994, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses comprises entre 1,52 point pour l'escompte et les prêts à moyen et long terme et 1,85 point pour les autres prêts à court terme.

L'examen par montant fait ressortir que toutes les catégories ont connu une baisse sur un an, allant de 0,82 point pour l'escompte d'un montant inférieur à 100 000 francs à 2,31 points pour les découverts d'un montant supérieur à 10 000 000 francs.

Sur la même période, le TBB s'est réduit de 0,7 point, passant de 8,4 % à 7,7 % ; le taux moyen au jour le jour a baissé de 2,04 points, le TIOP à un mois de 2,31 points et celui à trois mois de 1,91 point.

Catégories de crédit	TAUX OBSERVÉS						(en pourcentage)	
	Par tranche de montant en milliers de francs							
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000		
ESCOMPTE								
moyen	11,08	10,19	9,64	9,06	8,16	6,93	8,07	
Taux minimum	6,31	6,18	6,37	5,63	5,90	5,86		
maximum	14,97	14,97	14,40	14,65	12,20	10,35		
DÉCOUVERT								
moyen	12,25	10,78	9,93	8,98	7,96	6,61	7,58	
Taux minimum	6,53	6,19	5,77	5,43	5,73	5,69		
maximum	16,39	16,39	14,97	15,66	12,90	9,70		
AUTRES COURT TERME								
moyen	9,31	9,48	8,96	8,09	6,93	6,22	6,52	
Taux minimum	6,95	5,95	6,06	5,71	5,52	5,50		
maximum	14,10	14,10	12,40	11,70	11,00	9,10		
MOYEN ET LONG TERME								
moyen	8,53	8,23	8,29	7,87	7,32	(a)	7,78	
Taux minimum	6,75	6,13	6,68	5,88	5,99	(a)		
maximum	11,85	11,90	11,00	11,00	10,00	(a)		

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

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 6,75 % octobre 2004

– en date du 30 août 1994

Le jeudi 1^{er} septembre 1994, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant à la tranche désignée ci-après.

Le montant global émis pour cette tranche sera compris entre 18 et 20 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard de francs par tranche.

1. OAT 6,75 % octobre 2004 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 135 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 26 septembre 1994, soit 124,28 francs par obligation.

Pour cette tranche, règlement des fonds et cotation le 26 septembre 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^e étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

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

- jusqu'au jeudi 1^{er} septembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 2 septembre 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 6,75 % OCTOBRE 2004			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
92,12	250 000 000	250 000 000	92,12
92,10	2 600 000 000	2 850 000 000	92,10
92,08	3 500 000 000	6 350 000 000	92,09
92,06	4 450 000 000	10 800 000 000	92,08
92,04	7 500 000 000	18 300 000 000	92,06
92,02	2 550 000 000	20 850 000 000	92,06
92,00	1 600 000 000	22 450 000 000	92,05
91,98	1 250 000 000	23 700 000 000	92,05
91,96	900 000 000	24 600 000 000	92,05
91,94	1 000 000 000	25 600 000 000	92,04
91,92	300 000 000	25 900 000 000	92,04
91,90	1 850 000 000	27 750 000 000	92,03
91,88	1 100 000 000	28 850 000 000	92,03
91,86	1 500 000 000	30 350 000 000	92,02
91,84	500 000 000	30 850 000 000	92,01
91,80	1 500 000 000	32 350 000 000	92,00
91,70	1 500 000 000	33 850 000 000	91,99
91,50	1 000 000 000	34 850 000 000	91,98

Prix limite retenu : 92,04 %
(taux de rendement : 7,92 %)
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 92,06 %
(taux de rendement : 7,92 %)

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 4 août 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	13 205	18 300	5 095
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,23	7,92	0,69
– au prix moyen pondéré	7,23	7,92	0,69

– *Résultat global de l'adjudication du 2 septembre 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 1^{er} septembre 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 372 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 416 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des obligations assimilables du Trésor de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 18 300 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émis s'élève donc à 21 088 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 6,75 % octobre 2004	18 300	372	2 416	21 088
TOTAL	18 300	2 788		21 088
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Communiqué de la Banque de France –
Adjudication d'obligations assimilables
du Trésor 6 % avril 2004**

– en date du 12 septembre 1994

Le mercredi 14 septembre 1994, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant à la tranche désignée ci-après.

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

1. OAT 6 % avril 2004 de 500 écus

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 30 écus 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 28 septembre 1994, soit 12,82 écus par obligation.

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

Pour cette tranche, règlement des fonds et cotation le 28 septembre 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^e étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives jusqu'au jeudi 15 septembre 16 heures, à hauteur de 25 % du montant adjugé en séance.

Pour le calcul du taux de participation, les SVT devront se référer aux montants qu'ils ont obtenus lors des trois précédentes séances d'adjudication d'OAT et de BTAN en écus (mars, mai et juillet 1994).

OAT 6 % AVRIL 2004			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
83,30	25 000 000	25 000 000	83,30
83,28	30 000 000	55 000 000	83,29
83,26	110 000 000	165 000 000	83,27
83,24	205 000 000	370 000 000	83,25
83,22	245 000 000	615 000 000	83,24
83,20	200 000 000	815 000 000	83,23
83,18	175 000 000	990 000 000	83,22
83,16	90 000 000	1 080 000 000	83,22
83,14	50 000 000	1 130 000 000	83,21
83,12	55 000 000	1 185 000 000	83,21
83,10	95 000 000	1 280 000 000	83,20
83,08	15 000 000	1 295 000 000	83,20
83,06	30 000 000	1 325 000 000	83,20
83,00	70 000 000	1 395 000 000	83,19

Prix limite retenu : 83,24 %
(taux de rendement : 8,63 %)
Demandes servies à ce prix limite : 100,00 %
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 83,25 %
(taux de rendement : 8,63 %)

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 13 juillet 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions d'écus).....	163	370	207
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	7,86	8,63	0,77
– au prix moyen pondéré.....	7,85	8,63	0,78

– *Résultat global de l'adjudication
du 15 septembre 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du

14 septembre 1994, aucune offre non compétitive n'a été présentée.

Le montant nominal global des OAT souscrites par voie de soumissions compétitives s'élève à 370 millions d'écus se répartissant comme suit :

OAT 6 % avril 2004 (en écus)	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
	370			370
TOTAL	370			370
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Journal officiel du 22 septembre 1994 –
Seuils de l'usure applicables à compter du
1^{er} octobre 1994**

**COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES :
TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 3 ^e trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} octobre 1994
DÉCOUVERTS EN COMPTE		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	11,89	15,85
AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	10,66	14,21
PRÊTS CONSENTEIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs	11,35	15,13
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX FIXE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	9,13	12,17
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX VARIABLE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	8,56	11,41

Note : 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.

Commissions de plus fort découvert :

Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1994 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

**COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS :
TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 3 ^e trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} octobre 1994
CRÉDITS DE TRÉSORERIE		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs	16,18	21,57
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs	13,11	17,48
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs	11,92	15,89
CRÉDITS IMMOBILIERS		
– Prêts relais	9,68	12,91
– Prêts immobiliers à taux fixe	8,88	11,84
– Prêts immobiliers à taux variable	8,80	11,73

Note : 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.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

Rectificatif

Une erreur de mise en page s'est glissée dans le Bulletin de la Banque de France de septembre dans la présentation des textes relatifs aux décisions n° 94-2 à n° 94-5 du Conseil de la politique monétaire.

Ces textes (p. 183-190) doivent être positionnés sous le titre : Bulletin officiel Banque de France (et non Bulletin officiel Comité de la réglementation bancaire).

Arrêté du Conseil général de la Banque de France du 28 juillet 1994 relatif à une enquête du Conseil national du crédit et de l'Institut national de la consommation sur le suivi du surendettement à partir d'un échantillon de débiteurs extrait du FICP

Le Conseil général de la Banque de France arrête :

Article 1^{er} – Pour répondre à une demande du Conseil national du crédit et de l'Institut national de la consommation, il sera procédé à une enquête auprès d'un échantillon de débiteurs signataires d'un plan conventionnel de règlement des situations de surendettement conclu dans le cadre de la loi n° 89-1010 du 31 décembre 1989 relative au règlement des difficultés de surendettement des particuliers et des familles (articles L 333.1 et suivants du Code de la Consommation). Cette enquête aura pour objectif de dresser un bilan qualitatif du dispositif institué par la loi précitée relative au traitement du surendettement des ménages.

Article 2 – Pour effectuer l'enquête visée à l'article précédent, le Centre de recherche sur l'épargne (Crep) est autorisé, sous la responsabilité du Conseil national du crédit, à procéder à l'audition d'un certain nombre de débiteurs :

- sélectionnés à partir d'un tirage aléatoire des données contenues dans le Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers, géré par la Banque de France ;
- et qui auront accepté, après interrogation préalable de la Banque de France, gestionnaire des secrétariats des commissions de

surendettement, de recevoir la visite d'un enquêteur accrédité par le Crep.

Article 3 – La Banque de France communiquera au Centre de recherches sur l'épargne, les données contenues dans les dossiers déposés par les débiteurs ayant accepté de participer à l'enquête.

Article 4 – Le droit d'accès des débiteurs s'exercera dans les conditions définies par l'arrêté du Conseil général de la Banque de France du 28 juin 1990 relatif au Fichier national des incidents de remboursement des crédits aux particuliers (FICP).

Communiqué de la Banque de France, en date du 29 septembre 1994, relatif aux avoirs de change utilisés lors de l'apurement de la dette contractée envers le FECOM

La situation arrêtée au 22 septembre 1994 fait apparaître l'incidence du rachat contre devises d'une fraction des écus utilisés lors de l'apurement de la dette contractée envers le Fonds européen de coopération monétaire. Cette opération ne modifie pas le volume des réserves de change. Elle se traduit par une augmentation de 5 445 millions de francs du poste « Écu » au regard d'une diminution de même montant du poste « Disponibilités à vue à l'étranger ». Le solde du poste « Disponibilités à vue à l'étranger » est également affecté par les autres opérations de la semaine.

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

du 1^{er} septembre au 30 septembre 1994

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 7 SEPTEMBRE 1994

- Décret n° 94-780 du 31 août 1994 modifiant le décret n° 89-624 du 6 septembre 1989 modifié pris pour l'application de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances.

JO DU 9 SEPTEMBRE 1994

- Arrêté du 26 août 1994 portant homologation du règlement n° 94-05 de la Commission des opérations de bourse.

JO DU 18 SEPTEMBRE 1994

- Arrêté du 22 août 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor aux cours du mois de juillet 1994.

JO DU 22 SEPTEMBRE 1994

- Avis concernant l'application de l'article L. 313-3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 23 SEPTEMBRE 1994

- Décret n° 94-822 du 22 septembre 1994 modifiant l'article 5 du décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France.

JO DU 25 SEPTEMBRE 1994

- Instruction n° 1-94 du 24 mars 1994 relative au système des réserves obligatoires prises en application de la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire.

JO DU 30 SEPTEMBRE 1994

- Arrêté du 16 septembre 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'août 1994.

- Arrêté du 27 septembre 1994 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 7,5 % avril 2005.