

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 16**

**AVRIL 1995**

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

## Le contexte économique et monétaire international

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

Après une accélération de la croissance au cours des derniers mois de 1994, l'activité semble se ralentir aux États-Unis depuis le début de cette année. Au Japon, en revanche, une reprise paraît devoir s'amorcer tandis que l'activité demeure soutenue en Allemagne. Alors que les taux d'intérêt ont, de nouveau, eu tendance à se détendre en mars dans la plupart des pays, des tensions ont été observées en Italie et en Espagne.

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

Le dollar a poursuivi son repli, en particulier contre le yen, jusqu'à atteindre des points bas historiques vis-à-vis de plusieurs monnaies. Le franc suisse est demeuré très recherché, malgré la baisse d'un demi-point du taux d'escompte de la Banque nationale. La livre sterling, affectée notamment par le recul du dollar et la faillite de la banque Barings, a atteint un creux le 17 mars, avant de se ressaisir un peu en fin de période. La couronne suédoise et, dans son sillage, d'autres monnaies nordiques, le mark finlandais en particulier, ont marqué un glissement par rapport au deutschemark. Ce dernier, demandé contre toutes monnaies durant la première quinzaine du mois, s'est ensuite stabilisé, voire légèrement tassé, vis-à-vis des monnaies réputées appartenir au « noyau dur » du dispositif communautaire. La peseta et l'escudo ont été dévalués, le 6 mars, respectivement de 7 % et 3,5 %. Le repli de la couronne danoise et du franc belge, sensible en début de mois, a été enrayé par les relèvements de taux directeurs des banques centrales du Danemark et de Belgique décidés le 8 mars. Le franc français, affecté en début de période par la grande fermeté du deutschemark, a marqué, après la suspension, le 8 mars, du guichet des pensions de 5 à 10 jours — remplacé par un guichet de pensions à 24 heures au taux de 8 % — et la publication d'indicateurs économiques favorables, un redressement qui s'est confirmé et amplifié après les baisses de taux de la Banque fédérale d'Allemagne le 30 mars.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en mars*

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a poursuivi sa progression, sans changement de rythme par rapport au mois précédent.

La progression de la demande globale s'est faite plus lente, notamment sur le marché intérieur. À l'exportation, les ventes progressent toujours sur les marchés lointains, mais des difficultés croissantes sont signalées dans les marchés européens dont les monnaies se sont dépréciées. La commercialisation des produits offerts est, en outre, affectée par l'affaiblissement du dollar. Sur le marché interne, la consommation apparaît atone et la demande interindustrielle, bien que soutenue par la reprise, très modérée, des dépenses d'équipement, semble moins vigoureuse qu'au cours des derniers mois.

Les carnets de commandes, toujours abondants dans les biens intermédiaires, sont globalement jugés satisfaisants. Les stocks sont généralement considérés comme bien adaptés au rythme de l'activité ; ils se rapprochent de la normale dans les biens intermédiaires, où ils apparaissaient insuffisants depuis plusieurs mois. Ils sont estimés supérieurs à la normale dans les industries agro-alimentaires et dans l'automobile. À l'exception du secteur des biens intermédiaires, où des relèvements de tarifs continuent d'être observés, les prix de vente sont demeurés globalement stables. La plupart des chefs d'entreprise ne paraissent pas en mesure de répercuter intégralement le renchérissement des matières premières, ce qui entraîne une érosion des marges jugée d'autant plus préoccupante que la dépréciation de certaines devises affecte la diffusion des produits nationaux.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de croître à un rythme proche de celui observé depuis le début de l'année.

La reprise de l'investissement est encore modeste. Les évolutions monétaires récentes se conjuguent avec l'approche des échéances électorales pour engendrer un climat d'incertitude qui affecte le comportement des chefs d'entreprise. Si la majorité des programmes visent à accroître la productivité des entreprises, des plans d'extension de capacité sont plus fréquemment annoncés, notamment dans les biens intermédiaires où se forment des goulots de production.

L'activité dans le secteur du BTP, qui s'est inscrite en recul par rapport au trimestre précédent, conserve toutefois un niveau proche de celui du premier trimestre 1994.

L'activité commerciale s'est stabilisée, après le repli observé en février.

Les effectifs n'ont pas varié dans le commerce, les services marchands et l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils continuent de s'effriter. Ils ont fléchi dans le bâtiment. La situation du marché du travail n'évolue guère. Les entreprises privilégièrent toujours majoritairement la flexibilité de l'emploi pour ajuster l'offre aux évolutions de la demande. Le mouvement de consolidation des emplois précaires, perceptible depuis plusieurs mois, se poursuit lentement.

### ***La balance des paiements en janvier<sup>1</sup>***

En données FAB-FAB cvs, l'*excédent commercial* (9,5 milliards de francs) demeure proche de celui du mois de décembre, ramené de 12,7 milliards à 9,9 milliards à la suite, notamment, de l'actualisation des coefficients cvs. En données brutes, il s'établit à 5,3 milliards de francs, en retrait tant par rapport au résultat élevé de décembre (12,5 milliards) que par rapport aux moyennes calculées sur 3, 6 ou 12 mois (environ 7,7 milliards de francs) ; sur douze mois glissants, il atteint 90,9 milliards de francs, contre 86,6 milliards pour les douze mois de 1994. Du fait de la modification du taux de passage entre importations CAF et importations FAB (porté de 0,958 pour 1994 à 0,967 pour 1995) les données FAB-FAB ne sont pas totalement comparables d'une année à l'autre.

Le mois de janvier ayant été marqué, comme l'an dernier, par l'encaissement de fortes recettes financières en provenance de l'Union européenne, l'*excédent des transactions courantes* s'est nettement accru tant d'un mois à l'autre, en données cvs, (32,3 milliards de francs, après 8,9 milliards en décembre 1994) qu'en cumul glissant sur douze mois, en données brutes, (73,3 milliards à fin janvier 1995, contre 54,4 milliards pour l'année 1994).

Le *compte financier (ex-mouvements de capitaux)* a enregistré des sorties nettes de 11,8 milliards de francs au cours du mois, alors que les *avoirs de réserve bruts (ex-avoirs du secteur officiel)* augmentaient de 2,3 milliards. Les *opérations sur titres* ont donné lieu à des sorties de 20,6 milliards de francs, sous l'effet des achats, par les résidents, de titres étrangers (26 milliards de francs). Les *flux financiers à court terme (ex-mouvements de capitaux à court terme)*, hors avoirs de réserve, se sont soldés par des entrées nettes de 19,4 milliards de francs.

<sup>1</sup> Des modifications méthodologiques ont été apportées à la présentation de la Balance des paiements à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1995 (cf. rubrique 4.2. du présent *Bulletin*).

## Les marchés de capitaux en mars

La tendance sur les marchés de taux d'intérêt à court terme a été largement influencée par la situation sur les marchés de change.

L'accélération du mouvement de baisse du dollar a entraîné un accroissement des tensions au sein du SME. Ces tensions ont conduit la Banque de France à suspendre, le 8 mars au matin, le guichet des pensions à 5-10 jours au taux de 6,40 %, pour lui substituer des pensions à 24 heures au taux de 8 %. Plusieurs autres banques centrales européennes ont également annoncé un relèvement de leurs taux d'intervention le même jour (Belgique, Danemark, Irlande). Dans ce contexte, les taux courts ont vivement progressé, alors que les taux longs étaient relativement peu affectés, en liaison, notamment, avec la persistance d'une orientation favorable sur les marchés américains.

À la fin du mois, le raffermissement du franc vis-à-vis du deutschemark a permis d'amorcer un mouvement de repli des taux courts, le marché obligataire continuant, pour sa part, d'être bien orienté.

À l'exception des certificats de dépôt, qui ont progressé au cours du mois, les différents encours des titres de créances négociables ont connu des baisses, plus ou moins sensibles.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité a fléchi, avec l'inversion de la courbe des rendements consécutive à la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

Mal orientée durant toute la première quinzaine de mars, la Bourse de Paris a ensuite connu une reprise qui lui a permis d'effacer l'ensemble des pertes du début du mois.

## Les agrégats monétaires

En février, l'agrégat de monnaie M3 a progressé de 0,9 %, après avoir diminué de 0,6 % le mois précédent (chiffre rectifié). Les principales composantes de M3 ont toutes enregistré une évolution positive en février. Ainsi, les moyens de paiement (M1), dont la variation au mois le mois est, au demeurant, assez irrégulière, se sont accrus de 1 % (-2,4 % le mois précédent). Les avoirs sur livrets à taux réglementés (M2 - M1) ont poursuivi leur croissance (+0,6 %). Enfin, l'ensemble des placements rémunérés à taux de marché (M3 - M2) s'est renforcé de 0,9 %, la reprise des comptes à terme, en particulier, ayant plus que compensé le repli des avoirs en titres d'OPCVM monétaires.

Sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées, tous les agrégats ressortent en croissance : M1 a augmenté de 0,7 %, M2 de 4,6 % et M3 de 2,8 %. Ce dernier agrégat a connu, sur la période récente, une croissance conforme à la tendance de moyen terme qui lui est assignée (5,4 % en progression annuelle sur les six derniers mois connus).

Le développement de l'épargne contractuelle (P1) est resté soutenu (+11,5 % sur un an), quoiqu'en léger ralentissement. Les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire se sont inscrits en hausse, respectivement de 15,4 % et de 15,2 % sur les douze derniers mois.

La croissance de l'endettement intérieur total est demeurée ferme à fin janvier (3,9 %, après 4,2 % à fin 1994), sous l'effet d'un développement toujours soutenu des financements de marché (+12,2 % en un an) et d'une progression sur les douze derniers mois de 0,6 % des crédits à l'économie.

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

### 2.1. France

#### **Le gouvernement et la politique générale**

##### ***Les accords internationaux***

- 2 mars** Signature avec le Japon d'un accord de coopération sur le financement des exportations des deux pays.
- 21 mars** Signature d'un accord avec le Brésil sur la protection et l'encouragement réciproques des investissements.
- 24 mars** Signature d'un accord avec la Roumanie sur la protection réciproque des investissements.

##### ***Les aides à divers secteurs économiques***

- 8 mars** Le ministre de la Défense annonce le déblocage de FRF 670 millions en faveur des PME du secteur de l'armement.
- 21 mars** Le Premier ministre annonce le déblocage de FRF 800 millions, correspondant à 10 000 prêts PAP, dans le cadre d'une accélération du programme prévoyant l'octroi de 50 000 prêts PAP en 1995.
- 22 mars** Le Premier ministre annonce plusieurs mesures en faveur de l'artisanat, et notamment le maintien à FRF 9 600 de la prime d'embauche d'un apprenti.

##### ***Les finances publiques***

- 15 mars** Selon les résultats définitifs du budget 1994, le déficit s'est élevé l'an dernier à FRF 299,1 milliards.
- 17 mars** Le déficit de trésorerie du régime général de la Sécurité sociale a atteint FRF 56,5 milliards à fin 1994.

##### ***Les entreprises publiques***

- 17 mars** Le ministre de l'Économie présente le deuxième plan de sauvetage du Crédit lyonnais, qui prévoit notamment le transfert de FRF 135 milliards d'actifs à une structure de cantonnement, bénéficiant de la garantie de l'État, chargée de les vendre, ainsi qu'un recentrage des activités de la banque publique.
- 24 mars** L'État apporte FRF 1 milliard supplémentaire à la Société marseillaise de crédit, qui s'ajoute à une avance de 326 millions transformée en augmentation de capital.
- L'État renforce les fonds propres du GAN à hauteur de FRF 2 milliards, par apport de 2 % des actions d'Elf Aquitaine, préalablement transférées de l'Érap à l'État.

## La Banque de France et la politique monétaire

- 8 mars** La Banque de France décide de suspendre ses opérations de 5 à 10 jours et de consentir des pensions à 24 heures au taux de 8 %.
- 21 mars** Le gouverneur Trichet présente le nouveau billet de FRF 500 Pierre et Marie Curie mis en circulation le 22 mars.
- 7 avril** La Banque de France ramène le taux de ses prises en pension à 24 heures de 8 % à 7,75 %.

## Les principaux indicateurs conjoncturels

### *Les perspectives de croissance*

- 16 mars** Selon la direction de la Prévision du ministère de l'Économie, le PIB progresserait de 3,3 % cette année. En 1996, sa croissance devrait se situer entre 2,8 % et 3,5 % et elle serait comprise entre 2,8 % et 3,3 % en 1997. Les principaux instituts de conjoncture sont un peu moins optimistes : la moyenne de leurs prévisions s'établit à 3,25 % pour 1995 et à 2,8 % pour 1996. De son côté, l'INSEE maintient sa prévision d'un rythme de croissance annualisé de 3,5 % pour le premier semestre de cette année.

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

- 8 mars** En février, les créations d'entreprises se sont élevées à 24 240, contre 25 140 en janvier et 27 480 en décembre.
- 28 mars** Selon l'INSEE, le nombre des défaillances jugées en août, septembre et octobre a diminué de 13,3 %, à 13 074 en données brutes, par rapport à la période correspondante de 1993.

### *Les immatriculations d'automobiles*

- 2 mars** Elles ont progressé de 11,8 % sur un an en février.

### *Les mises en chantier de logements*

- 28 mars** Le nombre des mises en chantier de logements neufs s'est élevé à 54 000 au cours des mois de janvier et février, en hausse de 2,1 % par rapport au bimestre correspondant de 1994.

### *La consommation des ménages*

- 23 mars** La consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 2 % en février, après avoir reculé de 2,3 % en janvier. Sur un an, elle a progressé de 3,5 %.

### *L'emploi*

- 7 mars** Au quatrième trimestre 1994, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,3 % selon l'INSEE et de 0,35 % selon l'Unedic. Sur l'ensemble de l'année, les deux organismes évaluent les créations d'emplois à respectivement 222 500 (+ 1,5 %) et 217 600 (+ 1,6 %).

**29 mars** En février, le nombre des demandeurs d'emploi s'est contracté de 10 200 (– 0,3 %), revenant à 3 296 200 (données cvs), soit 12,3 % de la population active.

#### ***Les salaires et la durée du travail***

**24 mars** Au quatrième trimestre 1994, le taux de salaire horaire ouvrier a progressé de 0,4 % par rapport aux trois mois précédents et de 2,2 % sur un an, selon le ministère du Travail.

Selon la même source, la durée hebdomadaire moyenne du travail s'établissait à 39,02 heures début janvier, contre 39,08 heures trois mois plus tôt.

#### ***Les prix***

**22 mars** Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont augmenté, en février, de 0,4 % sur un mois et de 1,7 % sur un an.

#### ***Les comptes extérieurs***

**21 mars** En 1994, les transactions courantes ont dégagé un excédent de FRF 54,4 milliards, contre 52,4 milliards en 1993.

**24 mars** En janvier, la balance commerciale a enregistré un excédent de FRF 9,5 milliards (cvs), presque identique à celui de décembre (9,89 milliards).

## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> mars** La progression du PIB américain au quatrième trimestre est révisée, de 4,5 % à 4,6 % et le déflateur implicite est révisé, de + 1,6 % à + 1,3 %.
- 2 mars** M. Pastor, secrétaire d'État à l'économie espagnole, indique qu'une sortie de la monnaie ibérique du mécanisme de change européen « ne serait pas catastrophique ».
- MM. Laware et Broaddus (Système de réserve fédérale) se déclarent peu inquiets du niveau du dollar.
- La balance commerciale allemande dégage en 1994 un excédent de 73,9 milliards de deutschemarks et les paiements courants un déficit de 55,6 milliards de deutschemarks.
- 3 mars** Interventions concertées des banques centrales à l'achat de dollars.
- L'amendement constitutionnel visant à rendre obligatoire un budget équilibré est rejeté par le Sénat américain.
- La Banque centrale d'Irlande relève de 6,25 % à 6,75 % son taux directeur.
- 6 mars** Dévaluation de la peseta de 7,0 % et de l'escudo de 3,5 %.
- La Banque d'Espagne remonte de 50 points, à 8,50 %, son taux au jour le jour.
- M. Laware estime que les interventions sur le change étaient « inappropriées ».
- 7 mars** En Allemagne, un accord salarial est conclu, entre IG Metall et le patronat, sur une hausse de salaires de 3,4 % plus des avantages annexes équivalant à 0,4 %-0,6 % pour 1995.
- En Allemagne, le chômage en février baisse de 8,9 % à 8,8 %.
- 8 mars** Le dollar touche un plus bas niveau historique contre deutschemark, à 1,3450.
- Le deutschemark atteint 3,59 francs.
- Relèvement des taux directeurs en Belgique et au Danemark.
- 9 mars** Relèvement de 6,75 % à 7,25 % du taux d'appel d'offres de la Banque centrale d'Irlande.
- 10 mars** Aux États-Unis, création de 318 000 emplois, en février, et taux de chômage en baisse de 5,7 % en janvier à 5,4 % en février.
- En Allemagne, publication du chiffre définitif de l'inflation pour février (+ 0,4 %, soit 2,4 % en rythme annuel).
- Accroissement du déficit commercial britannique (1,64 milliard de livres sterling en décembre, contre 754 millions en novembre).
- 14 mars** Aux États-Unis, baisse de 0,5 % en février des ventes au détail (+ 0,6 % en janvier).
- En Allemagne, progression de 0,7 % des prix de gros en février (+ 3,4 % en rythme annuel).

La Banque d'Espagne relève son taux directeur de 50 points de base, de 8,0 % à 8,50 %.

**15 mars** Aux États-Unis, progression de 0,5 % de la production industrielle, en février, (révision du chiffre de janvier de + 0,4 % à + 0,2 %) et hausse du taux d'utilisation des capacités industrielles à 85,7 %.

**16 mars** La Banque fédérale d'Allemagne laisse inchangés ses taux directeurs à l'issue de son Conseil.

Aux États-Unis, progression de 0,3 % des prix à la consommation en février (+ 2,9 % en rythme annuel).

En Italie, obtention par M. Dini du vote de confiance sur le collectif budgétaire.

**17 mars** Nouveau plus bas niveau historique de la livre sterling (à 2,19 deutschemarks) et de la lire (à 1 275 contre deutschemark).

**22 mars** En Allemagne, M3 s'inscrit en baisse de 3,8 % en février, après une diminution de 5,6 % en janvier (rythme annualisé par rapport au quatrième trimestre 1994).

Déficit commercial américain de 12,23 milliards de dollars en janvier.

Remontée de 8,10 % à 8,15 % du taux des pensions de la Banque de Suède.

**24 mars** Diminution de 0,8 % en février des commandes de biens durables aux États-Unis.

Au Royaume-Uni, progression de 0,7 % du PIB au quatrième trimestre.

**27 mars** M. Takemura — ministre des Finances japonais — se prononce en faveur d'une politique monétaire « souple ».

Réouverture des négociations sur l'automobile entre les États-Unis et le Japon.

En Allemagne occidentale, hausse de 0,2 % des prix à la consommation en février.

**28 mars** Aux États-Unis, réunion du Comité fédéral de l'open market, à l'issue de laquelle les conditions monétaires du Système de réserve fédérale restent inchangées.

**29 mars** Remontée de 8,15 % à 8,20 % du taux des pensions de la Banque de Suède.

M. Issing — membre du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne — s'inquiète, dans une déclaration, des répercussions d'un deutschemark fort sur l'économie allemande.

**30 mars** La Banque fédérale d'Allemagne ramène son taux d'escompte de 4,5 % à 4,0 %. Le taux Lombard demeure inchangé à 6,0 %. Le taux des pensions, stable à 4,85 % depuis le 27 juillet 1994, est abaissé à 4,50 % pour l'appel d'offres du 4 avril. Les prises en pensions des deux semaines suivantes auront lieu à taux variable.

La Banque nationale suisse réduit immédiatement son taux d'escompte de 3,5 % à 3,0 % à partir du 31 mars.

La Banque de Belgique abaisse son taux central de 5,85 % à 5,25 %, le taux des découverts à 24 heures de 7,85 % à 7,25 %, le taux des avances hors plafond de 10,00 % à 9,50 %, le taux d'escompte de 4,50 % à 4,00 %. Le taux central, relevé le 8 mars, reste supérieur à son niveau antérieur, qui était identique au taux des pensions de la Banque fédérale d'Allemagne (4,85 %).

La Banque des Pays-Bas ramène le taux de ses avances spéciales sur appels d'offres de 4,80 % à 4,50 %, et le taux de ses pensions à 24 heures de 4,50 % à 4,0 %.

La Banque d'Autriche réduit son taux d'escompte de 4,50 % à 4,0 %, son taux Lombard de 5,50 % à 5,25 % et le taux GOMEX de ses pensions de 4,70 % à 4,45 %.

**31 mars** Plus haut niveau historique du yen, à 86,50 pour 1 dollar.

La Banque du Japon abaisse le taux du jour le jour de 2,25 % à 1,75 %.

Révision en hausse, à 5,1 %, de la croissance du PIB américain au quatrième trimestre 1994.

La couronne suédoise atteint un plus bas niveau historique à 5,3875 pour 1 deutschemark.

**7 avril** La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 5,25 % à 5,0 %.

**12 avril** La Banque des Pays-Bas réduit de nouveau le taux des avances spéciales, le ramenant de 4,50 % à 4,40 %.

La Banque nationale de Belgique procède également à une nouvelle diminution de son taux central, l'abaissant à 4,75 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Après une accélération de la croissance au cours des derniers mois de 1994, l'activité semble se ralentir aux États-Unis depuis le début de cette année. Au Japon, en revanche, une reprise paraît devoir s'amorcer et, en Allemagne, l'activité demeure soutenue. Alors que les taux d'intérêt ont eu tendance de nouveau à se détendre en mars dans la plupart des pays, des tensions ont été observées en Italie et en Espagne.

La **hausse des prix** à la consommation est restée modérée dans l'ensemble. Aux États-Unis, elle a atteint 2,9 % l'an en mars comme en février. En revanche, au Japon, le glissement annuel des prix de détail est revenu de 0,6 % en janvier à 0,2 % en février. La hausse des prix sur un an s'est accentuée au Royaume-Uni (3,5 % en mars, après 3,4 % en février), en Espagne (5,1 %, après 4,8 %) et en Italie (4,9 %, après 4,3 %). En Allemagne occidentale, en revanche, le glissement annuel des prix en mars, à 2,3 %, est très légèrement inférieur à celui de février (2,4 %).

Les **taux d'intérêt** à long terme, considérés en moyenne mensuelle, se sont de nouveau détendus en mars dans les principaux pays. Seule, l'Espagne s'est largement écartée de cette tendance. La détente des taux à court terme s'est poursuivie dans la plupart des pays en mars, sauf en Italie et en Espagne où de nettes tensions ont été observées. La Banque fédérale d'Allemagne a, le 30 mars, abaissé son taux d'escompte de 0,50 point, à 4,0 %, sans modifier le taux Lombard. Le taux des pensions a été ramené à 4,50 % (contre 4,85 % depuis juillet 1994).

À la suite de la décision de la Banque fédérale d'Allemagne, de nombreux pays européens ont également réduit leurs taux directeurs (Autriche, Belgique, Pays-Bas, Suisse).

Aux **États-Unis**, la croissance économique s'est encore accélérée au cours des derniers mois de 1994 en dépit du resserrement de la politique monétaire du Système de réserve fédérale. Selon l'estimation finale publiée par le département du Commerce, le PIB s'est accru de 5,1 % au quatrième trimestre en rythme annualisé, après 4,0 % au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année, la croissance s'établit finalement à 4,1 %, après 3,1 % en 1993. Cette révision à la hausse est principalement due à une croissance plus vive que prévu de l'investissement en équipement et en logement.

Les derniers indicateurs disponibles témoignent de l'amorce du ralentissement de l'économie américaine. La croissance de la production industrielle est restée modérée par rapport aux derniers mois de 1994 (0,4 % en février, après 0,2 % en janvier et 6,9 % en glissement annuel, contre 7,3 % fin janvier). Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie a en revanche atteint un nouveau sommet avec 85,7 % en février, contre 85,5 % fin janvier. Pour la première fois depuis octobre, les commandes à l'industrie ont diminué de 0,2 % en février, après une progression de 0,7 % en janvier, sous l'influence d'un net recul des ordres passés pour les biens durables (-0,8 %, après une progression de 1,4 % le mois précédent) tandis que les commandes de biens non durables s'accroissaient de 0,6 %, après être demeurées stables en janvier. En glissement sur douze mois,

la variation des commandes totales à l'industrie s'est établie à 10,8 %, après 10,7 % fin janvier. Les ventes au détail se sont repliées de 0,5 % en février, après avoir enregistré une hausse de 0,6 % en janvier, soit la première baisse mensuelle depuis avril 1994. Leur variation annuelle est revenue de 8,5 % fin décembre à 6,0 %. Il s'agit du premier signe de ralentissement de la demande des ménages hors logement. La hausse des taux d'intérêt ne s'était, en effet, pas encore répercutee sur la consommation des ménages, alors que son impact négatif était déjà devenu perceptible sur le logement : les mises en chantier ont diminué de 2,6 % en février, après un recul de 12,0 % en janvier. Le taux de chômage est passé de 5,4 % en février à 5,5 % en mars, les créations nettes d'emplois étant revenues en rythme mensuel de 345 000 à 203 000. Les créations de postes se sont concentrées dans le secteur des services (133 000) et de la construction (58 000, après des destructions nettes de 35 000 en février) grâce à un temps plus clément que d'ordinaire. Le déficit commercial s'est accru, passant de 11,6 milliards en décembre à 16,3 milliards en janvier, les exportations s'étant repliées de 5,9 % sur un mois tandis que les importations progressaient de 3,1 %.

Au **Japon**, la publication des chiffres de la croissance au quatrième trimestre a confirmé le ralentissement de l'activité sur les derniers mois de 1994. Le PIB a en effet baissé de 0,9 %, après une augmentation de 0,9 % au troisième. La forte hausse de la consommation privée au troisième trimestre, engendrée par le premier impact des baisses d'impôts sur le revenu, ne s'est pas maintenue sur les derniers mois de l'année : la consommation s'est repliée de 0,6 %. L'investissement des entreprises a conservé en revanche l'orientation positive retrouvée au trimestre précédent, s'accroissant de 0,4 %, après 0,3 %. L'amorce du désengagement de l'État s'est traduite par le repli de l'investissement en logement (-5,9 %), après une croissance de 2,6 % au trimestre précédent, et de l'investissement public (-0,5 %), pour la première fois depuis deux ans. La contribution de l'extérieur est négative, à hauteur de 0,3 point, après 0,1 point au troisième trimestre. En moyenne sur l'année, le PIB s'est accru de 0,6 %, après -0,2 % en 1993.

Les indicateurs disponibles sur les premiers mois de 1995 montrent un nouveau fléchissement de la consommation, essentiellement lié aux conséquences du séisme de Kobé : en janvier, les dépenses réelles des ménages baissent de 4,2 %, après -3,1 % en décembre. Néanmoins, les indicateurs de conjoncture demeurent bien orientés, qu'il s'agisse de l'indicateur avancé du mois de janvier (70 sur une échelle de 100, contre 69 en décembre) ou des résultats de l'enquête trimestrielle de conjoncture de la Banque du Japon, publiée en mars : ils confirment en effet, au-delà de l'impact immédiat du séisme, la reprise de l'activité. En février, la production industrielle a d'ailleurs progressé de 1,9 %, contre -1,5 % en janvier, les mises en chantier de logements de 1,8 % sur un an, après une baisse de 5,6 % en janvier, et le taux de chômage est demeuré stable, à 2,9 % de la population active. Enfin, l'excédent commercial s'est élevé à 10,63 milliards de dollars en février, soit 18,13 milliards sur les deux premiers mois de l'année, contre 21,4 milliards sur la même période de 1994.

En **Allemagne**, le PIB a augmenté de 2,9 % en 1994, contre 2,8 % précédemment annoncés, en raison d'une révision à la hausse de la croissance en Allemagne orientale (+9,2 % en 1994, contre +8,9 %). Dans la partie occidentale du pays, la croissance du PIB n'a pas été corrigée (+2,3 %).

Selon les résultats de différents sondages, le climat des affaires au cours des premiers mois de 1995 apparaît plus favorable dans l'ensemble de l'Allemagne et la situation économique continue de nettement s'améliorer dans la partie orientale.

En Allemagne occidentale, le taux de chômage cvs est resté stable à 8,1 % de février à mars, et marque seulement un léger repli par rapport à mars 1994 où il s'élevait à 8,3 %. En Allemagne orientale, le taux de chômage, disponible uniquement en données brutes, est revenu de 14,8 % en février à 14,2 % en mars. Il atteignait encore 16,8 % un an auparavant. Pour l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage brut a diminué en mars, s'établissant à 9,6 %, contre 10,0 % en février et 10,1 % un an auparavant.

Le déficit des transactions courantes pour 1994, établi selon les nouvelles normes arrêtées par le FMI, a été revu à la baisse, atteignant 38,6 milliards de deutschemarks (1,2 %) du PIB, au lieu de 55,6 milliards publiés précédemment.

En janvier, le déficit des transactions courantes a été limité à 0,6 milliard de deutschemarks, en diminution par rapport au résultat de décembre (- 5,1 milliards). Pour sa part, la balance commerciale a dégagé un excédent de 8,8 milliards de deutschemarks, en hausse par rapport à celui réalisé en décembre (6,5 milliards).

Au **Royaume-Uni**, selon les données définitives, la croissance est restée très vive à la fin de l'année dernière, le PIB progressant de 0,8 % au quatrième trimestre, après 0,9 % au troisième, soit un glissement annuel de 4,2 %, après 4,1 %. En moyenne sur l'année, le PIB a crû de 3,8 %, après 2,1 % en 1993. La production industrielle a augmenté de 0,3 % en février, après avoir diminué de 0,2 % en janvier, tandis que le glissement annuel est revenu de 4,0 % à 3,8 %. Les ventes au détail ont assez sensiblement progressé en février : + 1,1 % en variation mensuelle, après - 1,2 % en janvier, le glissement annuel passant de 0,2 % à 2,6 %. Le taux de chômage continue de reculer, à 8,4 % de la population active en mars, après 8,5 % en février.

Sur l'ensemble de l'année 1994, le déficit commercial s'est nettement réduit : 9,9 milliards de livres sterling, contre 13,2 milliards en 1993. En janvier, le déficit s'est établi à 1,14 milliard de livres sterling, après 1,64 milliard en décembre.

En **Italie**, selon des données provisoires, la production industrielle s'est nettement redressée en janvier : elle a progressé de 2,8 %, après un déclin de 3,9 % en décembre. Sur un an, sa croissance s'est élevée à 12,5 %, après 3,5 % seulement. D'après l'enquête trimestrielle effectuée au début de janvier, le chômage a sensiblement augmenté, le taux s'établissant à 12,2 %, contre 11,9 % en octobre 1994.

En **Espagne**, le redressement de la conjoncture s'est poursuivi : le PIB a progressé de 2,8 % en glissement annuel au quatrième trimestre 1994, après 2,4 % au troisième. Sur l'ensemble de l'année, la croissance atteint 2,0 %, contre - 1,0 % en 1993. Au second semestre, c'est la demande intérieure qui a le plus contribué à la croissance, alors que le début de la reprise, au premier semestre 1994, avait été exclusivement alimenté par le dynamisme des exportations.

Le taux de chômage a reculé en mars, passant à 16,5 %, après 16,7 % en février. Il se situait à 17,9 % en mars 1994.

La balance courante a dégagé un excédent de 201,5 milliards de pesetas en janvier, après 11,9 milliards en décembre. Cette nette amélioration est attribuable à une réduction du déficit commercial et à une forte hausse des recettes touristiques.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le mois sous revue a été marqué par une poursuite du mouvement de repli du dollar, qui a enregistré les cours historiquement les plus bas contre plusieurs monnaies. Le recul de la devise américaine, plus particulièrement prononcé contre yen, a continué en outre de favoriser, en Europe, le deutschemark et les monnaies évoluant habituellement dans le sillage de ce dernier.

Le glissement du **dollar**, continu contre yen (la monnaie américaine a perdu environ 10 % sur le mois et a connu le 31 mars le niveau le plus bas à 86,40 yens), a été très concentré sur la première semaine du mois vis-à-vis des principales devises européennes et au total est apparu plus limité (– 5,5 % contre deutschemark, – 6,0 % contre franc français, – 8,0 % contre franc suisse ; le cours du dollar est passé durant le mois de 5,15 à 4,85 contre franc français et de 1,463 à 1,382 contre deutschemark). Plusieurs facteurs ont été à l'origine de ce mouvement de baisse :

– l'important déséquilibre des comptes extérieurs américains (le déficit de la balance commerciale s'est élargi de 7,26 milliards de dollars en décembre à 12,23 milliards en janvier) et le peu de progrès dans les négociations commerciales américano-nippunes sur l'automobile,

– les incertitudes persistantes, en début de période, sur les marchés émergents et la faiblesse du peso mexicain (7,50 pesos mexicains pour 1 dollar, à son cours le plus bas, le 9 mars),

– des aménagements de la structure de leurs réserves par des banques centrales asiatiques et plus généralement des réallocations internationales de portefeuilles bénéficiant surtout au yen, au deutschemark et au franc suisse,

– plus ponctuellement, d'importants rapatriements de capitaux opérés par des exportateurs et investisseurs nippons à l'approche de l'échéance fiscale japonaise du 31 mars,

– le maintien inchangé des conditions monétaires du Système de réserve fédérale à l'issue de la réunion du Comité fédéral de l'open market du 28 mars, alors qu'un relèvement était attendu par certains,

– enfin, des déclarations de responsables américains donnant à penser que les autorités monétaires ne cherchaient pas à s'opposer à l'orientation baissière du dollar ou qu'elles manquaient de détermination pour obtenir des résultats tangibles et durables.

Dans ce contexte, les interventions concertées du 3 mars, les achats de dollars opérés par la suite par certaines banques centrales, puis l'assouplissement des conditions de refinancement de la Banque fédérale d'Allemagne et de la Banque du Japon ont seulement permis de freiner la chute de la devise américaine.

Parmi les principales devises flottantes le **franc suisse** est demeuré très recherché. La baisse de 3,5 % à 3,0 % du taux d'escompte de la Banque nationale suisse, à la suite de l'assouplissement décidé par la Banque fédérale d'Allemagne le 30 mars, n'a nullement infléchi cette orientation. D'une fin de mois à l'autre, la devise helvétique a en effet progressé de 2,5 % contre deutschemark.

La **livre sterling** a subi le contrecoup du recul du dollar et a en outre été affectée par la faillite de la banque Barings et par la faiblesse du

gouvernement Major. Après avoir atteint son cours le plus bas à 2,19 deutschemarks pour 1 livre sterling, le 17 mars, la monnaie britannique s'est un peu ressaisie en fin de période.

La **couronne suédoise**, par suite d'importants dégagements, a marqué un glissement de 6 % par rapport au deutschemark jusqu'à un creux de 5,3875 le 31 mars. Cette défaveur a été suscitée par des rumeurs de retrait du marché domestique des institutionnels suédois et par des craintes de rejet du collectif budgétaire qui doit être présenté en avril, du fait de dissensions au sein de la coalition au pouvoir. Le relèvement — modique — de 8,10 % à 8,20 % du taux des appels d'offres de la Banque centrale n'a pas suffi à stabiliser la couronne. Les autres monnaies nordiques — mark finlandais en particulier — ont été affectées par la médiocre tenue de la devise suédoise.

Le **dollar canadien**, toujours affecté par des incertitudes politiques, est une des rares devises à avoir cédé du terrain — très modestement il est vrai — contre la monnaie des États-Unis.

À l'intérieur du SME, le **deutschemark** a continué d'apparaître très ferme. Recherchée contre toutes monnaies au cours de la première quinzaine de mars, la devise allemande a connu par la suite une évolution plus différenciée, notamment après la baisse du taux d'escompte de 4,5 % à 4,0 % et du taux des appels d'offres de 4,85 % à 4,5 % de la Banque fédérale d'Allemagne, le 30 mars. En effet, si le deutschemark est resté stable, voire s'est légèrement tassé, vis-à-vis des monnaies réputées appartenir au « noyau dur » du dispositif communautaire, il s'est à nouveau raffermi sur le mois contre livre irlandaise et les monnaies d'Europe du Sud.

Malgré une augmentation en deux étapes de 6,25 % à 7,25 % du taux directeur de la Banque centrale d'Irlande, la **livre irlandaise** a largement évolué en parallèle avec la livre sterling tandis que la **lire italienne** continuait de souffrir des doutes de l'opinion internationale quant à la capacité du gouvernement de faire accepter les mesures nécessaires au redressement financier du pays. À cet égard, si l'adoption par le Parlement du « mini-budget » présenté par M. Dini a suscité un certain apaisement des pressions qui s'étaient exercées sur la lire (nouveau record historique à 1 275 lire pour 1 deutschemark le 17 mars), elle n'a pas permis un redressement durable de la monnaie italienne.

La **peseta** a fait l'objet d'attaques spéculatives à la suite notamment des propos d'un membre du gouvernement laissant envisager une sortie du mécanisme de change. Ces pressions ont débouché sur une dévaluation de 7 % de la monnaie espagnole le 6 mars. Malgré cette décision et le relèvement de 8,0 % à 8,5 % du taux au jour le jour la peseta est restée fragile, connaissant même le 17 mars un nouveau cours historique de 93,50 pour 1 deutschemark.

L'**escudo**, dévalué de 3,5 % le 6 mars, a accompagné de façon atténuée la monnaie espagnole dans son recul.

Sensible en début de période, le repli de la **couronne danoise** et du **franc belge** a pu toutefois être enrayer par les relèvements de taux directeurs décidés le 8 mars par la Banque centrale du Danemark et la Banque nationale de Belgique, dans la foulée de la Banque de France. Pour sa part, la baisse des taux initiée par la Banque fédérale d'Allemagne le 30 mars, suivie par les Pays-Bas, l'Autriche et la Belgique, a conforté le redressement de l'ensemble des monnaies du « noyau dur ».

Le **franc français** sur lequel ont continué de peser les incertitudes politiques inhérentes à la campagne présidentielle, a également subi, en début de période, le contrecoup de la grande fermeté du deutschemark. Les cours de la monnaie allemande sur notre place se sont élevés jusqu'à 3,59 francs le 8 mars tandis que le Pibor 3 mois se traitait jusqu'à 10 % et que l'écart de rendement *Bund-OAT* atteignait 100 points de base. La suspension des appels d'offres à 5-10 jours et leur remplacement par des appels d'offres à 24 heures au taux de 8 % a ensuite

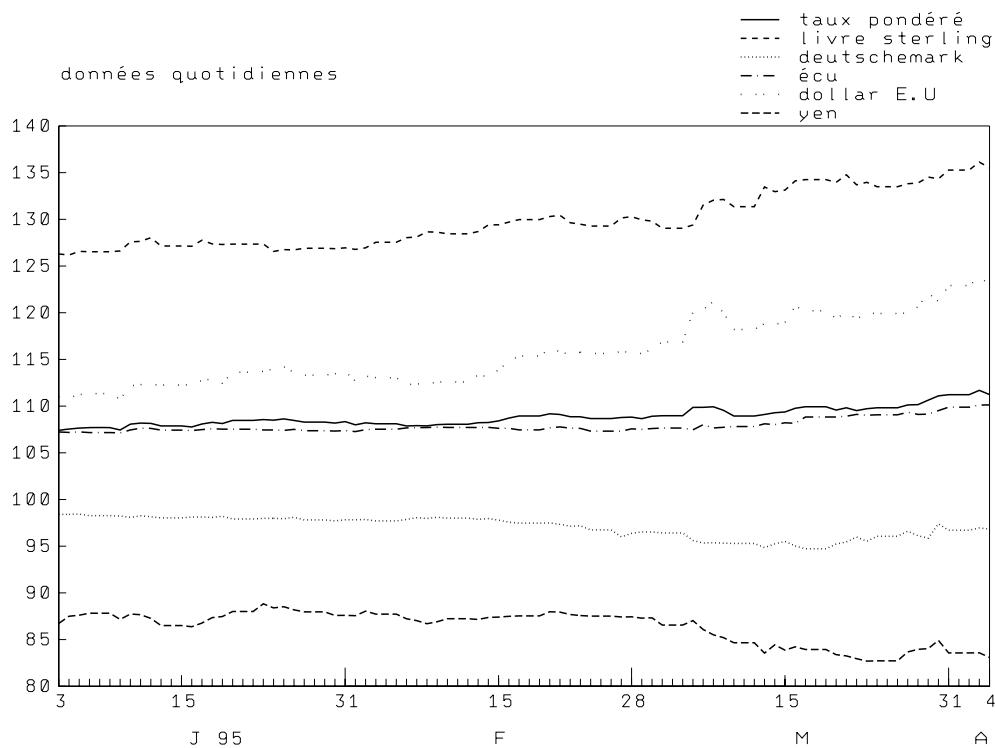
ramené le calme sur les marchés. Les statistiques favorables de la balance des paiements (hausse de l'excédent des transactions courantes à 52,1 milliards de francs cvs en 1994, solde commercial positif de 9,49 milliards de francs en janvier) et de l'emploi (recul de 0,3 % du nombre de demandeurs d'emplois en février et stabilisation du taux de chômage à 12,3 %) ont également contribué au redressement du franc. Celui-ci s'est confirmé et accentué, après les baisses de taux de la Banque fédérale d'Allemagne le 30 mars.

<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
		(en francs)		
Principales monnaies étrangères à Paris		28 février 1995	31 mars 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis .....	1 USD	5,1495	4,849	- 5,84
Écu privé.....		6,541	6,403	- 2,11
Allemagne.....	1 XEU	351,98	350,74	- 0,35
Belgique.....	100 DEM	17,088	17,0575	- 0,18
Pays-Bas .....	100 BEF	313,84	313,37	- 0,59
Danemark .....	100 NLG	88,52	88,38	- 0,16
Espagne .....	100 DKK	4,014	3,8135	- 5,00
Portugal .....	100 ESP	3,395	3,32	- 2,21
Irlande.....	100 PTE	8,1235	7,844	- 3,44
Royaume-Uni .....	1 IEP	8,1285	7,8285	- 3,69
Italie.....	1 GBP	3,079	2,835	- 7,92
Grèce.....	1000 ITL	2,2085	2,1455	- 2,85
Suède .....	100 GRD	69,87	65,46	- 6,31
Finlande .....	100 SEK	113,78	111,73	- 1,80
Norvège .....	100 FIM	79,45	78,28	- 1,47
Suisse.....	100 NOK	415,12	425,09	2,40
Japon.....	100 CHF	5,3181	5,564	4,62
	100 JPY			

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
	1 mois		3 mois	
	28 février 1995	31 mars 1995	28 février 1995	31 mars 1995
	Dollar.....	6,062	6,062	6,187
	Livre sterling .....	6,437	6,312	6,687
	Deutschmark.....	4,937	4,625	5,062
	Franc suisse .....	3,562	3,562	3,750
	Franc français .....	6,100	7,900	6,300
Source et réalisation :	Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31			Mise à jour le 31 mars 1995

## 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.

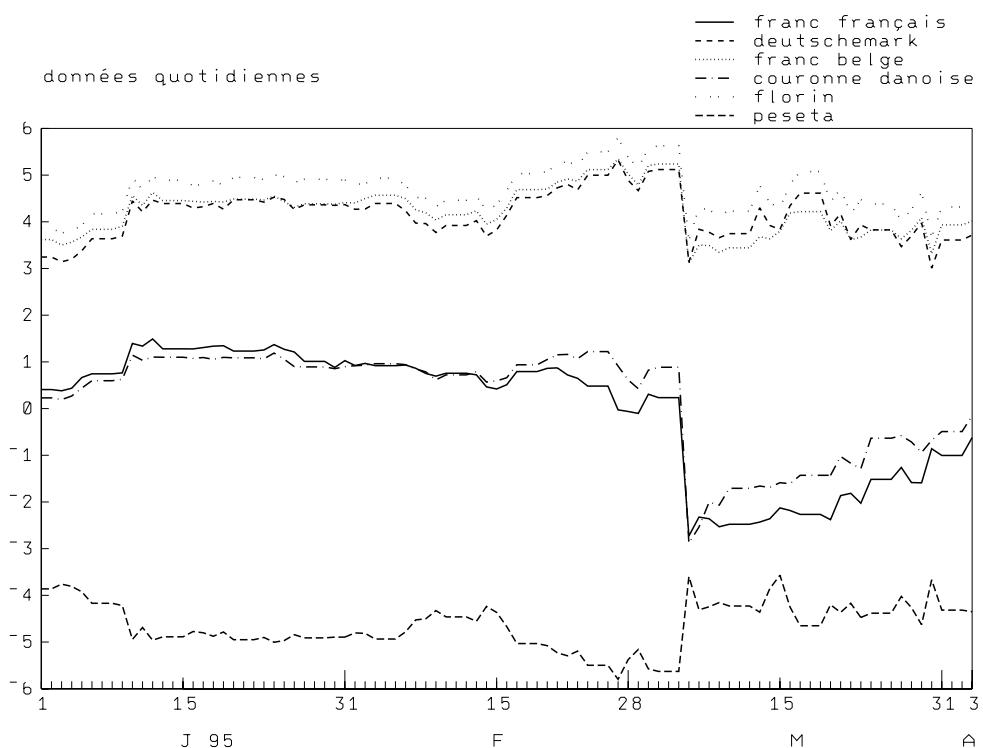
Source et réalisation : Banque de France

Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35

Mise à jour le 4 avril 1995

Depuis la fin du mois de février, le franc français a relativement peu varié par rapport à l'écu. Vis-à-vis du deutschmark, la monnaie française a continué de s'effriter jusqu'à la mi-mars ; elle s'est ensuite raffermie. Face au dollar et à la livre sterling, le franc s'est sensiblement apprécié. En revanche, il s'est inscrit en repli vis-à-vis du yen.

## 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.

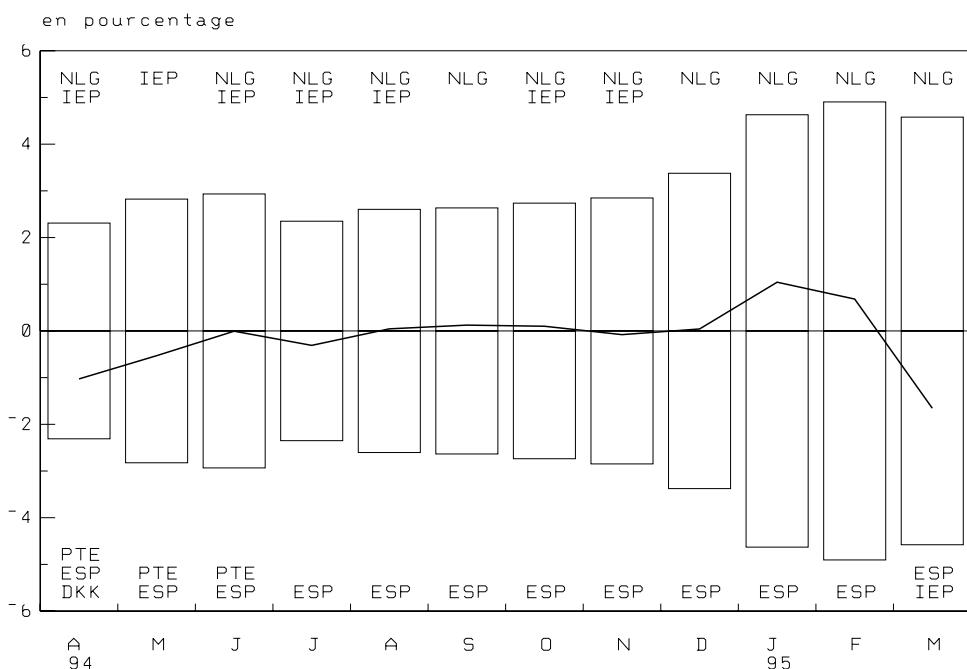
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

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

Mise à jour le 3 avril 1995

Depuis le 6 mars, date de la dévaluation de la peseta et de l'escudo de respectivement 7,0 % et 3,5 %, les positions relatives du franc français et de la couronne danoise au sein du Système monétaire européen se sont améliorées. En fin de période, leurs évolutions se sont rapprochées de celles du deutschemark, du florin et du franc belge. La situation de la monnaie espagnole a eu tendance à se stabiliser.

## ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure.

Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir :

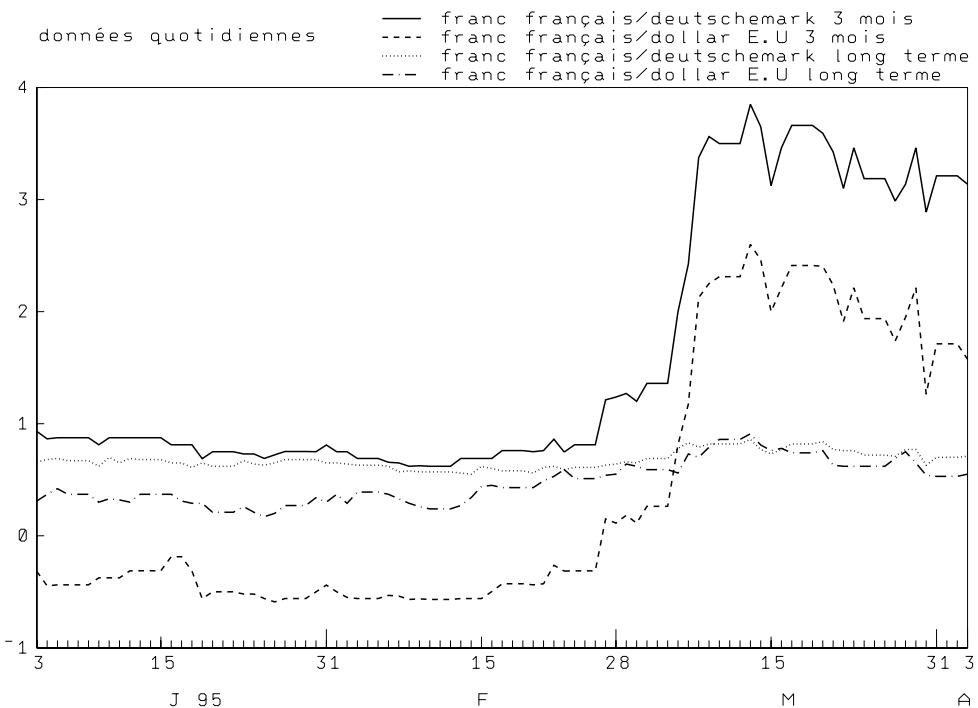
ATS, schilling autrichien ; BEF, franc belge ; DEM, deutschemark ;  
 DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FRF, franc français ;  
 IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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 4 avril 1995

À l'intérieur de la bande communautaire, la peseta et la livre irlandaise ont été, durant le mois de mars, en opposition avec le florin néerlandais, qui a continué d'enregistrer les écarts positifs moyens les plus importants. Au total, l'écart entre les extrêmes s'est légèrement resserré.

## 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 3 avril 1995

Durant la période sous revue, l'évolution des écarts de taux d'intérêt à court terme entre la France et l'Allemagne d'une part, la France et les États-Unis d'autre part, reflète essentiellement les variations des taux français. Après la forte hausse enregistrée début mars, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands a atteint près de 370 points de base ; il s'est ensuite légèrement tassé (310 points de base en toute fin de période). De même, l'écart entre taux français et américains a atteint 260 points de base avant de revenir, début avril, à un peu moins de 160 points.

S'agissant des taux d'intérêt à long terme, l'écart de taux entre la France et l'Allemagne a peu varié. Il est resté très proche de l'écart entre les taux français et américains.

### 3.3. Le marché de l'or

Compte tenu de la faiblesse du dollar, le cours de l'**or** s'est nettement raffermi au mois de mars. Sous l'effet d'achats de fonds, l'once d'or est revenue dans une fourchette de 380 à 385 dollars en milieu de mois. Stable par la suite, le prix du métal précieux a terminé le mois en vive progression. En effet, le vendredi 31 mars dans l'après-midi, le cours de l'once d'or a nettement réagi à la baisse des taux en Allemagne décidée

la veille et à la hausse de l'argent métal jusqu'au niveau record de 5,40 dollars l'once (+ 10 %). Sensible aux achats intensifs de fonds de placement sur le COMEX, le cours de l'or au comptant est monté temporairement jusqu'à 397 dollars l'once et a coté à 392 dollars au deuxième fixage de Londres. Il est revenu à son plus haut niveau depuis fin septembre 1994.

#### COURS DE L'OR

	Au 28 février 1995	Au 31 mars 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	62 450,0	60 000	-3,92
Lingot (le kg).....	62 700,0	60 700	-3,19
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	360,0	353	-1,94
Vreneli .....	361,0	351	-2,77
Union latine .....	361,0	351	-2,77
Souverain.....	463,0	447	-3,46
20 dollars .....	125,0	110	-11,80
Peso mexicain .....	2 325,0	2 250	-3,23
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	376,4	392	4,14
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35			Mise à jour le 31 mars 1995

# 4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

---

## 4.1. La conjoncture économique en mars 1995

### Les indicateurs

En mars, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une progression de 0,3 % succédant à une augmentation de 0,4 % en février, soit une hausse de 1,8 % sur un an.

Les comptes nationaux relatifs au quatrième trimestre font ressortir une augmentation du PIB de 0,6 % en volume (après + 0,8 % au troisième trimestre) soutenue par celle de l'investissement des entreprises (+ 1,8 %, contre + 0,6 %) ainsi que celle des exportations (+ 4,6 %, contre - 0,8 %).

L'activité commerciale s'est stabilisée en mars après le repli observé en février.

En février 1995, le nombre de logements commencés au cours des deux premiers mois de l'année ressortait en hausse de 2,1 % par rapport à la même période de 1994. L'activité dans le secteur du BTP, qui s'est inscrite en recul par rapport au trimestre précédent, conserve toutefois un niveau proche de celui du premier trimestre 1994.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,3 % au quatrième trimestre 1994 (résultats définitifs), après + 0,4 % au troisième trimestre.

En février, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a baissé de 0,3 %. Sur un an, le chômage continue sa décélération, diminuant de 0,6 % en février (contre une stabilisation en janvier et une augmentation de 10,5 % fin décembre 1993).

Le taux de chômage au sens du BIT s'est stabilisé à 12,3 % (comme en janvier, contre 12,4 % en décembre 1994).

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, en mars la production industrielle a poursuivi sa progression sans changement de rythme par rapport au mois précédent.

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

### LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 13 avril 1995

En mars, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la *production industrielle a poursuivi sa progression, sans changement de rythme par rapport au mois précédent*. L'activité, qui est restée stable dans l'automobile, a modérément augmenté dans les biens de consommation et les biens intermédiaires ; des progrès plus nets ont été enregistrés dans les biens d'équipement professionnels et les industries agro-alimentaires.

Le taux d'utilisation des capacités de production, qui depuis le début de l'année, a cessé de se redresser, n'a pas varié sensiblement au cours du mois.

### LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 13 avril 1995

La progression de la *demande globale* s'est faite plus lente, notamment sur le marché intérieur. À l'exportation, les ventes progressent toujours sur les marchés lointains, en Asie du Sud-Est notamment, mais des difficultés croissantes sont signalées dans les pays européens dont les monnaies se sont dépréciées (Italie, Espagne, Portugal, Royaume-Uni) ; la commercialisation des produits offerts est, en outre, affectée par l'affaiblissement du dollar.

Sur le marché interne, la consommation apparaît atone et la demande interindustrielle, bien que soutenue par la reprise, très modérée, des dépenses d'équipement, semble moins vigoureuse qu'au cours des derniers mois.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 13 avril 1995

Les *carnets de commandes*, toujours abondants dans les biens intermédiaires, sont globalement jugés satisfaisants.

Les *stocks* sont généralement considérés comme bien adaptés au rythme de l'activité. Il se rapprochent de la normale dans les biens intermédiaires, où ils apparaissaient comme insuffisants depuis plusieurs mois. Ils sont estimés supérieurs à la normale dans les industries agro-alimentaires et dans l'automobile.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 13 avril 1995

À l'exception du secteur des biens intermédiaires où des relèvements de tarifs continuent d'être observés, les *prix de vente* sont demeurés globalement stables. La plupart des chefs d'entreprise ne paraissent pas en mesure de répercuter intégralement le renchérissement du coût des matières premières, ce qui entraîne une érosion des marges jugée d'autant plus préoccupante que la dépréciation de certaines devises affecte la diffusion des produits nationaux.

Au cours des prochains mois, l'*activité devrait continuer de croître* à un rythme proche de celui observé depuis le début de l'année.

La reprise de l'*investissement* est encore modeste. Les évolutions monétaires récentes se conjuguent avec l'approche des échéances électorales pour engendrer un climat d'incertitude qui affecte le comportement de nombreux chefs d'entreprise. Certains investissements sont d'ores et déjà engagés, d'autres sont différés. Si la majorité des programmes visent à accroître la productivité des entreprises, afin notamment de compenser la hausse de certains coûts, des plans d'extension de capacité sont plus fréquemment annoncés, surtout dans les biens intermédiaires où se forment des goulots de production.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 13 avril 1995

L'activité dans le secteur du *BTP*<sup>1</sup>, qui s'est inscrite en recul par rapport au trimestre précédent, conserve toutefois un niveau proche de celui du premier trimestre 1994.

L'*activité commerciale* s'est stabilisée en mars après le repli observé en février.

Les *effectifs* n'ont pas varié dans le commerce, les services marchands et l'industrie, à l'exception de l'automobile où ils continuent de s'effriter. Ils ont fléchi dans le bâtiment. La situation du marché du travail n'évolue guère. Les entreprises privilégièrent toujours majoritairement la flexibilité de l'emploi en recourant aux modulations d'horaire, aux personnels intérimaires et aux contrats à durée déterminée pour ajuster l'offre aux évolutions de la demande. Le mouvement de consolidation des emplois précaires, perceptible depuis plusieurs mois, se poursuit lentement.

<sup>1</sup> Données brutes

## 4.2. La balance des paiements en janvier 1995<sup>1</sup>

### AVERTISSEMENT SUR LES MODIFICATIONS MÉTHODOLOGIQUES INTRODUITES AU 1<sup>er</sup> JANVIER 1995

La nouvelle présentation de la balance des paiements<sup>2</sup> préserve largement la continuité de lecture des tableaux mais engage une transformation progressive qui se poursuivra au 1<sup>er</sup> janvier 1996 par l'adoption de l'ensemble des dispositions du 5<sup>e</sup> Manuel du FMI, applicable par tous les pays selon un calendrier qui leur est propre.

– En matière de *nomenclature de secteurs institutionnels*, l'éclatement du secteur officiel entre autorités monétaires (Banque de France et Fonds de stabilisation des changes) et secteur des administrations publiques, afin de rapprocher les secteurs de la balance des paiements avec ceux de la comptabilité nationale, se traduit essentiellement, dans un premier temps par la mise en évidence des avoirs de réserve (bruts) au titre des autorités monétaires. Par ailleurs, un changement de nom est apporté au secteur privé non bancaire qui s'intitule désormais « autres secteurs » (sociétés non financières, ménages...).

– *Les modifications apportées à la présentation*, dont le schéma ci-dessous donne le détail, se subdivisent en modifications de libellés, en déplacement de lignes et en recompositions de rubriques de différents niveaux.

- **Au titre des modifications de libellés on trouve notamment**

Ancienne dénomination	Nouvelle dénomination
<b>Transactions courantes</b>	<b>Compte des transactions courantes</b>
Exportations – Importations	Marchandises générales
Marchandises	Biens
Grands travaux	Construction
Frais accessoires sur marchandises	Services commerciaux
Coopération technique	Services techniques
Services de gestion	Services administratifs entre affiliés
Services divers	Autres services
Salaires et autres revenus du travail	Rémunération des travailleurs
Intérêts et autres revenus du capital	Revenus d'investissements
Transferts unilatéraux du secteur officiel	Transferts courants du secteur des administrations publiques
Transferts d'économies des travailleurs	Envois de fonds des travailleurs
Transferts en capital	Compte de capital
<b>Ensemble des mouvements de capitaux</b>	<b>Compte financier</b>
Mouvements de capitaux à long terme	Flux financiers à long terme
Mouvements de capitaux à court terme	Flux financiers à court terme
<b>Ajustement</b>	<b>Erreurs et omissions nettes</b>
<b>Avoirs nets du secteur officiel</b>	<b>Avoirs de réserve (bruts)</b>

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

<sup>2</sup> Celle relative à la position extérieure de la France, établie une fois l'an, fera l'objet d'un avertissement particulier dans un prochain Bulletin.

• **Au titre des recompositions de rubriques, on trouve notamment**

*Transactions courantes : réaménagements sans incidence sur le solde de la rubrique*

- Mise en évidence des retraitements apportés aux chiffres douaniers de marchandises selon la méthodologie de la balance des paiements (corrections territoriales, opérations sans paiement)
- Négoce inclus jusqu'à présent en chiffres bruts dans les marchandises, reversé dans les services, en solde net
- Transfert du *Travail à façon* et des réparations dans la rubrique *Biens* qui regroupe les Marchandises générales, le Travail à façon et les réparations
- Séparation entre les services, *stricto sensu*, et les revenus, ces derniers comprenant la rémunération des salariés et les revenus d'investissements ; les redevances et droits de licence, y compris les brevets, étant désormais inclus dans les services
- Nouveau classement et nouvelle appellation des lignes de services et création notamment d'une ligne regroupant l'ensemble des transports, dont les subdivisions antérieures demeurent.

*Regroupement des mouvements de capitaux (flux financiers)  
en un compte baptisé Compte financier*

- Deux sous-ensembles sont créés, l'un regroupant tous les flux financiers à court et à long terme hors avoirs de réserve, l'autre regroupant les seuls avoirs de réserve (bruts)
- Conservation jusqu'en 1996 de la distinction court terme-long terme comme premier critère de ventilation des flux financiers à court et à long terme, en attendant la ventilation par instrument (investissements directs, investissements de portefeuille, autres investissements) et secteur au 1<sup>er</sup> janvier 1996
- Identification des flux de créances et d'engagements des administrations publiques d'une part, et des flux d'engagements des autorités monétaires, hors avoirs de réserve (bruts) d'autre part
- Dans les flux financiers à long terme, regroupement sous une rubrique « autres investissements », des crédits commerciaux et des prêts à long terme versés ou reçus par tous les secteurs.

Après prise en compte de ces modifications, les résultats du mois de janvier 1995 se caractérisent par :

- un solde très largement positif au titre des *transactions courantes* (30,9 milliards de francs, au lieu de 12 milliards en janvier 1994 et 17,4 milliards en décembre 1994).

Le mois de janvier est marqué non seulement par l'incidence de versements de l'Union européenne supérieurs à ceux reçus en janvier 1994, mais aussi par la bonne orientation des résultats d'échanges de biens et de services, à l'origine d'un excédent de 10,2 milliards de francs, au lieu de 4,5 milliards sur le mois équivalent de l'an dernier. Les revenus ont également contribué à ce mouvement ;

- un retournement des *flux financiers* par rapport au mois précédent (– 9,5 milliards de francs, au lieu de + 32,4 milliards en décembre de l'an dernier), les sorties de capitaux à long terme ayant excédé les entrées à court terme. À cet égard, les acquisitions de titres étrangers, dont une part en eurofrancs, par les résidents (– 26,0 milliards de francs) ont dépassé au cours du mois sous revue les achats nets de titres français par les non-résidents (+ 6,1 milliards de francs) ;

- une progression des *avoirs de réserve (bruts)* de 2,3 milliards de francs sur le mois.

## BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE

(en données brutes – en millions de francs)

	Année 1993 (a)	Septembre 1994 (b)	Octobre 1994 (c)	Novembre 1994 (c)	Décembre 1994 (c)	Janvier 1995 (c)	Janvier 1994 (c)	Année 1994 (c)
<b>1. Compte de transactions courantes .....</b>	<b>52 383</b>	<b>7 443</b>	<b>4 965</b>	<b>-4 176</b>	<b>17 387</b>	<b>30 857</b>	<b>11 952</b>	<b>54 402</b>
dort : Biens et services.....	134 884	15 571	17 016	8 238	19 575	10 172	4 450	154 083
<b>2. Compte de capital .....</b>	<b>-447</b>	<b>-281</b>	<b>-947</b>	<b>-8</b>	<b>-21 836</b>	<b>-154</b>	<b>-107</b>	<b>-25 537</b>
<b>3. Compte financier.....</b>	<b>-66 888</b>	<b>4 085</b>	<b>13 819</b>	<b>-12 493</b>	<b>25 570</b>	<b>-11 785</b>	<b>10 752</b>	<b>-5 382</b>
<b>3.1. Flux financiers (hors avoirs de réserve).....</b>	<b>-97 752</b>	<b>4 268</b>	<b>13 933</b>	<b>-12 563</b>	<b>32 444</b>	<b>-9 530</b>	<b>14 816</b>	<b>8 123</b>
<b>3.1.1. Long terme</b>								
– Investissements directs.....	-139	-11 097	10 473	-1 768	6 097	3 859	-412	-1 178
– Investissements de portefeuille .....	16 915	-15 812	-26 610	-26 235	854	-20 623	-42 274	-294 547
– Autres investissements .....	-39 197	-3 504	1 974	284	22 415	-12 230	4 725	52 761
<b>3.1.2. Court terme</b>								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques .....	-3 063	6 084	4 580	2 490	3 757	-13 506	-37 620	-57 247
– Secteur bancaire .....	-282 159	27 521	28 197	4 516	-15 945	31 437	118 156	280 398
– Autres secteurs .....	209 891	1 076	-4 681	8 150	15 266	1 533	-27 759	27 936
<b>3.2. Avoirs de réserve (bruts).....</b>	<b>30 864</b>	<b>-183</b>	<b>-114</b>	<b>70</b>	<b>-6 874</b>	<b>-2 255</b>	<b>-4 064</b>	<b>-13 505</b>
<b>4. Erreurs et omissions nettes .....</b>	<b>14 952</b>	<b>-11 247</b>	<b>-17 837</b>	<b>16 677</b>	<b>-21 121</b>	<b>-18 918</b>	<b>-22 597</b>	<b>-23 483</b>

(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 avril 1995

## 4.2.1. Les transactions courantes

Comme l'année dernière, le mois de janvier est marqué par l'encaissement de fortes recettes en provenance des institutions financières de l'Union européenne, en particulier du FEOGA-section garantie (26,4 milliards de francs, contre 21,6 milliards en janvier 1994). Aussi, l'excédent des transactions courantes s'accroît-il nettement, tant d'un mois sur l'autre en données cvs (32,3 milliards de francs, après 8,9 milliards en décembre 1994) qu'en cumul glissant sur douze mois en données brutes (73,3 milliards de francs à fin janvier 1995, contre 54,4 milliards pour l'année 1994).

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Compte de transactions courantes**

(en données brutes – en millions de francs)

	Décembre 1994 (a)	Janvier 1995 (a)	Janvier 1994 (a)	Année 1994 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES....</b>	<b>17 387</b>	<b>30 857</b>	<b>11 952</b>	<b>54 402</b>
<i>Biens</i> .....	9 778	2 749	-1 072	53 831
– Marchandises générales.....	9 059	1 768	-1 690	46 831
<i>Services</i> .....	7 196	5 623	3 300	71 201
– Transports .....	-423	-692	-345	-5 917
Transports maritimes .....	-675	-566	-646	-7 168
Transports non maritimes .....	252	-126	301	1 251
– Voyages .....	5 105	3 729	3 568	60 414
– Services techniques .....	1 215	199	761	6 790
– Autres services.....	-40	675	-2 136	-1 832
<i>Autres biens et services</i> .....	2 601	1 800	2 222	29 051
<i>Revenus</i> .....	3 442	1 584	-3 832	-54 945
<i>Transferts courants</i> .....	-5 630	19 101	11 334	-44 736
dort : Transferts du secteur des administrations publiques .....	-5 231	19 595	11 469	-40 189

(en données cvs – en millions de francs)

	Décembre 1994 (a)	Janvier 1995 (a)	Janvier 1994 (a)	Année 1994 (a)
<b>COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES....</b>	<b>8 949</b>	<b>32 326</b>	<b>12 411</b>	<b>52 687</b>
– Marchandises générales.....	4 218	2 662	-1 097	45 548
<i>Services (b)</i> .....	4 950	8 414	5 435	70 706
<i>Autres biens et services (b)</i> .....	2 364	2 034	2 511	29 119
<i>Revenus (b)</i> .....	-3 714	753	-4 611	-56 503
<i>Transferts courants (b)</i> .....	-474	-546	-159	-4 466

(a) Chiffres provisoires (b) Cf. tableau 14 dans la partie « statistiques »

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 avril 1995

**Les principales évolutions du commerce extérieur douanier**

Évolution globale (en données FAB-FAB) :

maintien d'un excédent substantiel

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent commercial du mois de janvier (9,5 milliards de francs) demeure proche de celui du mois de décembre, ramené de 12,7 milliards à 9,9 milliards à la suite, notamment, de l'actualisation des coefficients cvs. Bien qu'en léger repli d'un mois sur l'autre (– 1,7 % pour les exportations, – 1,5 % pour les importations), les flux restent élevés.

En données brutes, l'excédent est en retrait par rapport au résultat élevé enregistré en décembre (5,3 milliards de francs, après 12,5 milliards) comme par rapport aux moyennes calculées sur trois, six ou douze mois (environ 7,7 milliards de francs). Sur douze mois glissants, l'excédent atteint cependant 90,9 milliards de francs, contre 86,6 milliards pour les douze mois de 1994.

Enfin, on notera que le taux de passage entre importations CAF et importations FAB a été porté de 0,958 pour 1994 à 0,967 pour 1995. L'application d'un taux de 0,958 aux importations du mois de janvier aurait augmenté l'excédent FAB-FAB d'environ 1 milliard de francs, tant en chiffres bruts qu'en chiffres cvs. De ce fait, les données FAB-FAB ne sont pas totalement comparables d'une année à l'autre.

*Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs) :*  
*renforcement de l'excédent industriel*

L'excédent *agro-alimentaire* poursuit sa remontée (4,8 milliards de francs, après 4,1 milliards en décembre), laquelle résulte toutefois de mouvements contrastés : tassement des exportations de produits agricoles bruts, poussée des exportations de produits des industries agricoles et alimentaires.

Le déficit énergétique passe sous la barre des 4 milliards de francs, les importations de pétrole brut, de gaz naturel et de produits pétroliers raffinés tendant nettement à diminuer depuis plusieurs exercices.

L'excédent *industriel* (4,9 milliards de francs) est proche des moyennes calculées sur les mois précédents.

Les exportations de *biens intermédiaires* poursuivent leur progression, notamment dans les secteurs chimique et métallurgique. Le solde est excédentaire de 0,2 milliard de francs en janvier, alors qu'il est déficitaire d'environ 1 milliard de francs en moyenne sur les douze derniers mois. On observe une baisse des importations de produits chimiques.

L'excédent des *biens d'équipement professionnels* revient à 2 milliards de francs, contre 2,9 milliards en moyenne mensuelle sur l'année passée. Les exportations, qui avaient manifesté un vif essor durant l'exercice 1994, enregistrent un repli, accentué par le faible nombre d'Airbus vendus (3 pour 1,0 milliard de francs, contre 15 pour 6,4 milliards en décembre).

L'excédent *automobile* s'est établi à 0,8 milliard de francs depuis trois mois, avec des échanges en diminution. Au contraire, les échanges de *pièces détachées* et de *matériel utilitaire de transport terrestre* continuent de se développer à un rythme soutenu ; l'excédent se maintient autour de 2 milliards de francs.

Dans le secteur des *biens de consommation*, le solde demeure situé autour de l'équilibre atteint vers le milieu de l'année 1994. On observe d'un mois sur l'autre un repli de 4 % des exportations et de 3 % des importations.

*Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs) :*  
*forte progression de l'excédent envers les pays de l'Union européenne*

Il convient de signaler que la nouvelle série cvs calculée par les Douanes pour l'*Union européenne* n'est plus égale à la somme des séries cvs de chaque État membre, la méthode de désaisonnalisation étant appliquée directement sur la série globale.

L'entrée de la Suède, de la Finlande et de l'Autriche dans l'*Union européenne* n'affecte pas l'excédent substantiel constitué vis-à-vis de cette zone. Les flux échangés avec les trois nouveaux membres s'élèvent à quelque 3 milliards de francs dans les deux sens et aboutissent globalement à un solde assez proche de l'équilibre.

Les exportations à destination des pays de l'*Union européenne* continuent de progresser, tandis que les importations se ralentissent, aboutissant à un solde de + 4,2 milliards de francs, après + 2,9 milliards en décembre.

**Graphiques non disponibles**

Le déficit se contracte envers l'UEBL à la suite d'un recul des importations de 4 %. Les échanges progressent sensiblement avec le *Royaume-Uni* (7 % à l'exportation, 4 % à l'importation), entraînant un renforcement de l'excédent (3,6 milliards de francs, au lieu de 3,1 milliards), nettement supérieur aux moyennes constatées sur les derniers mois.

On observe un repli de 3 % des exportations vers l'*Allemagne* et l'*Italie*. Le déficit envers l'*Allemagne* atteint 1 milliard de francs, contre environ 0,5 milliard en moyenne mensuelle sur l'année passée. Le solde à l'égard de l'*Italie* devient négatif (-0,3 milliard de francs, au lieu de +0,2 milliard).

Le déficit vis-à-vis des pays de l'*OCDE hors Union européenne* (2,7 milliards de francs) est conforme aux moyennes des mois précédents. Celui contracté envers les *États-Unis* s'allège (1,1 milliard de francs, au lieu de 2,2 milliards) à la suite d'une hausse de 3 % des exportations et de 9 % des importations. Des achats importants de matériel ferroviaire en provenance du *Canada*, destinés au tunnel transmanche, aboutissent à un déficit inhabituel à l'égard de ce pays (1,2 milliard de francs). On notera enfin que le *Mexique* (exportations : 0,2 milliard de francs, importations : 0,4 milliard) fait son entrée dans l'*OCDE*.

*Hors OCDE*, la seule évolution notable concerne les *pays d'Asie à économie en développement rapide* (excédent record de 1,5 milliard de francs) du fait de l'exportation d'un bateau-citerne à destination de la Malaisie.

### **Les principaux postes des transactions courantes**

L'application des recommandations du 5<sup>e</sup> manuel du FMI conduit à une nouvelle présentation des transactions courantes rappelée en avertissement à ce texte.

#### **Les biens**

Ce poste se décompose en deux lignes : *marchandises générales*<sup>1</sup> (ancienne ligne « exportations et importations ») et *travail à façon et réparation* (auparavant classée en services). Au cours du mois sous revue, l'excédent des biens se contracte (2,7 milliards de francs, au lieu de 9,8 milliards), reflétant l'évolution de la ligne *marchandises générales* (+1,8 milliard de francs, au lieu de +9,1 milliards en données brutes ; +2,7 milliards de francs, au lieu de +4,2 milliards en données cvs). L'excédent progresse en revanche sur douze mois glissants à janvier 1995 (57,7 milliards de francs, contre 53,8 milliards pour l'année 1994).

#### **Les services**

(en données cvs)

Le poste « services » comprend dorénavant la ligne *négoce international* (désormais présentée en net et auparavant classée parmi les « marchandises ») et la ligne *redevances* (précédemment recensée dans les « revenus »). L'excédent des services se renforce nettement d'un mois sur l'autre (8,4 milliards de francs, contre 5 milliards), principalement sous l'influence des *voyages* (+6,4 milliards de francs, contre +5,4 milliards) et des *assurances* (+0,7 milliard de francs, contre -0,3 milliard). Il progresse également sur douze mois glissants à janvier 1995 (73,5 milliards de francs, contre 71,2 milliards pour l'année 1994), du fait des *autres services*, le déficit des commissions et frais bancaires de janvier 1994 faisant place à un excédent en janvier 1995.

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

### **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 milliards de francs en janvier, après + 2,4 milliards en décembre.

### **Les revenus**

(en données cvs)

Le retour du solde (+ 0,8 milliard de francs, au lieu de - 3,7 milliards) provient d'un allégement du déficit des revenus d'investissements (- 3,5 milliards de francs, au lieu de - 0,7 milliard). Ce déficit se contracte également sur douze mois glissants à janvier 1995 (49,3 milliards de francs, contre 53,3 milliards pour l'année 1994), d'une part sous l'effet d'une augmentation des revenus d'investissements directs et des intérêts nets perçus par le secteur officiel, d'autre part sous l'influence d'une contraction du déficit des revenus d'investissements de portefeuille et des règlements de coupons courus non échus effectués lors des négociations sur le marché secondaire.

### **Les transferts courants**

(en données brutes)

Comme en janvier 1994, les transferts courants sont excédentaires (+ 19,1 milliards de francs, après - 5,6 milliards en décembre 1994), du fait des fortes recettes perçues par le secteur des administrations publiques au titre du FEOGA-section garantie dans le cadre des nouvelles procédures issues de la réforme de la PAC.

## **4.2.2. Les transferts en capital**

Les abandonnements de créances accordés aux pays de la Zone franc à la suite de la dévaluation du franc CFA avaient constitué la quasi-totalité des transferts en capital opérés en 1994. Enregistrés au mois de décembre, ces transferts s'étaient élevés à 21,8 milliards de francs. En janvier 1995, les transferts en capital portent sur des montants modestes : - 0,2 milliard de francs.

## **4.2.3. Le compte financier<sup>1</sup>**

Au cours du mois de janvier 1995, le compte financier a enregistré des sorties nettes de 11,8 milliards de francs, alors que les avoirs de réserve brutes augmentaient de 2,3 milliards de francs.

### **Flux financiers à long terme**

Le solde des *investissements directs* s'est élevé à 3,9 milliards de francs, en raison d'un montant important de 6,8 milliards d'investissements étrangers en France.

Les *opérations sur titres* ont donné lieu à des sorties de 20,6 milliards de francs, sous l'effet des achats par les résidents de titres étrangers (26 milliards de francs) et notamment d'obligations libellées en devises et d'euro-obligations en francs. Il convient, en particulier, de mentionner le rôle prépondérant des banques résidentes agissant pour leur propre compte dans ces acquisitions (cf. infra). Ces sorties ont été très partiellement compensées par des achats de titres français par les non-résidents, en particulier par des acquisitions d'OAT et de BTAN (5,9 milliards de francs).

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

Dans les autres investissements, le secteur des *administrations publiques* a suscité 3,2 milliards de francs de sorties à long terme, par suite du versement de la contribution de la France à l'Association internationale de développement.

Les *prêts bancaires à long terme* ont entraîné 9,1 milliards de francs de sorties principalement du fait de mises en place d'eurocrédits en devises au bénéfice de non-résidents (6,7 milliards de francs) et de remboursements par les banques résidentes de prêts de l'étranger en francs (3,9 milliards de francs).

### **Flux financiers à court terme**

Hors avoirs de réserve, les flux à court terme du compte financier se sont soldés par des entrées nettes de 19,4 milliards de francs en janvier 1995.

Les opérations à court terme du *secteur bancaire* sont à l'origine d'entrées nettes de 31,4 milliards de francs. Le comportement des non-résidents vis-à-vis du franc a suscité 6,5 milliards de francs d'entrées principalement sous l'effet d'achats à terme de francs, les non-résidents vendant du dollar à terme dans un contexte de baisse continue de la monnaie américaine. La clientèle résidente a aussi été à l'origine d'entrées de capitaux (10,2 milliards de francs) en raison de dénouements d'achats à terme de devises, principalement en dollars.

En outre, la politique des banques résidentes en matière de transformation d'échéances en devises est à l'origine d'entrées de 25,4 milliards de francs, compte tenu du financement à court terme d'une augmentation de leur portefeuille de titres étrangers libellés en devises.

Les opérations du *secteur des autorités monétaires et des administrations publiques* sont à l'origine de sorties de 13,5 milliards de francs, du fait de cessions de 2 milliards de francs de bons du Trésor à court terme par les non-résidents et surtout d'une diminution de 10,8 milliards des engagements du Trésor public auprès de l'étranger, tout particulièrement dans le contexte de l'Union européenne.

Les flux financiers à court terme des *autres secteurs* ont dégagé des entrées nettes de 1,5 milliard de francs.

Enfin, les *avoirs de réserve* (bruts) ont augmenté de 2,3 milliards de francs sur le mois, après une progression de 6,9 milliards en décembre.

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

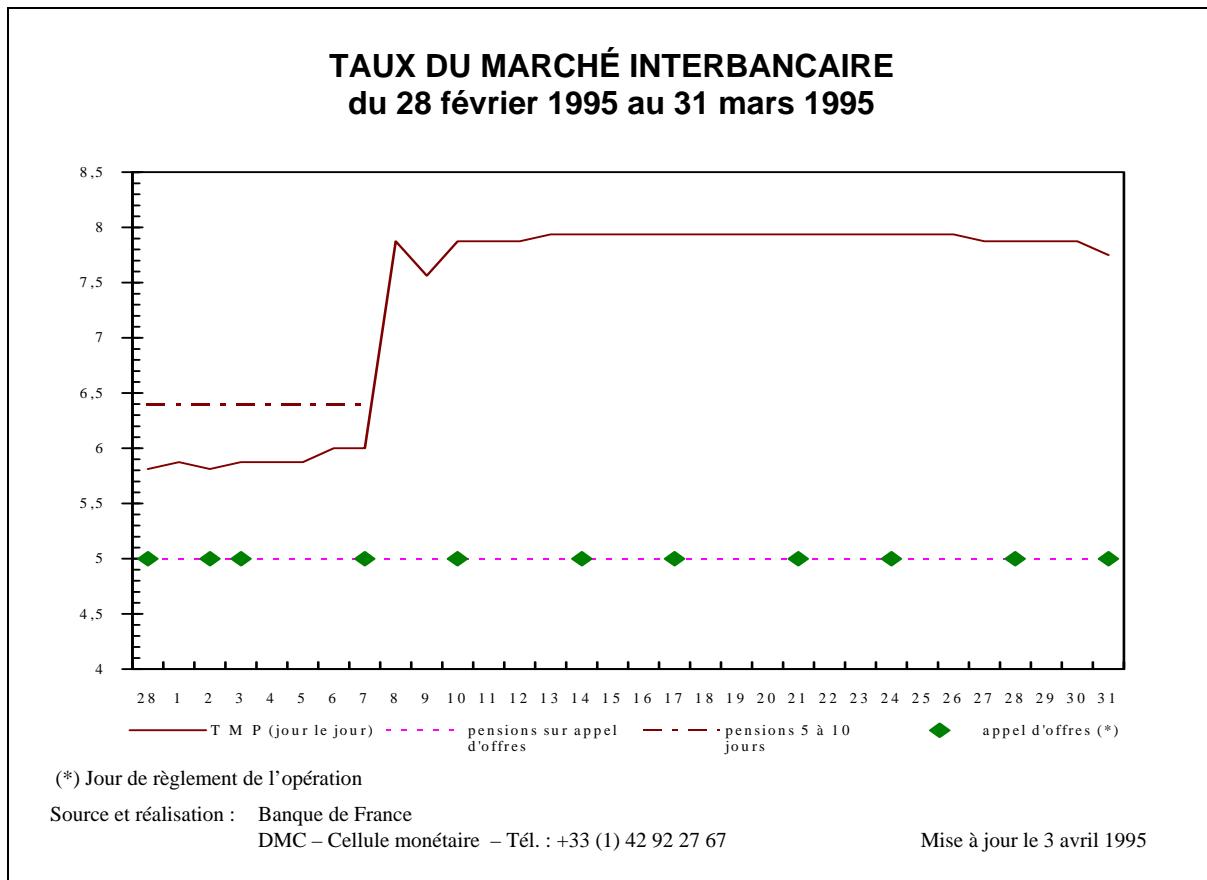
## 5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

La tendance sur les marchés de taux d'intérêt à court terme au cours du mois de mars a été largement influencée par la situation sur les marchés de change.

L'accélération du mouvement de baisse du dollar a entraîné un accroissement des tensions au sein du SME. Ces tensions ont conduit la Banque de France à suspendre, le 8 mars au matin, le guichet des pensions à 5-10 jours au taux de 6,40 % pour lui substituer des pensions à 24 heures au taux de 8,0 %. Plusieurs autres banques centrales européennes ont également annoncé un relèvement de leurs taux d'intervention le même jour (Belgique, Danemark, Irlande). Dans ce contexte, les taux courts ont vivement progressé alors que les taux longs étaient relativement peu affectés, en liaison notamment avec la persistance d'une orientation favorable sur les marchés américains.

À la fin du mois de mars, le raffermissement du franc vis-à-vis du deutschemark a permis d'amorcer un mouvement de repli des taux courts, le marché obligataire continuant, pour sa part, d'être bien orienté.

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



Durant les premiers jours de mars, le loyer de l'argent au jour le jour s'est maintenu sur un niveau légèrement inférieur à 6 %. À la suite de la décision du Conseil de la politique monétaire, annoncée le 8 mars au matin, de suspendre le guichet des pensions à 5-10 jours au taux de 6,40 % et de lui substituer un guichet de pensions à 24 heures au taux de 8,0 %, le taux au jour le jour s'est instantanément tendu et a fluctué, jusqu'à la fin du mois, entre 7 3/4 % et 7 7/8 %.

Le taux moyen mensuel s'est établi à 7,44 % en mars, contre 5,34 % en février.

Le volume des concours de la Banque de France est demeuré à peu près stable, passant de 108,8 milliards de francs le 28 février à 103,8 milliards de francs le 31 mars.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 février-15 mars ont atteint 19,4 milliards de francs (dont 12,4 milliards sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 18,8 milliards de francs.

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

*(en milliards de francs)*

	Février 1995	Mars 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-241,4	-240,8	0,6
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-6,3	-6,8	-0,5
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	121,6	120,0	-1,6
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	4,8	6,7	1,9
DIVERS .....	8,3	8,6	0,3
<b>TOTAL</b> .....	<b>-112,9</b>	<b>-112,2</b>	<b>0,7</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres .....	88,6	74,7	-13,9
- Autres pensions .....	3,2	17,6	14,4
- Bons du Trésor achetés ferme .....	25,7	25,6	-0,1
- Opérations d'escompte net .....	0,5	0,5	0,0
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-5,0	-6,2	-1,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>112,9</b>	<b>112,2</b>	<b>-0,7</b>

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

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

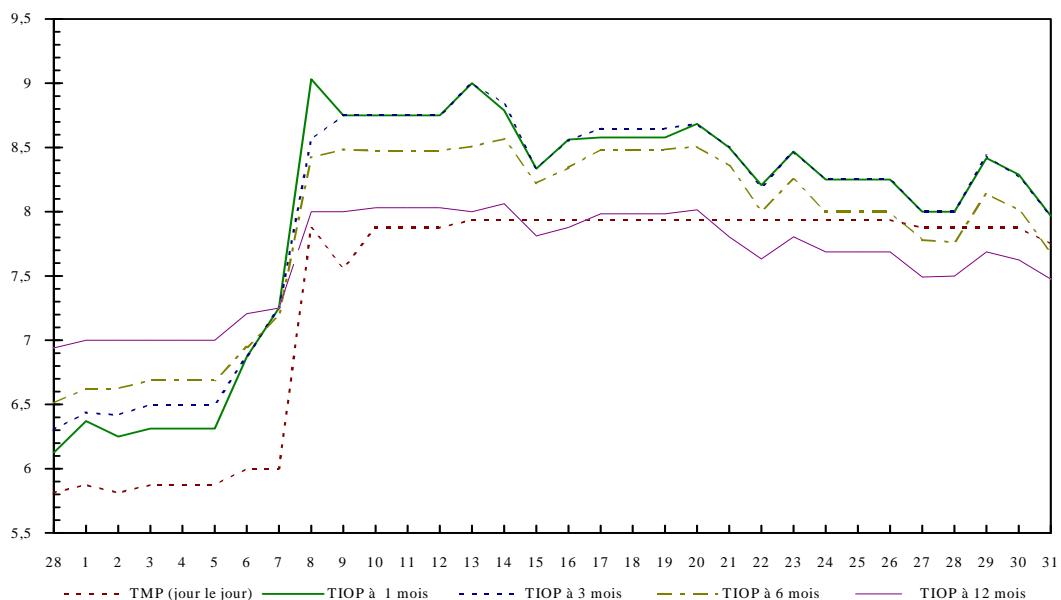
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour 3 avril 1995

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

#### TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 28 février 1995 au 31 mars 1995



Relativement stables durant les premiers jours de mars, les taux interbancaires de court terme se sont tendus à partir du 6 mars. La dévaluation de la peseta (7,0 %) et de l'escudo (3,5 %) n'a pas permis un relâchement des tensions au sein du SME, et plusieurs banques centrales ont été amenées à décider un relèvement de leurs taux d'intervention (Espagne et Portugal le 6 mars, Belgique et Danemark le 8 mars, Irlande le 9 mars).

À la suite des décisions du Conseil de la politique monétaire annoncées le 8 mars au matin (cf. 5.1.1.), les rendements ont enregistré une hausse immédiate (de 108 centimes sur l'échéance à un mois à 20 centimes sur l'échéance à un an). Puis le marché s'est stabilisé au cours des séances suivantes dans un climat au demeurant toujours très nerveux : les taux ont enregistré une très forte volatilité et les fourchettes entre taux prêteurs et taux emprunteurs ont marqué un sensible élargissement, témoignant d'une extrême prudence des opérateurs.

Au cours des derniers jours de mars, une détente assez nette s'est amorcée sous l'effet d'un relatif apaisement des tensions sur les marchés de change. Le 30 mars, la décision de la Banque fédérale d'Allemagne, de réduire de 50 points de base (à 4 %) son taux d'escompte et de 35 points de base son taux de prises en pension (ramené de 4,85 % à 4,50 %), a été suivie par plusieurs autres banques centrales (Autriche, Belgique, Pays-Bas et Suisse) tandis que les taux de marché du franc accusaient une baisse sensible (de l'ordre de 50 à 25 points de base sur le compartiment à court terme).

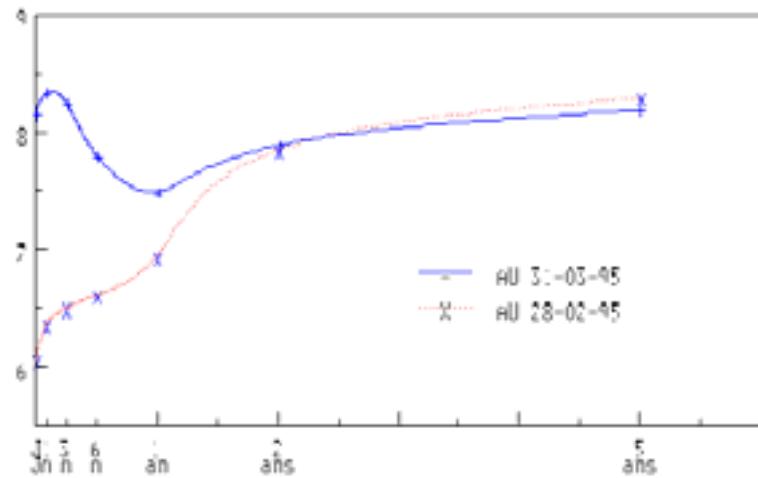
Au total, d'une fin de mois à l'autre les taux de terme interbancaire conservent néanmoins une avance significative avec une hausse d'ampleur nettement décroissante en fonction des échéances.

## ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	28 février 1995	31 mars 1995	Variation
TIOP à 1 mois.....	6,1250	7,9688	1,8438
TIOP à 3 mois.....	6,3047	7,9688	1,6641
TIOP à 6 mois.....	6,5117	7,6836	1,1719
TIOP à 1 an.....	6,9414	7,4766	0,5352
Taux à 2 ans.....	7,8400	7,8800	0,0400
Taux à 5 ans.....	8,2800	8,1800	-0,1000

Ces évolutions ont entraîné l'apparition fin mars d'une forte inversion de la courbe des rendements du marché interbancaire sur la partie allant jusqu'à un an. Sur les durées supérieures à un an, la courbe continue d'être ascendante, avec une tendance à l'aplatissement.

## STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



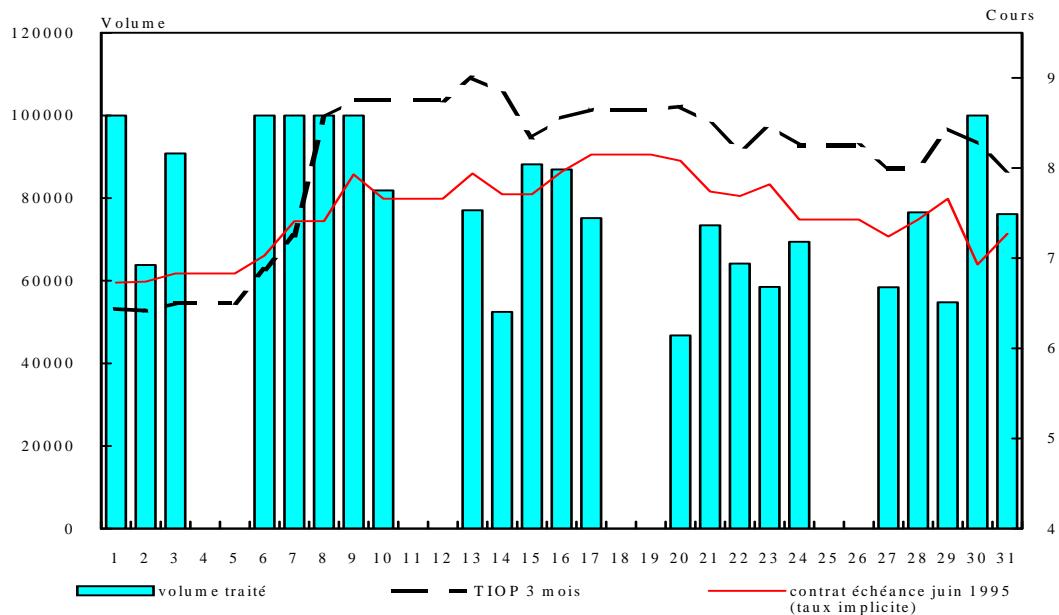
Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 20 avril 1995

Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor échéance juin a connu une phase de tension durant la première quinzaine de mars, nettement moins accentuée cependant que celle parallèlement enregistrée sur le marché du comptant. Le taux implicite du contrat qui était inférieur au taux au comptant à 3 mois au début du mois, est devenu supérieur à celui-ci d'une trentaine de points de base environ. Cet écart s'est maintenu jusqu'à la fin mars, le marché à terme et le marché au comptant ayant enregistré une détente parallèle.

Les volumes traités ont été importants sans que le niveau des positions ait réellement progressé, ce qui tendrait à dénoter l'incertitude des opérateurs. Dans ces conditions, les niveaux de volatilité sont restés élevés (au-dessus de 40 %).

### ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 28 février 1995 au 31 mars 1995



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

Mise à jour le 3 avril 1995

#### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

##### Adjudications

Au cours du mois de mars, le Trésor a procédé à l'adjudication de 123 milliards de bons à taux fixe en francs (18,6 milliards de BTAN et 104,4 milliards de BTF).

L'encours total de bons en circulation continue de progresser, à 986,9 milliards de francs le 31 mars, contre 945,6 milliards de francs le 28 février, auxquels il convient d'ajouter l'équivalent de 35,8 milliards de francs de BTAN en écus, contre 28,1 milliards le mois précédent.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis		Taux ou prix extrêmes appliqués		Taux actuariel annuel moyen (e)	Taux inter-bancaire (f)
				(c)	(d)	(e)	(f)		
6 mars 1995	BTF	6 sem.	12 530	5 001	10	6,65	6,70	6,96	7,19
6 mars 1995	BTF	13 sem.	26 475	16 003	30	6,71	6,79	7,01	7,16
6 mars 1995	BTF	52 sem.	6 850	5 000	10	6,79	7,08	7,12	7,31
13 mars 1995	BTF	5 sem.	12 750	5 396	396	8,45	8,75	8,95	9,00
13 mars 1995	BTF	13 sem.	18 320	18 122	2 122	8,42	8,75	8,52	9,44
13 mars 1995	BTF	26 sem.	8 700	5 673	670	8,27	8,65	8,61	8,81
16 mars 1995	BTAN 9 %	5 ans	33 247	18 646	1 576	99,29	99,21	7,58	8,13
20 mars 1995	BTF	4 sem.	12 150	6 780	780	8,36	8,49	8,88	9,17
20 mars 1995	BTF	13 sem.	19 455	11 451	1 445	8,44	8,50	8,88	9,10
20 mars 1995	BTF	50 sem.	11 216	6 859	894	7,67	7,84	7,88	8,02
27 mars 1995	BTF	4 sem.	21 800	9 005	0	7,79	7,85	8,23	8,42
27 mars 1995	BTF	13 sem.	31 640	10 016	10	7,82	7,85	8,18	8,36
27 mars 1995	BTF	28 sem.	9 450	5 001	0	7,32	7,60	7,62	8,05

(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

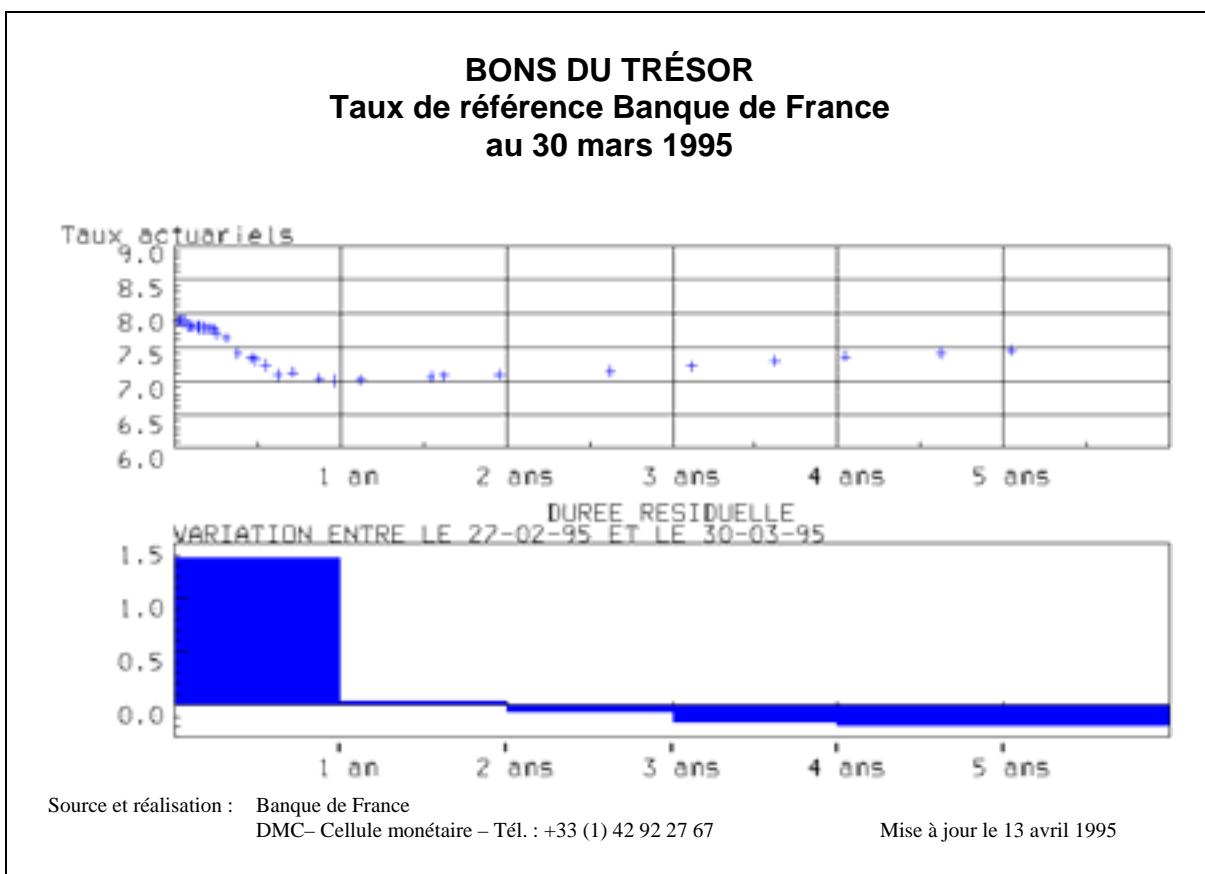
Mise à jour le 3 avril 1995

En ce qui concerne les BTF 13 semaines, les taux à l'émission ont d'abord enregistré une nette tension (177 centimes entre le 6 et le 20 mars). Puis un repli est intervenu lors de l'adjudication du 27 mars (- 70 centimes par rapport à la semaine précédente).

Pour les BTAN à 5 ans émis le 16 mars, on note une baisse de 11 centimes par rapport à la précédente adjudication tenue le 16 février.

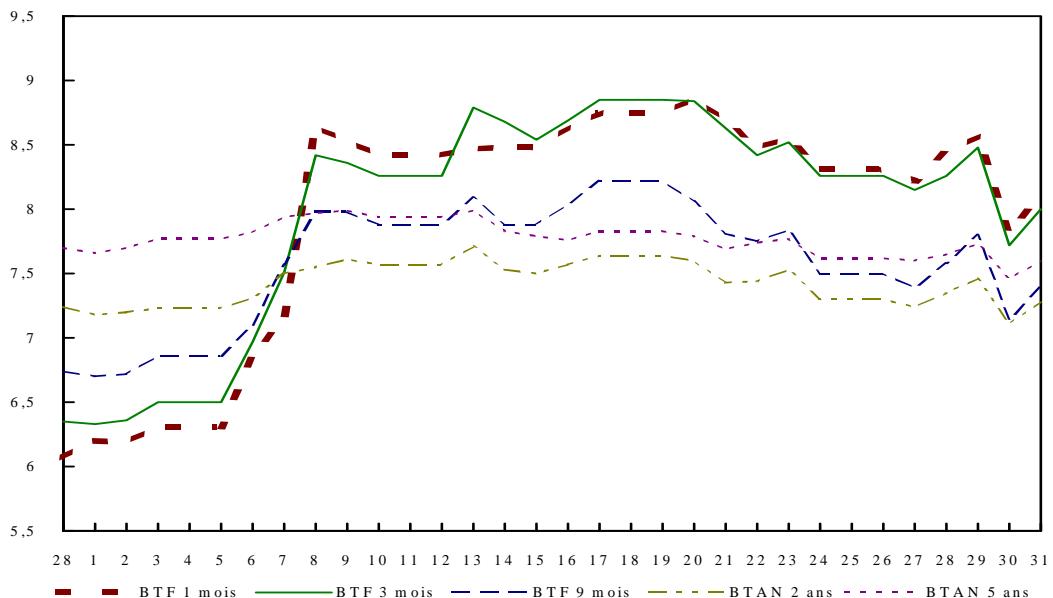
**Marché secondaire**

Le mois de mars a été marqué par des évolutions très contrastées des rendements des bons du Trésor qui ont réagi fortement à l'exacerbation des tensions sur le marché interbancaire en début de période avant de se détendre légèrement par la suite malgré quelques fluctuations erratiques.



La forte progression des taux interbancaires en début de période, qui a atteint son point culminant après la décision du Conseil de la politique monétaire du 8 mars, a entraîné une très forte remontée des rendements des BTF. Celle-ci a été particulièrement accusée pour les titres de maturité courte, avec des hausses de l'ordre de 150 à 200 points de base, provoquant une inversion de la courbe des taux. Par la suite, les taux de rendements ont évolué irrégulièrement et dans des marges limitées avant d'amorcer une légère décrue à partir du 20 mars. Celle-ci a été encouragée en fin de période à la suite de la baisse des taux directeurs de la Banque fédérale d'Allemagne, mais tempérée quelque peu par la faiblesse persistante du dollar. Toutes ces évolutions ont été acquises dans un marché marqué par une moindre liquidité et des difficultés de fonctionnement. Ces dysfonctionnements ont affecté particulièrement le comportement des BTF, en raison du phénomène de contagion provoqué par les tensions sur les taux monétaires. Le marché des BTAN, en revanche, s'est très bien tenu, bénéficiant de la réallocation des portefeuilles au profit des maturités moyennes (en particulier à 5 ans) et de la grande résistance du marché long français. Ces mouvements se sont traduits par un rétrécissement de l'écart entre le 5 ans et le 2 ans qui est revenu de 46 à 32 points de base.

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR**  
**du 28 février 1995 au 31 mars 1995**

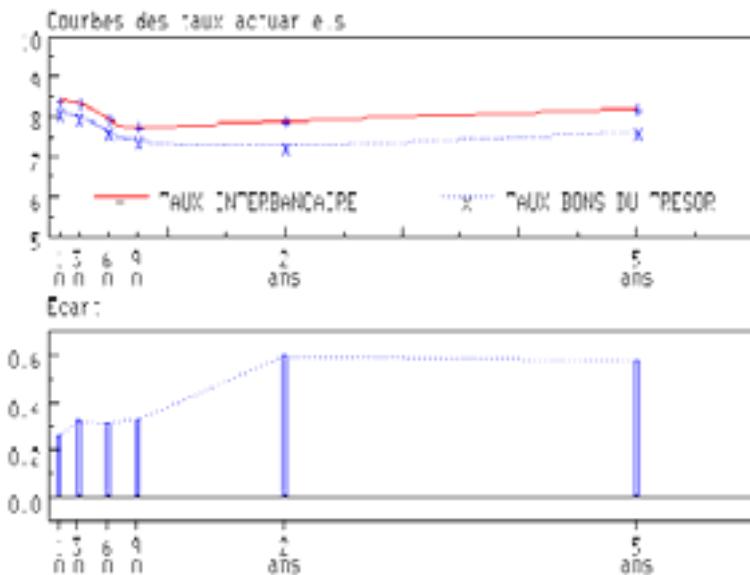


Source et réalisation : Banque de France  
 DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 3 avril 1995

Les écarts de rendement entre les taux des bons du Trésor et ceux du marché interbancaire se sont réduits sur l'échéance 1 mois et élargis pour les échéances comprises entre 3 et 9 mois, traduisant les perturbations de ces deux marchés au cours du mois. Au-delà, aucune évolution n'est à noter.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT  
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR  
ET MARCHÉ INTERBANCAIRE  
au 31 mars 1995**



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

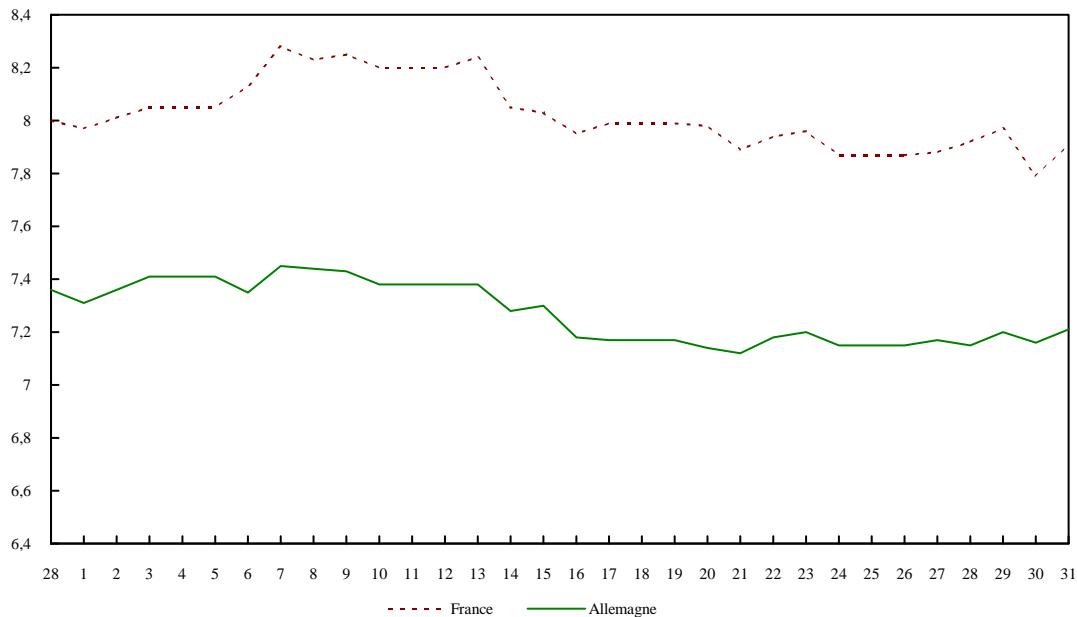
Mise à jour le 13 avril 1995

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

Au cours du mois de mars, le marché des titres d'État français et le Matif notionnel se sont inscrits en hausse, sous l'effet, notamment, de la bonne orientation du marché obligataire américain stimulé par la perspective d'un « atterrissage en douceur » de l'économie aux États-Unis, et cela en dépit des tensions observées sur les marchés de change et la partie courte de la courbe des taux.

L'échéance juin du notionnel a gagné 110 points de base sur la période et l'échéance septembre 114 points de base. Sur le comptant, le rendement de l'emprunt phare s'est détendu de 9 points de base pour s'établir à 7,91 % en fin de mois et la courbe des rendements des titres d'État s'est sensiblement aplatie, les échéances intermédiaires (2 ans surtout) s'étant moins améliorée, du fait de la très forte progression des taux d'intérêt à court terme.

## ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 28 février 1995 au 31 mars 1995



aux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

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

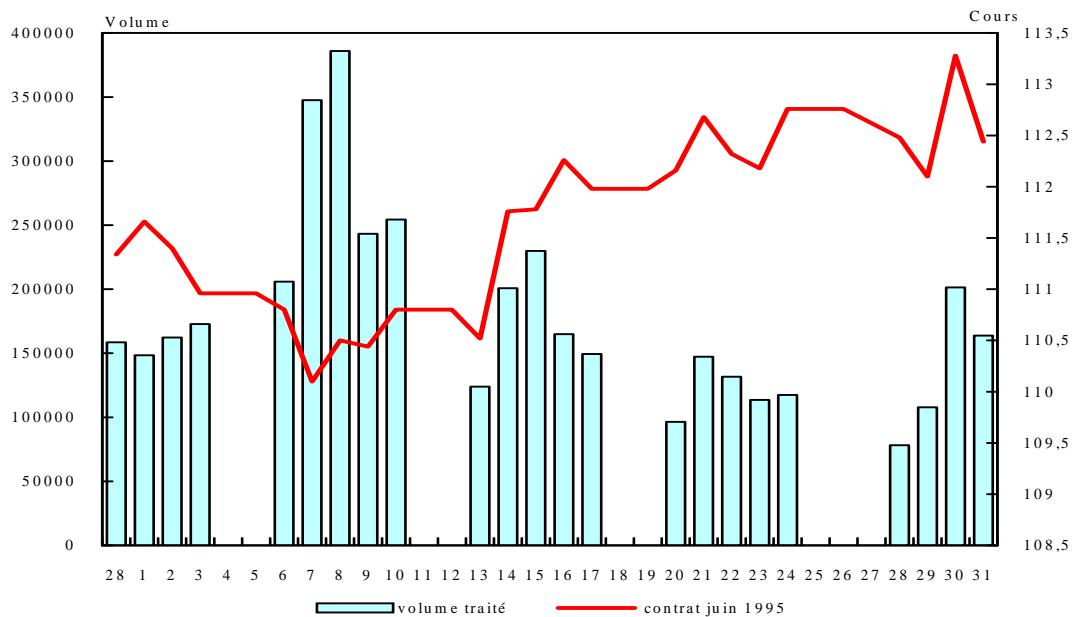
Mise à jour le 3 avril 1995

Cette évolution positive dans l'ensemble a été acquise en trois phases. La première semaine du mois a vu une sensible dégradation du marché des titres d'État, affecté par les perturbations sur les marchés de change et la tension subie par la partie courte de la courbe des taux. En outre, la dégradation du marché obligataire américain dans le sillage de la baisse du dollar contre toute monnaie, accentuait la tendance. Ainsi le contrat notionnel perdait plus de 150 points de base en quatre séances de baisse consécutives (du 2 au 7 mars).

La quinzaine suivante était marquée par une hausse sensible des cours. Le raffermissement du dollar au-dessus de 1,40 deutschemark, au cours de la deuxième semaine du mois, ainsi que la publication d'une série d'indicateurs économiques confirmant le ralentissement de l'économie américaine permettaient une amélioration continue du marché américain qui se répercutait sur les marchés français et allemand.

Ensuite, la persistance de l'orientation haussière du marché permettait de consolider les gains des séances précédentes, dans des volumes peu étoffés compte tenu de l'absence de nouveaux indicateurs sur le marché américain et de l'attente de la réunion du Comité fédéral de l'open market le 28 mars.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF  
du 28 février 1995 au 31 mars 1995**



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

Mise à jour le 3 avril 1995

Durant les derniers jours du mois, le marché obligataire s'est orienté à la baisse. La reprise temporaire ayant suivi la baisse des taux directeurs allemands était effacée sur les marchés européens par la forte dégradation du dollar.

En terme d'activité, le contrat notionnel du Matif a connu des séances très actives, proches des records historiques d'activité (388 000 contrats le 8 mars).

Par la suite, le volume de transactions refluait, pour évoluer entre 100 000 et 200 000 contrats négociés par jour. Le volume moyen quotidien a été de 175 000 contrats, soit 40 % de plus que le mois précédent. La position ouverte sur la période s'est légèrement réduite : proche de 150 000 contrats en début de mois, elle oscillait autour de 120 000 en fin de période.

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

(arrêtée au 10 avril)

Durant les premiers jours du mois d'avril, les taux de court terme ont baissé, de manière lente mais régulière, sous l'effet du raffermissement du franc. La décision de la Banque de France, le jeudi 6 avril, de baisser le taux du guichet des pensions à 24 heures de 8,0 % à 7,75 % (cf. communiqué infra) s'est ainsi inscrite dans un contexte marqué par une amélioration significative de la situation des taux d'intérêt et du change.

Sur le marché obligataire, l'embellie constatée au cours de la seconde quinzaine de mars s'est poursuivie, sous l'effet de l'évolution favorable des marchés allemand et américain, et de l'apaisement relatif sur les marchés de change. L'indice des emprunts du gisement s'est établi à 7,73 % le 10 avril, contre 7,88 % le 31 mars.

#### **Communiqué de la Banque de France – Informations générales**

– en date du 6 avril 1995

« À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France a décidé de ramener de 8,0 % à 7,75 % le taux des pensions à 24 heures. »

## 5.2. Les émissions

À l'exception des certificats de dépôt, qui ont progressé au cours du mois de mars, les différents encours des titres de créances négociables ont connu des baisses, plus ou moins sensibles.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité a fléchi en mars, avec l'inversion de la courbe des rendements consécutive à la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

### 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 856,6 milliards de francs le 31 mars, contre 815 milliards le 28 février et 796,8 milliards le 31 janvier.

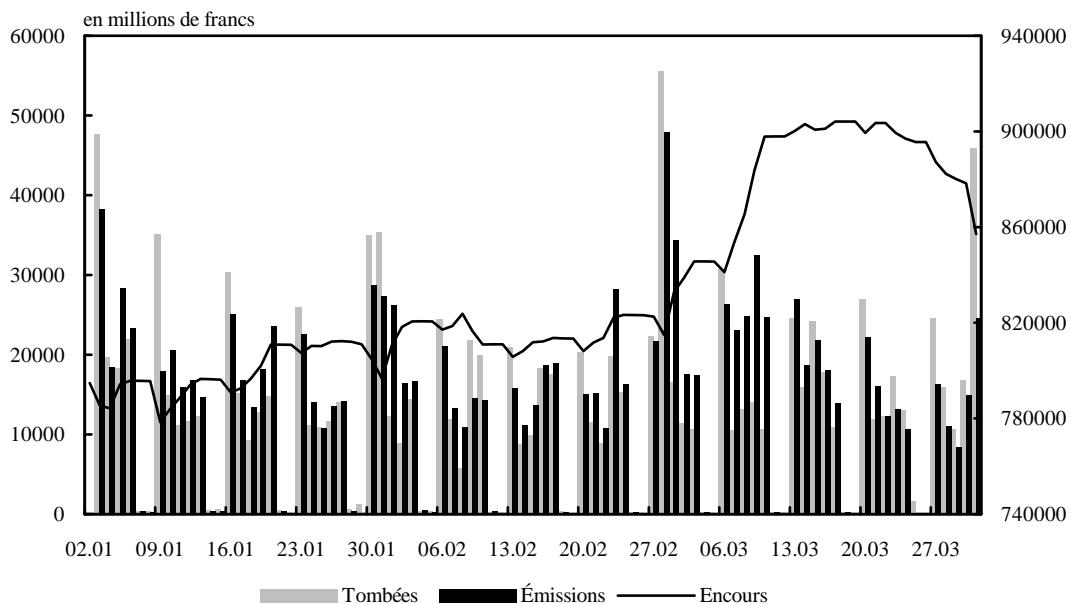
Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 31 mars ont atteint 450,3 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 368,3 milliards en février et 429,6 milliards en janvier.

Dix émetteurs ont accru leur encours de plus de 2 milliards de francs entre fin février et le 31 mars : la Banque nationale de Paris (+ 7,2 milliards de francs), le Crédit commercial de France (+ 5,2 milliards), la Compagnie bancaire (+ 4 milliards), la Caisse nationale de Crédit agricole (+ 3,6 milliards), le Crédit lyonnais (+ 3,5 milliards), la Deutsche Bank (+ 3,1 milliards), la Caisse centrale du Crédit mutuel (+ 2,9 milliards), la Banque Paribas (+ 2,8 milliards), JP Morgan et Cie (+ 2,4 milliards) et la Bred (+ 2,1 milliards).

Dans le même temps, l'encours de dix autres émetteurs a décrû de plus de 1 milliard de francs ; il s'agit de la Caisse des dépôts et consignations (- 12,5 milliards), la Banque Indosuez (- 4,2 milliards), The Sanwa Bank Limited (- 2,7 milliards), la Société générale (- 2,1 milliards), The Daï-Ichi Kangyo Bank Limited (- 1,9 milliard), SBT Batif (- 1,8 milliard), la Banque fédérative du Crédit mutuel (- 1,8 milliard), The Mitsubishi Bank Limited (- 1,2 milliard), la Compagnie parisienne de réescompte (- 1 milliard) et la Caisse régionale du Crédit agricole du Sud-Est (- 1 milliard).

Au cours du mois de mars, les entreprises industrielles et commerciales ont tiré profit de la hausse marquée des taux courts pour accroître le volume de leurs acquisitions de certificats de dépôt et, dans une moindre mesure, des autres titres courts ; ainsi la part de ces souscripteurs sur le marché primaire est passée à 34,69 % (contre 24,64 % en février et 24,24 % en janvier) pour les certificats de dépôt, tandis que la part des établissements de crédit (24,98 % en mars, contre 27,80 % en février) et surtout des OPCVM (17,92 % en mars, contre 24,85 % en février) régressait nettement. Cette contraction doit être rapprochée de la décollecte très importante (104 milliards de francs de rachat, dont 91 milliards pour les Sicav monétaires) enregistrée le mois dernier pour les Sicav.

La hausse des taux courts a eu pour conséquence une modification sensible dans la répartition par durée des titres émis : pour les certificats de dépôt, la proportion des émissions à moins de 40 jours est passée de 47,22 % en janvier et 52,84 % en février à 55,42 % au mois de mars.

**CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES**

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

Mise à jour le 10 avril 1995

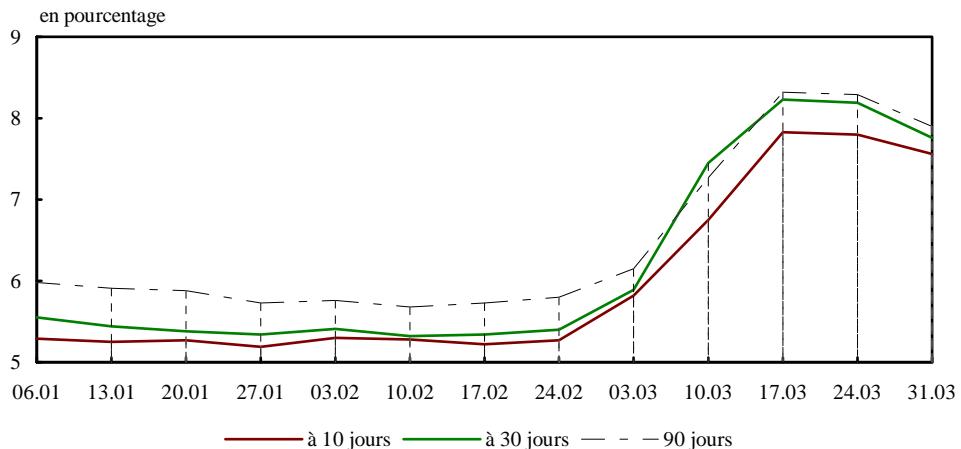
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 394 le 31 mars 1995.

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

(en pourcentage)

	27 février au 3 mars	6 au 10 mars	13 au 17 mars	20 au 24 mars	27 au 31 mars
Certificats à 10 jours (moyenne).....	5,82	6,75	7,83	7,80	7,56
Certificats à 30 jours (moyenne).....	5,89	7,45	8,23	8,19	7,76
Certificats à 90 jours (moyenne).....	6,15	7,27	8,32	8,29	7,90
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas) .....	5,01	5,90	7,00	6,00	6,00
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	6,25	10,70	8,72	8,50	8,26

### 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 avril 1995

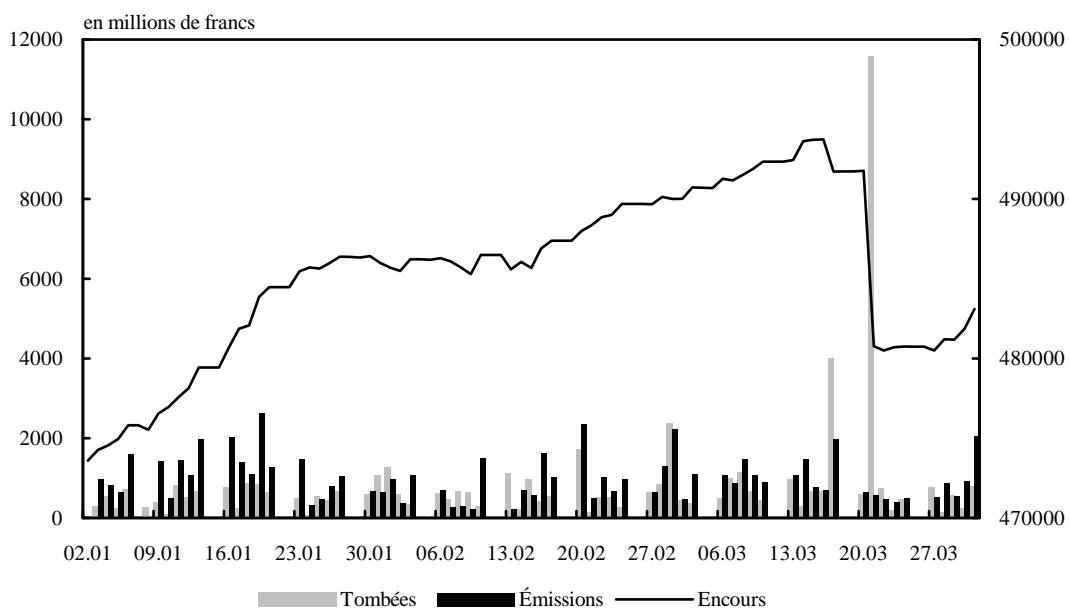
#### **Bons à moyen terme négociables (BMTN)**

Les BMTN ont atteint un encours de 483,1 milliards de francs le 31 mars (dernier chiffre provisoire disponible), contre 490,1 milliards le 28 février et 486 milliards le 31 janvier.

Les émissions se sont élevées à 22,6 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 31 mars, contre 16,9 milliards en février et 24,4 milliards en janvier.

Enfin, 228 émetteurs avaient un encours en gestion au 31 mars, contre 224 à fin février et 221 fin janvier.

De nouvelles sociétés non financières sont venues sur le marché (Compagnie générale des Eaux pour 200 millions de francs et Financière Agache pour 150 millions) dont l'accès a été facilité par l'abrogation de l'obligation de notation, introduite par le décret n° 94-848 du 27 septembre 1994. L'encours global de BMTN émis par les sociétés non financières est passé de 2,2 milliards de francs au 30 septembre 1994 à 4,9 milliards à la fin du mois de mars 1995. Toutefois, ce montant demeure encore très modeste, puisqu'il représente à peine plus de 1 % de l'ensemble.

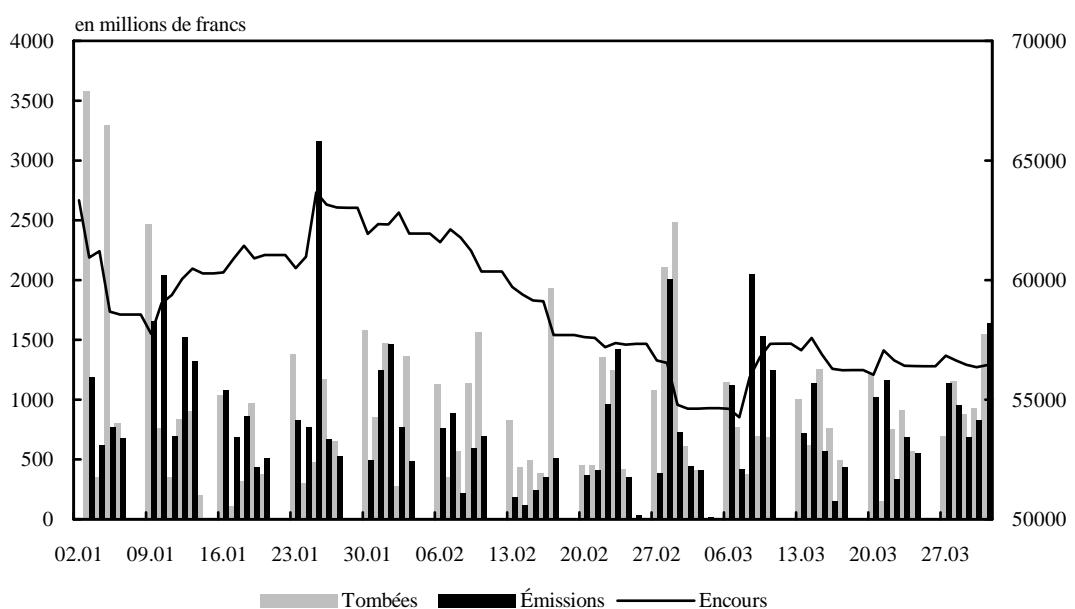
**BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES**

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

Mise à jour le 10 avril 1995

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

L'encours de ces bons se montait à 56,4 milliards de francs le 31 mars (dernier chiffre provisoire disponible), contre 56,5 milliards le 28 février et 62,3 milliards le 31 janvier.

**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 avril 1995

**Billets de trésorerie (BT)**

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 142,5 milliards de francs le 31 mars (dernier chiffre provisoire disponible), contre 152,9 milliards le 28 février et 158,5 milliards le 31 janvier.

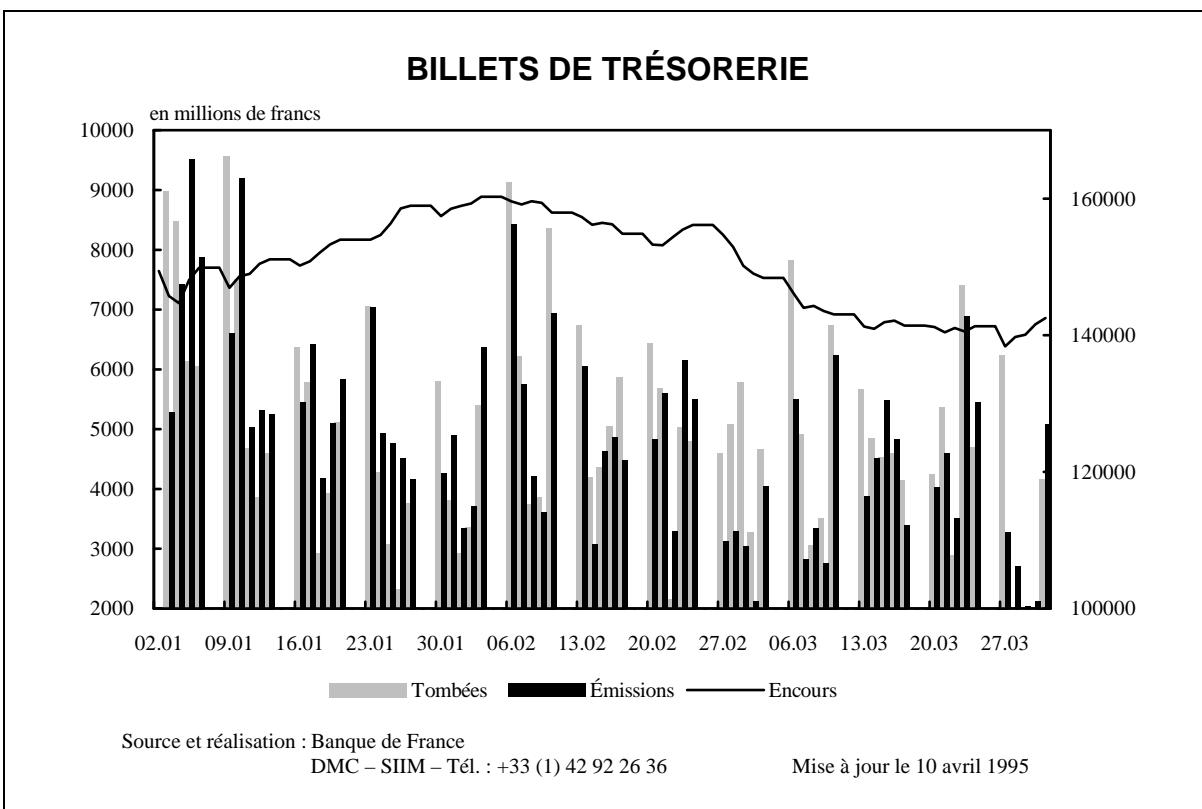
La hausse des taux courts enregistrée au mois de mars n'a eu que peu de conséquences sur le volume global des billets de trésorerie émis, passé de 97,3 milliards en février à 91,8 milliards entre le 1<sup>er</sup> et

le 31 mars (respectivement 103 milliards, contre 102,1 milliards pour les tombées), en dépit du ralentissement des émissions observé en début de mois.

Comme sur le marché des certificats de dépôt, on a noté une tendance au raccourcissement de la durée des titres émis au cours du mois de mars (82,68 % ont été émis à moins de 40 jours, contre 73,12 % le mois précédent).

Seuls quinze émetteurs ont accru leur encours de plus de 100 millions de francs entre le 28 février et le 31 mars, soit pour les hausses les plus conséquentes : Elf Aquitaine finance (+ 2,1 milliards de francs), Charbonnages de France (+ 1 milliard), Nestlé finance France (+ 0,9 milliard), la Compagnie générale des Eaux (+ 0,9 milliard) et Aérospatiale SNI (+ 0,8 milliard).

Les plus fortes baisses d'encours ont concerné Total CFP (− 3,2 milliards de francs), Financière Agache (− 1,6 milliard), la SNCF (− 1,5 milliard), Suez finance (− 1,2 milliard), France Télécom (− 1,1 milliard), Gaz de France (− 1,1 milliard) et la Compagnie financière Victoire (− 1 milliard).

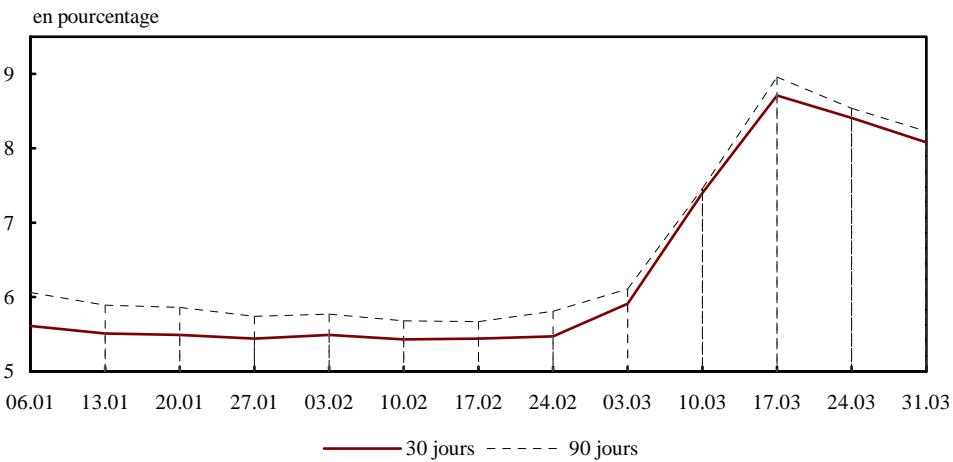


Le 31 mars, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 100 ; 41 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 48,3 % de l'encours global.

## TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		27 février au 3 mars	6 au 10 mars	13 au 17 mars	20 au 24 mars	27 au 31 mars
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus bas	5,43	6,13	7,95	8,00	7,65
	Plus haut	6,35	10,50	9,02	8,70	8,45
Tiop à un mois	Plus bas	6,06	6,87	8,34	8,21	7,97
	Plus haut	6,37	9,03	9,00	8,68	8,42

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 avril 1995

**Répartition par catégorie de détenteurs**

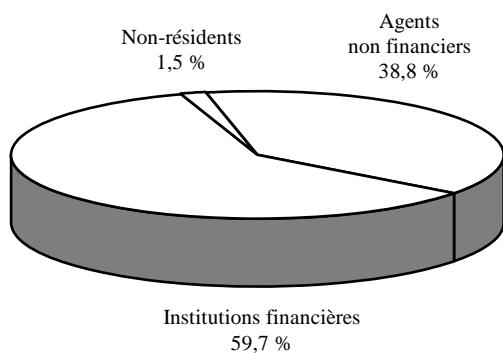
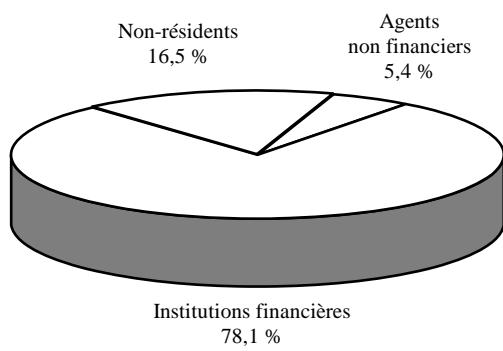
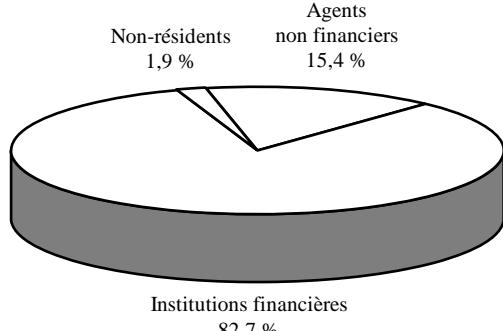
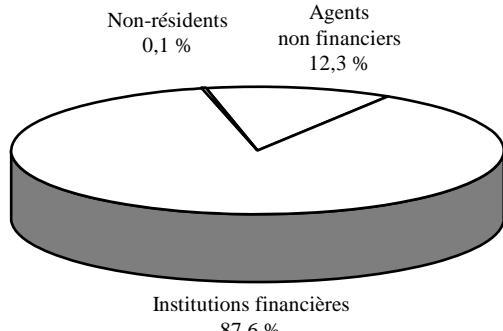
(statistiques à fin février 1995)

L'encours des titres de créances négociables est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 2 456,2 milliards de francs à 2 485,8 milliards, du fait, essentiellement, de la progression des bons du Trésor (+ 20 milliards de francs) et des certificats de dépôt en francs (+ 15,9 milliards).

La part de détention des agents non financiers en certificats de dépôt s'est fortement renforcée (+ 1,6 point). En revanche, celle en billets de trésorerie s'est contractée (- 1,2 point).

La part des non-résidents s'est de nouveau réduite sur les bons du Trésor (- 1,5 point).

En contrepartie de ces différents mouvements, les institutions financières ont accru leurs parts sur les bons du Trésor (+ 1,8 point) et les billets de trésorerie (+ 1,1 point), mais ont réduit leur position sur les certificats de dépôt (- 1,6 point).

**CERTIFICATS DE DÉPÔT EN FRANCS****BONS DU TRÉSOR****BMTN  
(tous émetteurs confondus)****BILLETS DE TRÉSORERIE**

### 5.2.2. Les Sicav

En février 1995, l'encours global des Sicav a diminué, dans une moindre proportion qu'en janvier (– 6,4 milliards de francs, après – 18,2 milliards), et s'établit à 1 760,9 milliards. Les rachats ont dépassé les souscriptions pour un montant de 11,6 milliards de francs.

L'actif net des Sicav monétaires a progressé de 5,6 milliards de francs en février et atteint 986,9 milliards. Les rachats nets se sont élevés à 2,3 milliards de francs, poursuivant un mouvement de décollecte amorcé en juin 1994 et interrompu provisoirement en janvier (+ 14,9 milliards de francs).

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » s'est réduit de 6,8 milliards de francs pour s'établir à 488,7 milliards, principalement sous l'effet de rachats nets qui restent assez soutenus (– 7,5 milliards de francs).

Les encours des catégories « actions » et « diversifiées » se sont effrités, respectivement de 3 milliards de francs et de 2,2 milliards. Les retraits nets concernant ces deux catégories se sont poursuivis, leurs volumes étant toutefois très réduits (1,2 milliard de francs et 0,6 milliard).

		ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)			
		(en milliards de francs)			
		1993		1994	
		Décembre	Décembre	Janvier	Février
Sicav monétaires	Actif net	1 060,9	976,0	981,3	986,9
	Souscriptions mensuelles nettes	–	-73,3	14,9	-2,3
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	–	-153,7	14,9	12,7
Sicav obligations	Actif net	619,4	501,2	495,5	488,7
	Souscriptions mensuelles nettes	–	-15,7	-6,5	-7,5
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	–	-77,1	-6,5	-14,0
Sicav actions	Actif net	193,3	182,5	173,1	170,1
	Souscriptions mensuelles nettes	–	-1,9	-0,8	-1,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	–	16,2	-0,8	-2,0
Sicav diversifiées	Actif net	137,0	124,4	116,0	113,8
	Souscriptions mensuelles nettes	–	-1,5	-2,2	-0,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	–	-0,9	-2,2	-2,8
Sicav garanties	Actif net	1,4	1,4	1,4	1,4
	Souscriptions mensuelles nettes	–	0,0	0,0	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	–	0,1	0,0	0,0
Total Sicav	Actif net	2 012,0	1 785,5	1 767,3	1 760,9
	Souscriptions mensuelles nettes	–	-92,4	5,3	-11,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	–	-215,4	5,3	-6,2

(a) Données brutes

Source : Commission des opérations de bourse – Fininfo

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

Mise à jour le 21 mars 1995

### 5.2.3. Le marché primaire obligataire en mars

#### Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Sur le marché primaire obligataire, l'activité a fléchi en mars, avec l'inversion de la courbe des rendements consécutif à la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire.

Toutefois, la collecte ne reflète pas cette évolution, en raison du décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Les émissions brutes réglées au cours du mois sous revue ont atteint 44 milliards de francs, contre 38 milliards en février. Près de 73 % des titres réglés en mars ont été émis en francs sur le marché intérieur et 3 % l'ont été en écus. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a) ventilation par marché							
				(en milliards de francs)			
Brutes				En date de règlement	Nettes		
Mars 1995	3 mois 1995	3 mois 1994	Année 1994		Mars 1995	3 mois 1995	3 mois 1994
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>							
21,7	65,0	67,9	261,5	État	20,9	62,9	66,1
8,2	20,1	23,3	66,9	Établissements de crédit et assimilés	1,4	5,6	- 6,8
3,5	8,6	16,3	44,4	Sociétés non financières	2,7	1,9	8,0
-	-	22,6	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,3	- 0,8	21,6
<b>33,4</b>	<b>93,7</b>	<b>130,1</b>	<b>397,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>24,7</b>	<b>69,6</b>	<b>88,9</b>
-	-	2,0	5,0	<b>Non-résidents</b>	-	-	2,0
<b>33,4</b>	<b>93,7</b>	<b>132,1</b>	<b>402,5</b>	<b>TOTAL</b>	<b>24,7</b>	<b>69,6</b>	<b>90,9</b>
1,3	2,9	4,0	8,7	dont émissions en écus (b)	1,3	2,9	4,0
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>							
-	-	-	-	État	-	-	-
-	0,1	31,4	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 1,0	- 3,5	27,7
-	-	9,3	14,4	Sociétés non financières	-	-	7,3
-	-	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,8
-	<b>0,1</b>	<b>41,5</b>	<b>61,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>- 1,0</b>	<b>- 3,5</b>	<b>35,8</b>
<b>10,7</b>	<b>24,2</b>	<b>15,4</b>	<b>78,7</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>8,0</b>	<b>19,7</b>	<b>13,7</b>
<b>10,7</b>	<b>24,3</b>	<b>56,9</b>	<b>140,3</b>	<b>TOTAL</b>	<b>7,0</b>	<b>16,2</b>	<b>49,5</b>
-	-	3,3	5,0	dont émissions en écus	-	- 4,0	2,4
-	-	3,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	-	- 2,7	2,9

(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 4 avril 1995

La **collecte des résidents** est ressortie à 33 milliards de francs (36 milliards en février), soit les trois quarts des émissions réglées en mars.

<b>ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)</b>							
<b>ventilation par devise</b>							
				<i>(en milliards de francs)</i>			
Brutes				Nettes			
Mars 1995	3 mois 1995	3 mois 1994	Année 1994	En date de règlement			
				<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>			
20,4	62,1	63,9	252,8	État	19,6	60,0	62,2
8,2	20,2	51,4	108,9	Établissements de crédit et assimilés	0,4	4,7	18,0
3,5	8,6	25,6	58,9	Sociétés non financières	2,7	1,9	15,3
—	—	23,4	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,3	- 0,8	22,4
<b>32,2</b>	<b>90,9</b>	<b>164,3</b>	<b>446,1</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>22,4</b>	<b>65,8</b>	<b>117,8</b>
<b>10,7</b>	<b>24,2</b>	<b>17,4</b>	<b>83,1</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>8,0</b>	<b>21,1</b>	<b>16,2</b>
<b>42,8</b>	<b>115,2</b>	<b>181,7</b>	<b>529,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>30,4</b>	<b>86,9</b>	<b>134,0</b>
32,2	90,8	128,1	393,8	dont émissions intérieures	23,4	66,7	86,9
32,2	90,8	126,1	388,8	dont émissions intérieures des résidents	23,4	66,7	84,9
				<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>			
1,3	2,9	4,0	8,7	État	1,3	2,9	4,0
—	—	3,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	—	- 2,7	2,9
—	—	—	—	Sociétés non financières	—	—	—
—	—	—	—	Autres émetteurs résidents	—	—	- 0,3
<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>7,3</b>	<b>13,0</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>6,8</b>
—	—	—	0,7	<b>Non-résidents</b>	—	- 1,3	- 0,5
<b>1,3</b>	<b>2,9</b>	<b>7,3</b>	<b>13,7</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1,3</b>	<b>- 1,1</b>	<b>6,3</b>
1,3	2,9	4,0	8,7	dont émissions intérieures	1,3	2,9	4,0
1,3	2,9	4,0	8,7	dont émissions intérieures des résidents	1,3	2,9	4,0

(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 4 avril 1995

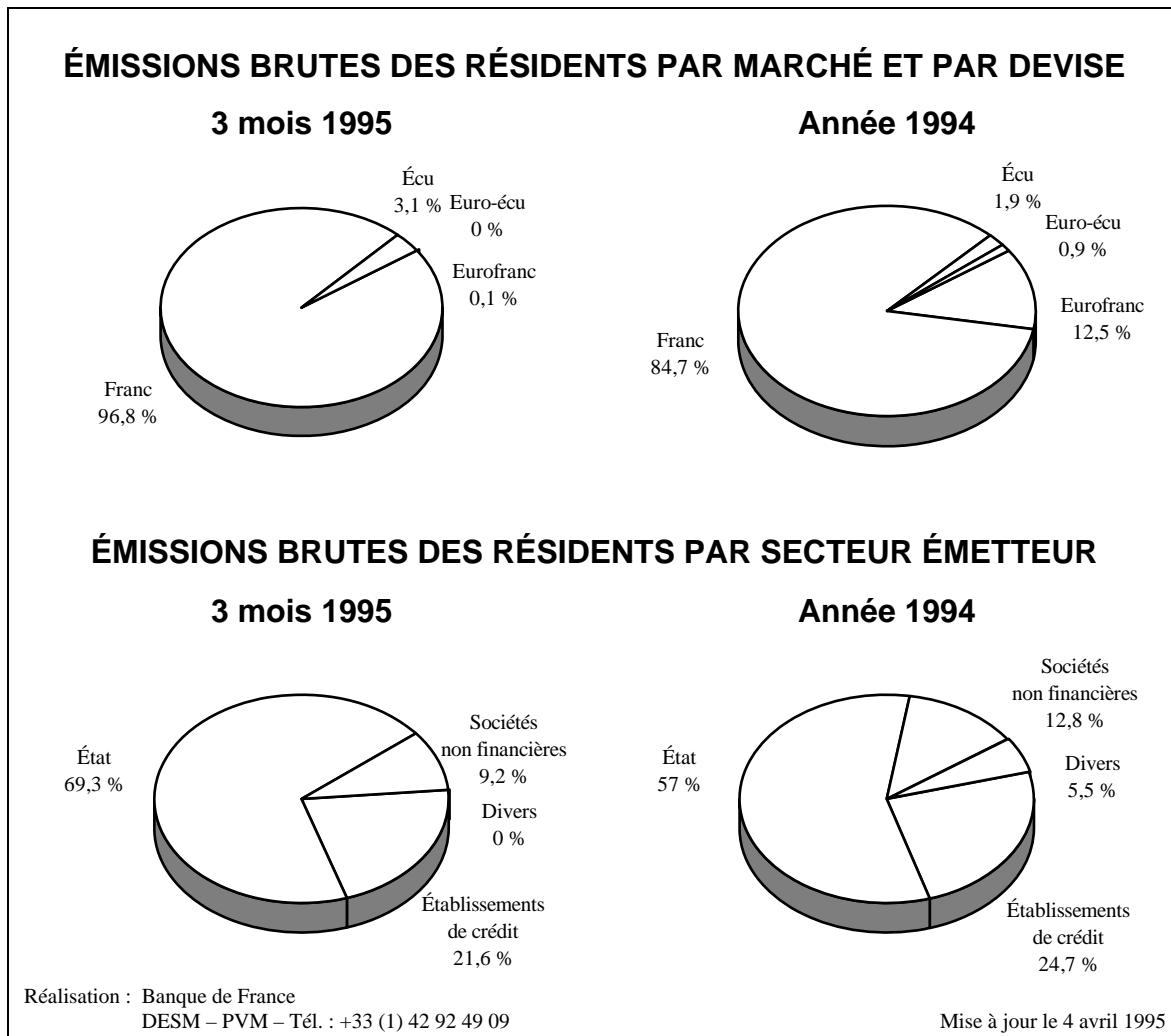
Les émissions de l'**État** se sont élevées à 21,7 milliards de francs (22,2 milliards en valeur nominale), après 23,4 milliards en février. L'essentiel des fonds (20,4 milliards de francs) a été levé en francs sur deux lignes, l'**OAT 7,50 % avril 2005** créée en octobre dernier<sup>1</sup> et l'**OAT 8,50 % octobre 2008**. Lors de l'adjudication du 2 mars, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 18,9 milliards de francs, soit le milieu de la fourchette annoncée (18 milliards à 20 milliards de francs), auquel il faut ajouter 0,5 milliard au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'**OAT à 10 ans** s'est établi à 8 %, en baisse de 13 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 8 mars et qui portait sur la ligne **6,75 % avril 2002** créée en mai 1994. Le montant nominal émis s'est élevé à 221 millions d'**écus**, soit 1,4 milliard de francs. Le taux de rendement est ressorti à 8,71 %, comme en janvier 1995.

<sup>1</sup> Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 2 au 24 mars) ont atteint 1,5 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,70 %.

**Hors État**, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur<sup>1</sup>, a atteint 12 milliards de francs, comme en février. Les **établissements de crédit** ont recueilli les deux tiers de ce montant, soit 8 milliards de francs (9 milliards en février). Les **sociétés non financières** ont levé 4 milliards de francs (3 milliards en février).

La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, a progressé, de 3 milliards de francs à 11 milliards.



Au terme du premier trimestre, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 94 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (172 milliards de francs), qui recensait l'emprunt de l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic), réglé en février (22 milliards de francs), et d'importantes émissions des établissements de crédit.

<sup>1</sup> En raison de l'interdiction — renouvelée en fin d'année par le Trésor — faite aux émetteurs français de solliciter le compartiment de l'eurofranc s'ils ne peuvent justifier du placement de 50 % au moins des titres auprès d'investisseurs non résidents et du manque d'intérêt de ces derniers pour les titres à long terme libellés en francs, la quasi-totalité des émissions des résidents a été effectuée sur le marché intérieur.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (moins de 1 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). En revanche, la part des émissions libellées en écus est restée stable sur chacune des périodes à hauteur de 3 % environ. La part de l'État a représenté 69 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 par les résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 99,9 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

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

Les sept grandes banques françaises qui s'étaient entendues en octobre 1993 pour relancer l'activité sur le marché primaire intérieur<sup>1</sup> par l'adoption d'un barème de syndication dit « 83/17 » avaient également décidé que ce système de syndication prendrait fin le 31 mars 1995. Désormais, aucune règle ne régit plus la syndication domestique de sorte que le chef de file, pour qui la seule contrainte est de n'être pas autorisé à détenir plus de 35 % du montant d'une émission (ou 45 % s'ils sont deux), peut librement composer le syndicat de placement.

#### **5.2.4. Le marché primaire des actions en janvier<sup>2</sup>**

<b>ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT</b>					
	Novembre 1994	Décembre 1994	Janvier 1995	Janvier 1994	Année 1994
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>17,80</b>	<b>28,00</b>	<b>35,99</b>	<b>33,14</b>	<b>267,56</b>
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	4,03	1,87	4,02	4,16	74,66
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	3,45	2,27	0,39	3,46	77,29
(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 4 avril 1995

Les émissions d'actions ont sensiblement progressé d'un mois sur l'autre pour atteindre 36 milliards de francs en janvier. Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne sont au contraire revenues de 2 milliards de francs à 0,4 milliard. Le décalage que l'on observe si l'on rapproche ce montant de celui des émissions d'actions cotées (4 milliards de francs) s'explique pour l'essentiel par la recapitalisation de la Compagnie des machines Bull par l'État à hauteur de 2,5 milliards de francs.

<sup>1</sup> En mars 1993, la remise en cause de la fixité du barème par certains établissements, dont la compétence acquise en matière de placements justifiait à leurs yeux un relèvement de la part qui leur était allouée, avait accentué le transfert des émissions sur le compartiment international du fait des difficultés rencontrées par les émetteurs pour constituer les syndicats de placement. Dans le barème adopté en octobre 1993, dont les seuils constituaient des minimas garantis (un émetteur pouvant toutefois majorer la part de l'un ou plusieurs membres du syndicat), le groupe des sept principaux établissements obtenait 61,50 % des titres au minimum (mais 83 % si l'on incluait la part supplémentaire du chef de file). La banque Paribas et le Crédit commercial de France avaient augmenté leur quote-part de 3 % (portée à 8,50 % et 7 %) alors que la Caisse des dépôts et consignations avait perdu 8 % (à 12 %) et les autres établissements (Crédit lyonnais, Banque nationale de Paris, Société générale et Crédit agricole) obtenaient chacun 8,50 % du montant de l'émission.

<sup>2</sup> Les données élaborées par le Crédit lyonnais au titre du mois de février 1995 ne devraient être disponibles qu'en avril prochain.

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Mal orientée durant toute la première quinzaine de mars, la Bourse de Paris a ensuite connu une reprise qui lui a permis d'effacer l'ensemble des pertes du début du mois.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

Jusqu'à la mi-mars, l'indice CAC 40 s'est replié dans des volumes d'échanges restreints, retrouvant ses plus bas niveaux depuis décembre 1992 (1 721,8 en clôture de la journée du 13 mars). La faiblesse du dollar et les incertitudes sur l'issue de l'élection présidentielle ont continué de peser sur les cours. Les valeurs financières ont en outre particulièrement été affectées par la remontée des taux courts et les craintes de nouvelles pertes liées au secteur immobilier.

Durant la seconde partie du mois, la tendance a connu une nette amélioration, en liaison avec la détente sur les taux d'intérêt et le relatif apaisement des tensions sur les marchés de change, les investisseurs ont pris des positions à des niveaux de cours jugés attractifs. La liquidation mensuelle de mars (le 24) s'est finalement soldée par une hausse de 0,65 % de l'indice CAC 40, et la progression de l'indice sur l'ensemble du mois atteint 4,6 %.

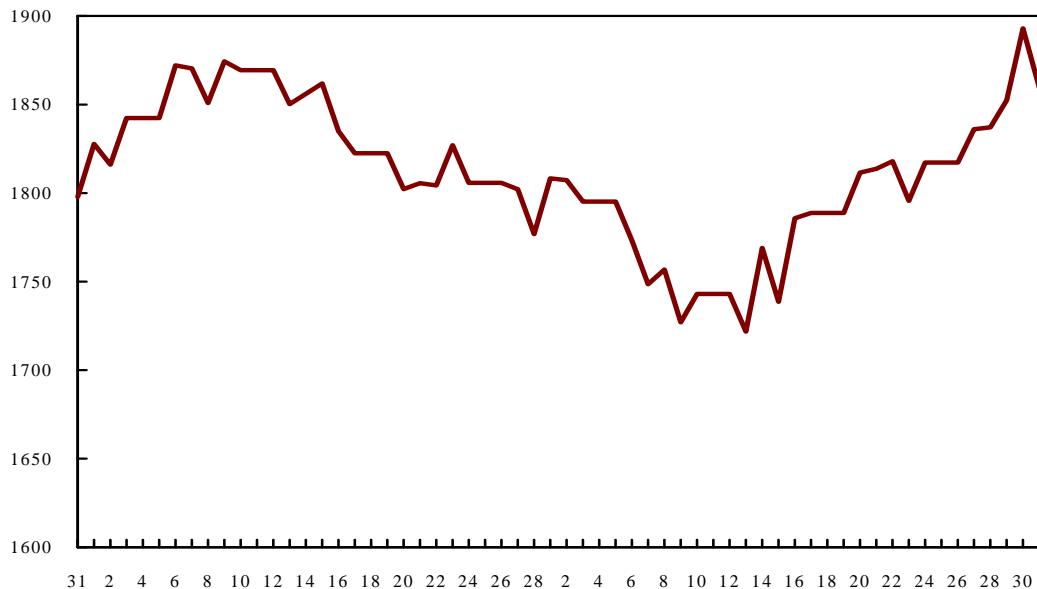
INDICES BOURSIERS				
	28 février 1995	31 mars 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones) .....	4 011,05	4 157,69	3,6	8,43
Londres (FT 100) .....	3 009,30	3 137,90	4,2	2,36
Tokyo (Nikkei) .....	17 053,43	16 139,95	-5,3	-18,17
Paris (CAC 40) .....	1 776,85	1 859,48	4,6	-1,15
Francfort (Dax) .....	2 102,18	1 922,59	-8,5	-8,73

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

Mise à jour le 7 avril 1995

En ce qui concerne les principales autres bourses mondiales, les performances ont été très contrastées au cours du mois de mars. À New York, l'indice Dow Jones a atteint de nouveaux records historiques à la hausse. En revanche, le marché japonais est resté déprimé en raison de la poursuite de la hausse du yen. En Europe, la baisse de l'indice Dax à Francfort contraste avec la bonne tenue des autres bourses du continent, les investisseurs se montrant préoccupés par les conséquences de la fermeté du deutschemark sur les performances à l'exportation des entreprises allemandes.

### ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40 du 31 janvier 1995 au 31 mars 1995



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

Mise à jour le 3 avril 1995

#### 5.3.2. La tendance au début du mois d'avril (arrêtée au 10)

Les cours ont continué de progresser au début du mois d'avril à la Bourse de Paris, le marché restant soutenu par la confirmation de la détente sur les marchés de taux d'intérêt. L'indice CAC 40 s'est établi à 1 880 en clôture de la séance du 10 avril, soit une hausse de 1,1 % par rapport à fin mars.

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

En février, l'*agrégat de monnaie M3* a progressé de 0,9 %, après avoir diminué de 0,6 % le mois précédent (chiffre rectifié). Les principales composantes de M3 ont toutes enregistré une évolution positive en février. Ainsi, les moyens de paiement (M1), dont la variation au mois le mois est au demeurant assez irrégulière, se sont accrus de 1 % (– 2,4 % le mois précédent). Pour leur part, les avoirs sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) ont poursuivi leur croissance (+ 0,6 %). Enfin, l'ensemble des placements rémunérés à des taux de marché (M3 – M2) s'est renforcé de 0,9 %, la reprise des comptes à terme, en particulier, ayant plus que compensé le repli des avoirs en titres d'OPCVM monétaires.

Sur un an et entre moyennes trimestrielles centrées, tous les agrégats ressortent en croissance : M1 a augmenté de 0,7 %, M2 de 4,6 % et M3 de 2,8 %. Ce dernier agrégat a connu, sur la période récente, une croissance conforme à la tendance de moyen terme qui lui est assignée (5,4 % en progression annuelle sur les six derniers mois connus).

Le développement de l'*épargne contractuelle (P1)* est resté soutenu (+ 11,5 % en un an), quoiqu'en léger ralentissement. Les plans d'épargne-logement et les plans d'épargne populaire se sont inscrits en hausse, respectivement, de 15,4 % et de 15,2 % sur les douze derniers mois.

La croissance de l'*endettement intérieur total* est demeurée ferme à fin janvier (+ 3,9 %, après + 4,2 % à fin 1994), sous l'effet d'un développement toujours soutenu des financements de marché (+ 12,2 % en un an) et d'une progression sur les douze derniers mois de 0,6 % des *crédits à l'économie*.

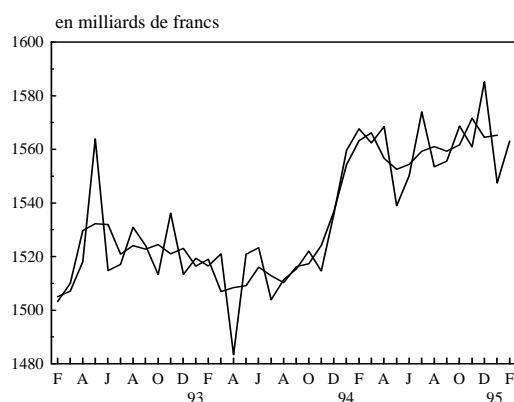
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin février 1995	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Décembre 1994 (a) en pourcentage	Janvier 1995 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
– M1 .....	1 529,2	1,0	1,8	0,7
– M2 .....	2 875,2	0,8	4,9	4,6
– M3 .....	5 231,9	0,9	1,9	2,8
– M4 .....	5 301,6	0,8	2,3	3,2
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
– P1 .....	1 490,9		12,2	11,5
Statistiques à fin janvier 1995			Variations sur 12 mois en glissement	
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>			Novembre 1994 en pourcentage	Décembre 1994 en pourcentage
– Endettement intérieur total .....	10 087,0	3,4	4,2	3,9
– Ensemble des crédits à l'économie ..	6 347,8	-1,6 (b)	-0,5	0,6 (b)
– Crédits des banques à l'économie....	3 559,5	-1,5	-0,7	-1,4

(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés :  
M1 : 1,6 % ; M2 : 4,9 % ; M3 : 1,7 % ; M4 : 2,1 % ; P1 : 12,3 %  
(b) Données estimées

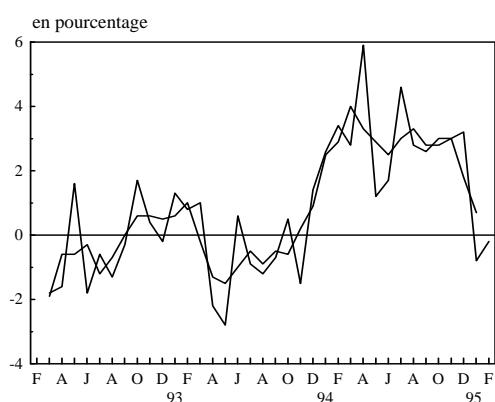
Source et réalisation : Banque de France  
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 4 avril 1995

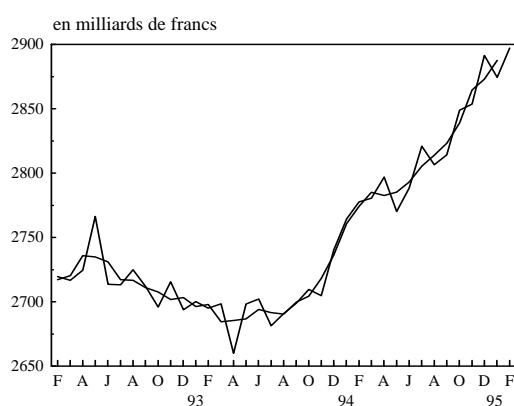
**M1**  
**Encours cvs**



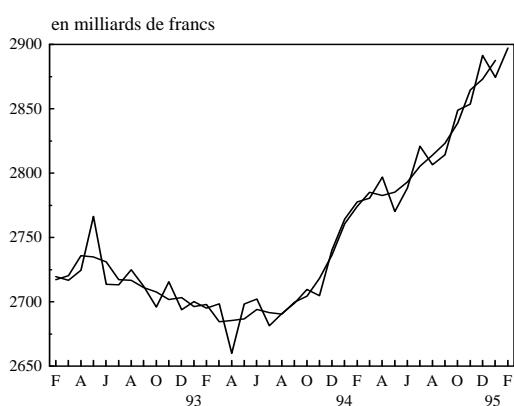
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



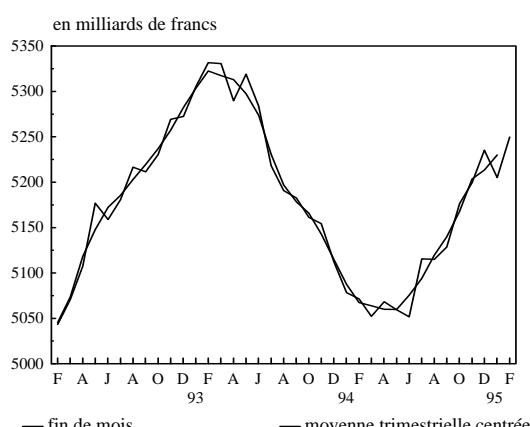
**M2**  
**Encours cvs**



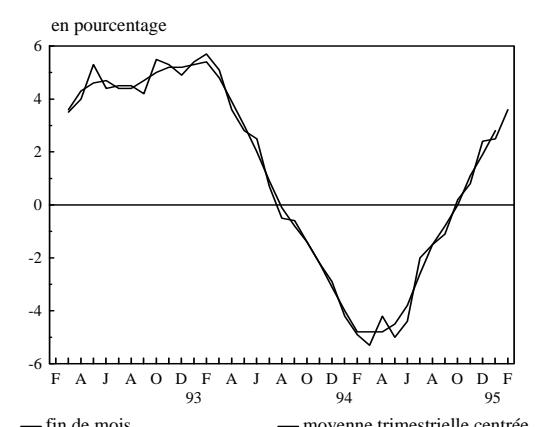
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



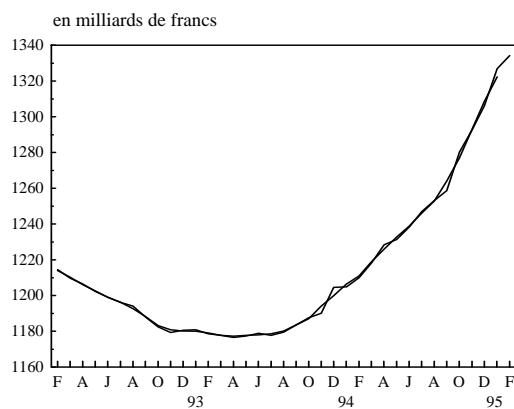
**M3**  
**Encours cvs**



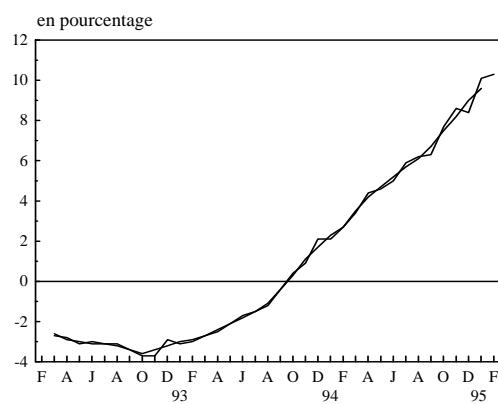
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



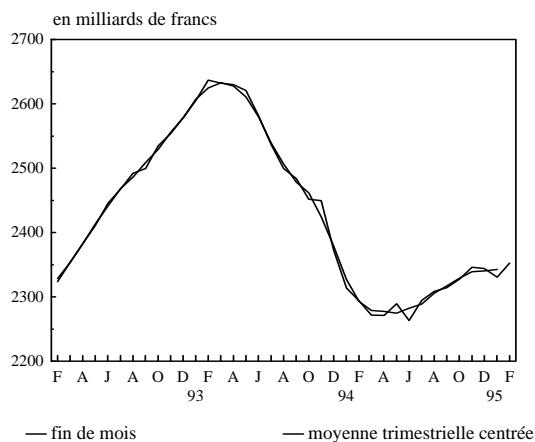
**M2 – M1**  
**Encours cvs**



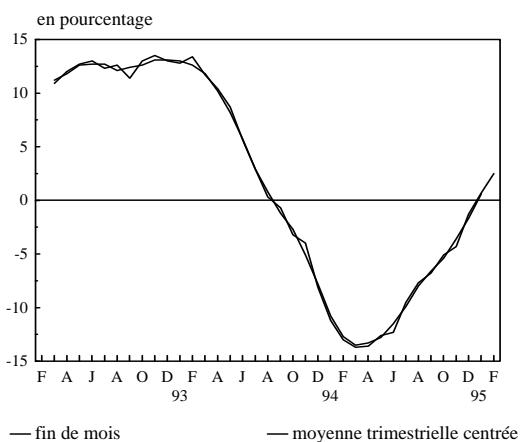
**M2 – M1**  
**Glissements sur 12 mois**



**M3 – M2**  
**Encours cvs**



**M3 – M2**  
**Glissements sur 12 mois**



## ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

**Tableau non disponible**

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

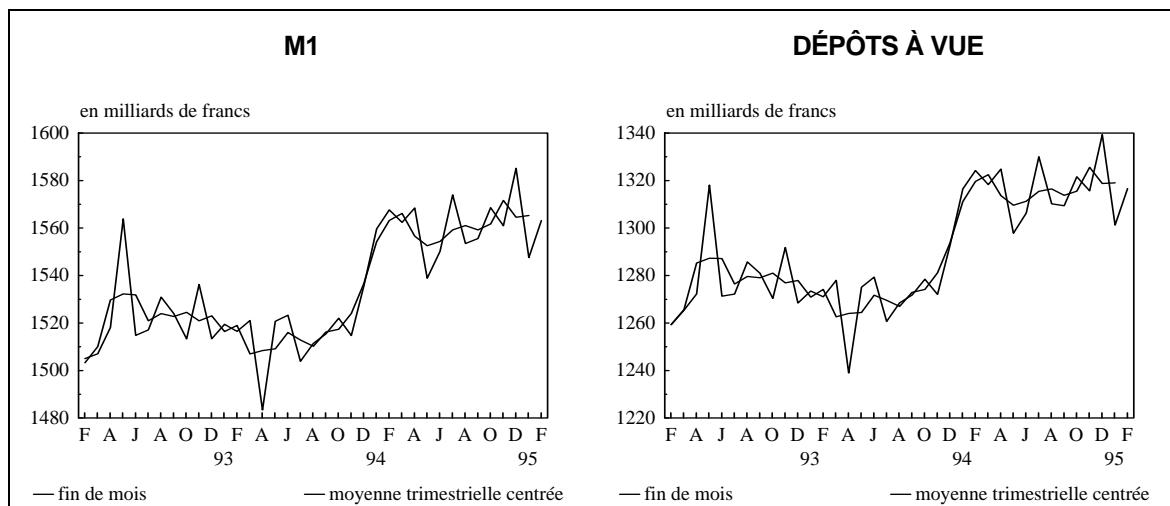
### Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle<sup>1</sup>

(statistiques à fin février 1995)

#### M1

L'agrégat M1 s'est accru de 1,0 % en février, après s'être replié le mois précédent (-2,4 %). En glissement annuel, sa croissance n'excède pas 0,7 %.

Les dépôts à vue ont progressé de 1,2 % en février, alors qu'ils avaient baissé de 2,8 % en janvier. Sur un an, leur progression s'est ralentie (+0,6 % à fin février, contre +1,9 % à fin janvier).



L'encours des billets et monnaies a peu varié (+0,1 % comme en janvier). En glissement annuel, sa progression atteint 1,3 % à fin février.

#### M2 – M1

L'agrégat M2 – M1 a progressé de 0,6 %, après +1,6 % en janvier. Son rythme annuel de croissance a continué de se renforcer pour atteindre 9,6 %.

Les livrets A et bleus ont augmenté de 0,3 % (contre +1,6 % en janvier) et de 7,0 % en glissement sur douze mois.

Les comptes d'épargne-logement se sont repliés de 0,3 % ; en un an, leur hausse s'est réduite, revenant, d'une fin de mois à l'autre, de +3,2 % à +2,5 %.

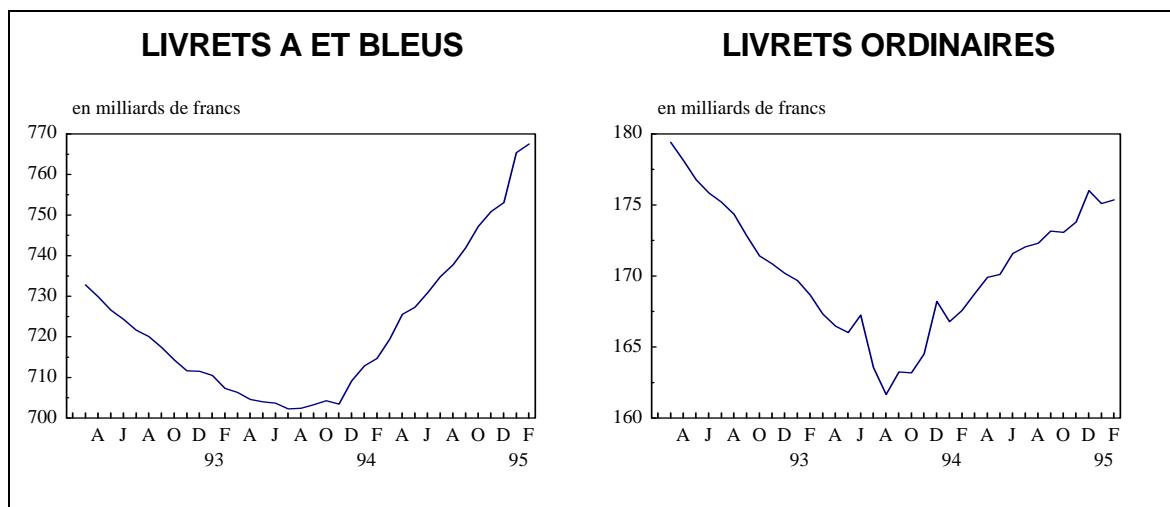
L'effet du relèvement de plafond tendant à s'estomper, la croissance des Codevi a été moins soutenue qu'au cours des mois précédents tout en restant prononcée (+2,3 %). Leur variation annuelle reste cependant très élevée (+43,8 % à fin février).

Les livrets d'épargne populaire ont progressé de 1,0 % en un mois et de 12,8 % en glissement annuel.

Les livrets soumis à l'impôt se sont accrus de 0,1 % (après une baisse de 0,5 % en janvier). Sur un an, leur rythme de progression marque un léger ralentissement (+4,8 % à fin février).

<sup>1</sup> Tous les graphiques sont en encours corrigés des variations saisonnières (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.

La collecte sur les livrets soumis à l'impôt reste soutenue (+ 1,1 %, après + 1,3 % le mois précédent). Sur un an, leur progression s'élève à 5,6 %.



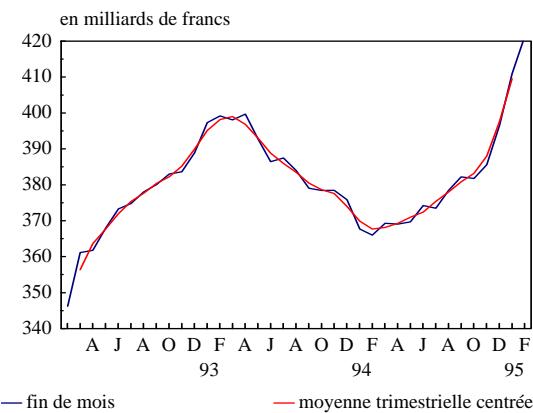
### ***M3 – M2***

Après avoir diminué de 0,6 % en janvier, l'agrégat M3 – M2 a progressé de 0,9 % en février sous l'effet, principalement, de la poursuite de la reprise des placements sur comptes à terme et d'une hausse assez prononcée des certificats de dépôt. Aussi, malgré une nouvelle baisse des avoirs investis en titres d'OPCVM monétaires, les placements rémunérés à des taux de marché ont globalement retrouvé une évolution positive sur douze mois (+ 0,6 %).

Parmi les placements à terme non négociables, le développement des dépôts à terme s'est poursuivi sur un rythme soutenu (+ 2,5 %, après + 3,6 % en janvier et + 2,9 % en décembre 1994). En revanche, l'encours des bons de caisse et d'épargne, qui avait renoué avec la croissance au cours des deux mois précédents, s'est contracté de 1 %.

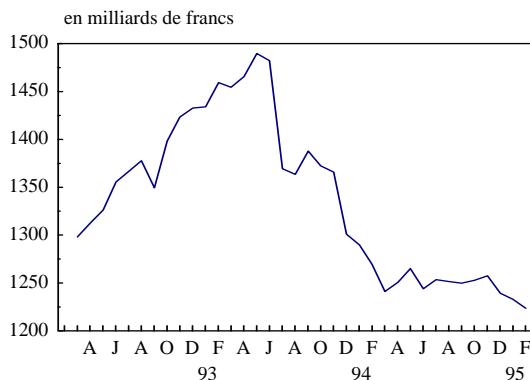
En variation annuelle, les dépôts à terme présentent une progression de 10,8 %, alors que les bons enregistrent un moindre recul (– 7,9 %).

### DÉPÔTS À TERME



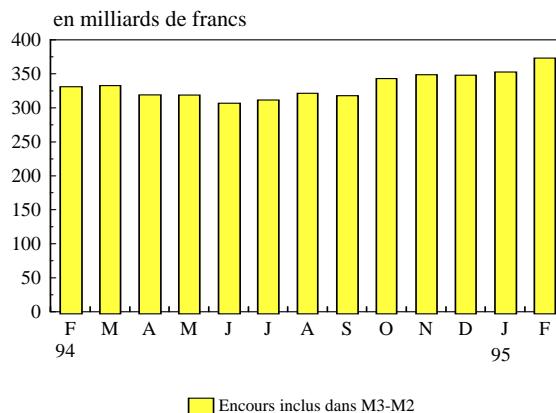
L'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est réduit de 0,8 % (après – 0,5 % en janvier) et, sur un an, son repli s'établit à – 4,3 %.

### TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



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 s'est sensiblement accru (20,3 milliards de francs) et atteint 372,9 milliards (sur un total émis de 1 187,8 milliards de francs). Ce gonflement des portefeuilles a été en partie alimenté par des cessions de titres d'OPCVM monétaires.

**CERTIFICATS DE DÉPÔT ET BMTN (a)**



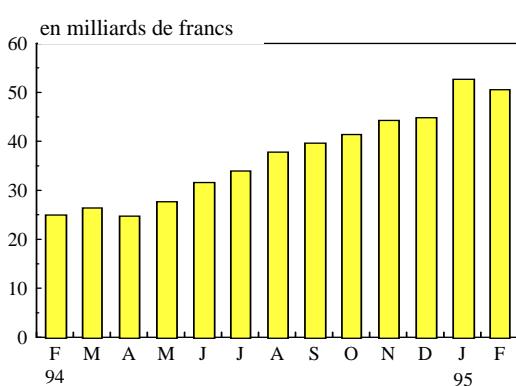
(a) BMTN émis par les banques

**M4 – M3**

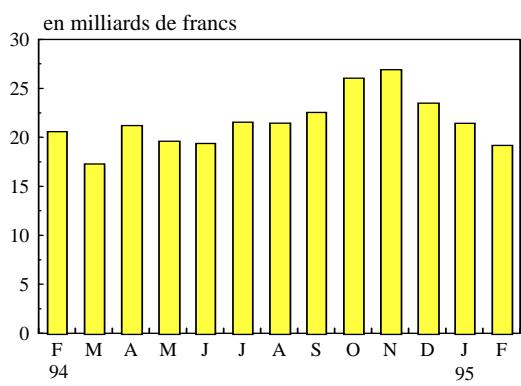
Le montant des bons du Trésor émis est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 921,2 milliards de francs à 941,2 milliards. Dans le même temps, le portefeuille des agents non financiers est revenu de 52,7 milliards de francs à 50,5 milliards.

L'encours des titres de créances négociables émis par les sociétés s'est réduit de 3,7 milliards de francs et atteint 154,8 milliards ; la part détenue par le public a baissé de 2,3 milliards de francs et s'élève à 19,2 milliards.

**BONS DU TRÉSOR**



**BILLETS DE TRÉSORERIE  
ET BMTN (a)**



(a) BMTN émis par les sociétés non financières

**P1**

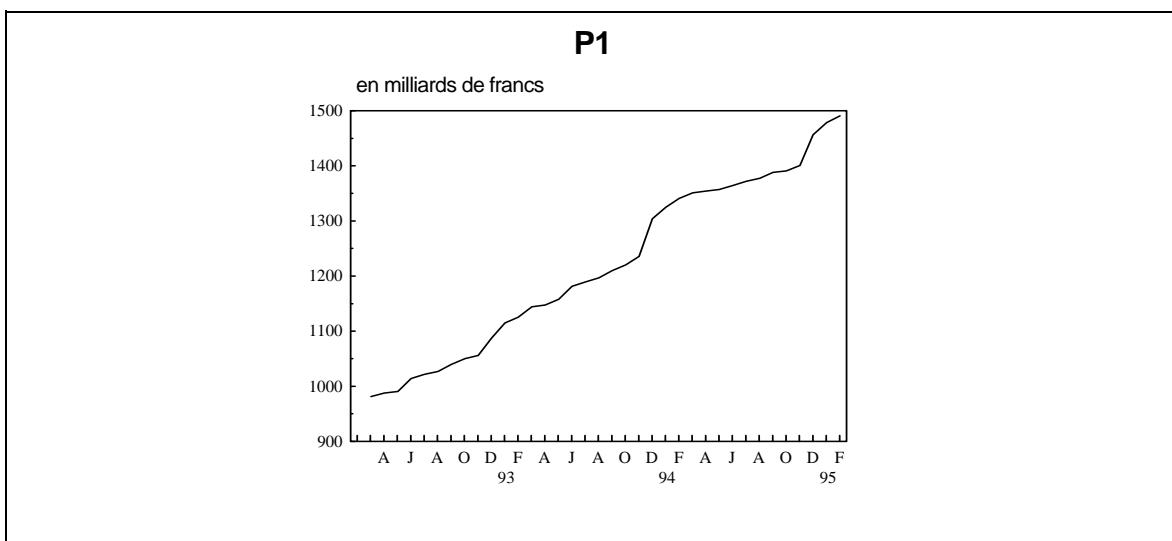
La croissance de l'agrégat de placement (P1) reste vive (+ 11,5 % en un an) malgré un tassement régulier qui reflète un développement moins marqué de ses principales composantes.

La progression des plans d'épargne-logement s'est de nouveau ralentie (+ 0,3 % à fin février, après + 0,8 % à fin janvier). De ce fait, sur un an, leur rythme de croissance, bien que toujours soutenu, s'est amoindri (+ 15,4 % à fin février, après + 16,7 % le mois précédent).

La variation sur douze mois des plans d'épargne populaire atteint + 15,2 % (contre 15,7 % à fin janvier).

Le recul des placements en titres d'OPCVM « garantis » s'élève à 3,8 % sur un an (comme à fin janvier).

Les bons de capitalisation ont continué de progresser à un rythme très modéré (4,6 % en un an).



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

### 6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin janvier 1995)<sup>1</sup>

#### ***Vue d'ensemble***

À fin janvier 1995, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont progressé de 0,6 % en glissement sur douze mois, alors qu'ils étaient en diminution de 0,5 % à la fin de 1994.

Les crédits aux sociétés sont toujours en léger repli (– 2,4 %, en un an, à fin janvier, après – 1,9 % à fin décembre), mais ce repli est plus que compensé par le développement des crédits aux autres bénéficiaires.

En effet, l'évolution sur un an des prêts aux ménages est restée positive (+ 0,9 % sur douze mois à fin janvier comme à fin 1994). Les crédits aux administrations publiques (hors État) ont retrouvé une croissance annuelle assez soutenue, après le creux du dernier trimestre de 1994, période durant laquelle leur variation était alors devenue ponctuellement négative, en raison d'un effet de base (le financement exceptionnel de l'Acoss a, en effet, été moindre en 1994 qu'en 1993). Au total, les crédits aux autres agents se sont accrus, en glissement sur douze mois, de 5,6 % à fin janvier (– 4,4 % à fin décembre).

Les crédits distribués par les seules banques restent, toutefois, en léger retrait (– 1,4 % sur un an, à fin janvier, après – 0,7 % à fin 1994). Les prêts qu'elles accordent aux sociétés demeurent en baisse (– 6,7 % en glissement sur douze mois à fin janvier, contre – 5,4 % à la fin du mois précédent), alors que les crédits aux ménages et aux autres agents restent orientés à la hausse, sur des rythmes voisins, pour chacune des deux catégories, de ceux des mois précédents (respectivement + 1,0 % et + 3,6 %, après + 1,2 % et + 2,5 % à la fin de 1994).

<sup>1</sup> Les nouveaux documents issus de la réforme Bafi, entrée en vigueur en janvier 1993, ne peuvent pas être systématiquement raccordés avec ceux existant précédemment. Les ruptures les plus importantes, consécutives à ce changement, ont conduit à effectuer des corrections statistiques visant à éliminer les mouvements sans fondement réel. L'évolution des crédits, ventilés par objet et/ou par agent, reste néanmoins à interpréter avec prudence lorsqu'elle porte sur une période incluant l'arrêté de décembre 1992.

	VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS				
	(en pourcentage)				
	1993	1994			1995
	Décembre	Juin	Septembre	Décembre	Janvier
<b>BANQUES</b>					
– Total des crédits y compris défaisance (a) .....	-2,0	-2,3	-1,8	-0,7	-1,4
– Total des crédits après défaisance .....	-3,1	-3,3	-1,8	-1,9	-2,6
– Sociétés .....	-6,5	-6,6	-4,8	-5,4	-6,7
– Ménages .....	0,1	0,1	0,9	1,2	1,0
– Autres agents .....	2,4	-0,1	2,5	2,5	3,6
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
– Total des crédits y compris défaisance (b) .....	-0,3	-0,8	-0,3	-0,5	0,6 (c)
– Total des crédits après défaisance .....	-0,8	-1,3	-0,5	-1,2	-0,1 (c)
– Sociétés .....	-5,3	-4,1	-3,2	-1,9	-2,4 (c)
– Ménages .....	0,3	0,3	0,5	0,9	0,9 (c)
– Autres agents .....	14,0	5,6	6,9	-4,4	5,6 (c)

(a) Les opérations de défaisance se sont élevées à 44 milliards de francs au cours des douze derniers mois.  
 (b) Les opérations de défaisance se sont élevées à 45 milliards de francs au cours des douze derniers mois.  
 (c) Données estimées

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

Mise à jour le 11 avril 1995

### ***Les crédits des banques au cours des derniers mois***

Appréciés en variation mensuelle, les crédits des banques ont globalement diminué de 1,0 % en janvier, après avoir augmenté de 0,3 % le mois précédent.

Les crédits aux sociétés ont de nouveau enregistré une baisse en janvier (- 1,8 %, après - 1,5 % en décembre). En revanche, les crédits aux ménages sont restés pratiquement inchangés pour le deuxième mois consécutif.

Pour leur part, les concours aux autres agents ont reculé de 2,7 %, après plusieurs mois de hausse ininterrompue.

## ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE

	(en pourcentage)				
	Données cvs		Données brutes		
	Variations mensuelles		Variations sur 12 mois		1994
	Novembre	Décembre	Janvier	Décembre	
<b>TOTAL y compris défaisance (a).....</b>	-0,6	0,3	-1,0	-0,7	-1,4
<b>TOTAL après défaisance .....</b>	-0,9	-0,5	-1,0	-1,9	-2,6
<b>SOCIÉTÉS.....</b>	-1,9	-1,5	-1,8	-5,4	-6,7
– Investissement des sociétés .....	-0,5	-1,3	0,4	-4,7	-3,0
– Trésorerie des sociétés.....	-1,3	0,2	-3,6	-5,5	-8,2
– Autres crédits.....	-4,2	-4,1	-1,3	-6,1	-8,3
<b>MÉNAGES.....</b>	0,2	0,0	-0,1	1,2	1,0
– Habitat ménages .....	0,2	0,1	0,2	1,8	2,0
– Trésorerie des particuliers .....	0,0	-0,4	-2,8	-0,2	0,9
– Autres crédits.....	0,3	0,0	-0,9	0,6	-1,1
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS .....</b>	2,7	1,8	-2,7	2,5	3,6

(a) Les opérations de défaisance se sont élevées à 44 milliards de francs au cours des douze derniers mois.

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

Mise à jour le 11 avril 1995

Les crédits d'investissement aux sociétés ont augmenté de 0,4 % en janvier (– 1,3 % en décembre), et leur repli sur un an a continué, de ce fait, de s'amoindrir (– 3,0 %, après – 4,7 % à fin 1994). En revanche, les crédits de trésorerie se sont réduits de 3,6 % d'un mois sur l'autre. Aussi, leur recul en un an reste-t-il sur un rythme à peu près inchangé depuis septembre 1994 — le point de décembre 1994 étant en partie affecté par un effet de base — et s'établit à – 8,2 % à fin janvier.

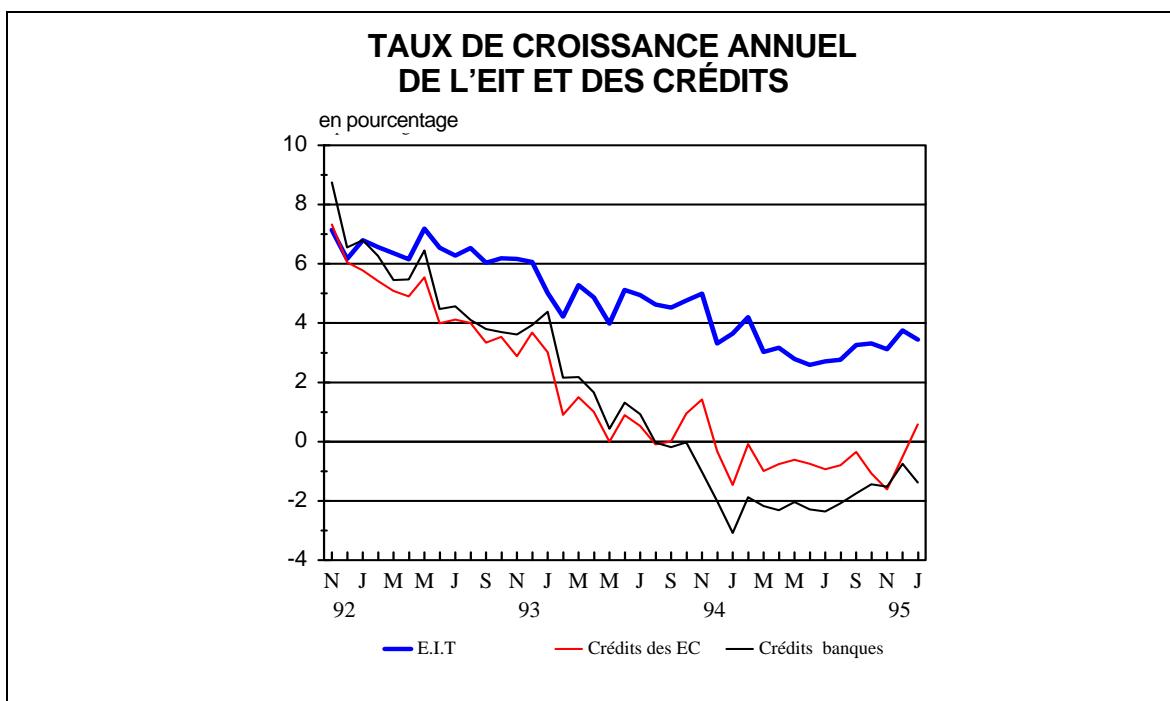
La quasi-stabilité des crédits aux ménages en janvier résulte de mouvements contrastés qui se sont globalement compensés. En effet, la croissance ininterrompue, depuis mai 1994, des crédits à l'habitat (+ 0,2 %, après + 0,1 % en décembre) a pratiquement équilibré la baisse des crédits de trésorerie (– 2,8 %, après – 0,4 % en décembre) et des autres crédits (– 0,9 %, après 0 % en décembre).

L'encours des prêts aux autres agents a enregistré un net recul (– 2,7 %, après + 1,8 % en décembre), sous l'effet d'une forte contraction des crédits à court terme accordés aux collectivités locales.

## 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin décembre 1994 et janvier 1995)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total est demeurée ferme à fin janvier (+ 3,9 % en un an, après + 4,2 % à fin 1994). Celle de l'endettement de l'État s'est ralenti (+ 13,2 % à fin janvier, après + 17,8 % à fin décembre). Pour sa part, l'endettement des sociétés est toujours en repli d'une année sur l'autre (- 2,2 % à fin janvier, après - 1,4 % à fin décembre), alors que l'endettement des ménages a légèrement progressé (+ 0,9 % à fin décembre comme en janvier). Par ailleurs, le rythme de croissance de l'endettement des autres agents s'est fortement accéléré en janvier, atteignant 7,8 %, après une baisse de 2,3 % à fin décembre.



La variation en un an des crédits à l'économie est devenue positive (+ 0,6 %)<sup>1</sup> et la croissance annuelle des financements collectés sur les marchés internes est demeurée globalement soutenue (+ 12,2 % à fin janvier et + 12,9 % à fin 1994).

Le développement des financements obtenus sur le marché monétaire est resté élevé (+ 12,1 % en janvier, après + 13,9 % en décembre) : la progression annuelle de l'encours des bons du Trésor s'est maintenue à fin janvier pratiquement à son rythme antérieur (+ 16,4 %, après + 16,8 %), alors que la contraction de l'encours des titres de créances négociables émis par les sociétés s'est sensiblement accentuée (- 7,4 %, au lieu de - 0,7 % à fin 1994).

Sur le marché obligataire, la progression annuelle des financements s'est établie à 12,2 % à fin janvier, soit une hausse très proche de celle enregistrée à fin décembre (12,5 %). Alors que la croissance de la dette obligataire des sociétés s'est ralenti (+ 0,5 % à fin janvier, après + 2,0 % à fin décembre), la progression des financements obligataires de l'État a conservé un rythme soutenu (+ 14,7 % à fin janvier, après + 14,6 % à fin décembre).

La variation annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents ressort à + 13,4 % à fin janvier (+ 15,7 % à fin 1994), tandis que l'encours des obligations internationales émises par les sociétés a continué de se contracter, au rythme de 2,1 % en glissement annuel (après - 3,8 % à fin décembre).

<sup>1</sup> L'évolution des crédits à l'économie, principale composante de l'EIT, est décrite au paragraphe précédent.

**ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT**

*(en données brutes – variation sur douze mois en pourcentage)*

	1993	1994		1995
	Décembre	Novembre	Décembre	Janvier
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>				
(y compris défaisance) .....	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (après défaisance) .....</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>
– État .....	14,8	16,6	17,8	13,2
– Sociétés .....	-3,9	-2,1	-1,4	-2,2
– Ménages .....	0,3	1,1	0,9	0,9
– Autres .....	13,5	-5,1	-2,3	7,8
CRÉDITS (y compris défaisance) .....	-0,3	-1,6	-0,5	0,6
CRÉDITS (après défaisance) .....	-0,8	-2,0	-1,2	-0,1
– Sociétés .....	-5,3	-2,9	-1,9	-2,4
– Ménages .....	0,3	1,1	0,9	0,9
– Autres .....	14,0	-7,3	-4,4	5,6
FINANCEMENTS NON NÉGOCIABLES DE L'ÉTAT (a) .....	-24,5	31,0	40,8	-3,5
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b) .....	15,3	12,0	12,9	12,2
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	4,1	12,6	13,9	12,1
– État .....	7,7	14,8	16,8	16,4
– Sociétés .....	-11,0	3,2	-0,7	-7,4
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	21,9	11,6	12,5	12,2
– État .....	27,8	13,4	14,6	14,7
– Sociétés .....	7,7	2,5	2,0	0,5
– Autres (c) .....	-1,1	64,2	66,3	68,0
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS .....	8,0	21,9	15,7	13,4
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER .....	0,7	-5,4	-3,8	-2,1
– Sociétés .....	0,7	-5,4	-3,8	-2,1

(a) Il s'agit principalement des dépôts des correspondants du Trésor et des particuliers auprès du Trésor public desquels sont soustraits les avoirs en compte courant du Trésor à la Banque de France. Les mouvements affectant ce poste proviennent pour l'essentiel de la variation du solde créditeur du compte courant du Trésor à la Banque de France.

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

(c) 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 11 avril 1995

Au sein des contreparties de l'EIT, la part prise par les placements monétaires inclus dans M3 dans la croissance du total de ces contreparties s'est établie à 1,3 point sur 3,9 points à fin janvier (après 1,3 point sur 4,2 points à fin décembre). Alors que les éléments de P1 ont participé à la croissance de l'ensemble à hauteur de 1,3 point en janvier comme en décembre, la contribution des placements de nature obligataire est devenue négative avec -0,6 point sur 3,9 points à fin janvier et -0,3 point sur 4,2 points à fin décembre.

Enfin, l'apport relatif des concours nets des non-résidents s'est légèrement renforcé, passant de 0,9 point sur 4,2 points à fin décembre à 1,2 point sur 3,9 points à fin janvier.

## L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES Parts dans la progression annuelle

Tableau non disponible

COMMUNICATIONS

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en mars 1995

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 133 – mars 1995***

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

### ***Cahier des titres de créances négociables – février 1995***

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

### ***Bulletin de la Banque de France – Hors série Statistiques monétaires et financières annuelles – 1993***

DIRECTION DES ÉTUDES ET STATISTIQUES MONÉTAIRES  
(Tél. : +33 (1) 42 92 28 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 09)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

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

#### ***– Les défaillances d'entreprises dans l'industrie – Ratios significatifs – Processus de défaillances – Détection précoce (B 95/03)***

DIRECTION DES ENTREPRISES  
(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

### ***Cahiers régionaux Auvergne – mars 1995***

#### ***Première analyse du comportement en 1994 des entreprises de l'industrie et du bâtiment***

BANQUE DE FRANCE CLERMONT-FERRAND  
SÉCRÉTARIAT RÉGIONAL AUVERGNE  
(Tél. : +33 73 40 69 40 – Télécopie : +33 73 40 69 38)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Bretagne – février 1995  
L'Ille-et-Vilaine en 1994 – Évolution économique et financière***

Banque de France Rennes  
Secrétariat régional Bretagne  
(Tél. : +33 99 25 12 12 – Télécopie : +33 99 25 12 22)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Centre  
Enquête rapide de fin d'année sur le comportement des entreprises de l'industrie,  
du bâtiment et des travaux publics – Année 1994 (ERFAR)***

Banque de France Orléans  
Secrétariat régional Centre  
(Tél. : +33 38 77 78 78 – Télécopie : +33 38 77 78 92)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Haute-Normandie – mars 1995  
Évolution du système productif de la Haute-Normandie – 1974-1994***

Banque de France Rouen  
Secrétariat régional Haute-Normandie  
(Tél. : +33 35 52 78 78 – Télécopie : +33 35 52 78 95)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Limousin – février 1995  
Le comportement des entreprises –  
Résultats 1994 et perspectives 1995***

Banque de France Limoges  
Secrétariat régional Limousin  
(Tél. : +33 55 11 53 00 – Télécopie : +33 55 11 53 14)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Limousin – mars 1995  
Le logement en 1994***

Banque de France Limoges  
Secrétariat régional Limousin  
(Tél. : +33 55 11 53 00 – Télécopie : +33 55 11 53 14)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Midi-Pyrénées – février 1995  
Lettre de conjoncture : Foie gras – n° 9***

Banque de France Auch  
Secrétariat régional Midi-Pyrénées  
(Tél. : +33 62 61 90 60 – Télécopie : +33 62 61 90 69)  
Prix du numéro : FRF 50 TTC

***Cahiers régionaux Nord-Pas-de-Calais – mars 1995  
Enquête transfrontalière sur l'industrie textile –  
Tendances 1994 – Perspectives 1995***

Banque de France Lille  
Secrétariat régional Nord-Pas-de-Calais – Banque nationale de Belgique  
(Tél. : +33 20 40 47 69 – Télécopie : +33 20 40 47 95)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Nord-Pas-de-Calais – mars 1995  
Le comportement des entreprises de l'industrie et du bâtiment-génie civil***

Banque de France Lille  
Secrétariat régional Nord-Pas-de-Calais  
(Tél. : +33 20 40 47 69 – Télécopie : +33 20 40 47 95)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Rhône-Alpes – mars 1995  
Les entreprises en Rhône-Alpes – Tendances 1994 – Perspectives 1995***

Banque de France Lyon  
Secrétariat régional Rhône-Alpes  
(Tél. : +33 72 41 25 25 – Télécopie : +33 72 41 25 79)  
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cycle de conférences 1994-1995 – Reims  
Conséquences de la monnaie unique  
sur la vie des entreprises et des banques***

par Henri Jullien, adjoint au directeur des Entreprises  
Banque de France Reims  
(Tél. : +33 26 89 52 52 – Télécopie : +33 26 89 52 48)

## **2. Contributions à des publications extérieures**

***La doctrine du gouverneur***

entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(L'Express – 16 mars 1995)

***Préservons le franc***

entretien avec Michel Sapin, membre du Conseil de la politique monétaire  
(Journal du Dimanche – 5 mars 1995)

***L'irruption du Corporate Governance***

entretien avec Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire  
(Revue d'économie financière – n° 31 – Hiver 1994)

***Internationalisation de la Bourse de Paris et gouvernement d'entreprise***

par Didier Davydoff, adjoint de direction à la Banque de France  
(Revue d'économie financière – n° 31 – Hiver 1994)

***Le triple contrôle des établissements de crédit***

par Jean-Louis Butsch, secrétaire général de la Commission bancaire  
(Revue Banque – n° 558 – avril 1995)

***Livre blanc « sécurité informatique bancaire »***

par Pierre-Yves Thoraval, directeur au Secrétariat général de la Commission bancaire  
(Banque Stratégie – n° 113 – février 1995)

***Accord de partenariat avec la Sicovam***

entretien avec Joël Mérère, directeur des services de Titres  
(Bulletin de la Sicovam – février 1995)

***Apport de la gestion de projet (PMW)***

entretien avec Pierre Brisset, responsable de la Planification, de la Sécurité et de la Qualité au Cabinet de l'Organisation et de l'Informatique  
(CXP-Informations – n° 199 – janvier 1995)

***L'audit informatique : entre contrôle et conseil***

entretien avec Jean-Claude Hillion, inspecteur, en charge de l'audit informatique  
(Le Monde Informatique – n° 618 – 27 janvier 1995)

***Pourquoi passer (ou non) aux systèmes ouverts ?***

entretien avec Yves Barroux, adjoint au Secrétaire général pour l'Organisation et l'Informatique  
(Le Monde Informatique – n° 620 – 10 février 1995)

É T U D E E S

# BANQUES CENTRALES ET PORTE-MONNAIE ÉLECTRONIQUES<sup>1</sup>

À un moment où le développement des technologies et des réseaux conduit à s'interroger sur les risques de perte de maîtrise par les autorités de contrôle sur une partie de l'activité financière, les banques centrales affirment clairement leur volonté de conserver la pleine maîtrise de cette activité, en vue d'assurer, dans le cadre de leur mission de promotion du bon fonctionnement des systèmes de paiement, la protection du public.

---

DIDIER BRUNEEL  
*Secrétariat général*

La présente étude a pour objet de rappeler brièvement la position des banques centrales sur le porte-monnaie électronique (PME), de dégager les diverses lignes de force du débat, puis de mettre celui-ci en perspective dans le cadre des questions qui se posent autour de la « monnaie virtuelle ».

## 1. La position des banques centrales

La position des banques centrales est désormais bien connue et a fait l'objet de multiples exposés et commentaires l'an passé, à l'occasion de la diffusion par l'Institut monétaire européen (IME) du rapport élaboré par un groupe de travail réunissant, à l'époque, les douze banques centrales des pays de l'Union européenne. Cette position des banques centrales apparaît structurante sous plusieurs aspects.

---

<sup>1</sup> Cette étude reprend de larges extraits de l'intervention de Didier Bruneel, secrétaire général de la Banque de France, membre du groupe de travail sur les systèmes de paiement de l'Union européenne et du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement du Groupe des Dix, dans le cadre de « Porte-monnaie électronique' 95 Interfinances – Expobanques », à Paris, le 17 mars 1995.

### ***1.1. En réservant l'émission de la monnaie électronique aux établissements de crédit***

Les banques centrales affirment clairement leur volonté de conserver la pleine maîtrise de cette activité — la monnaie électronique contenue dans un PME étant assimilable aux dépôts à vue recensés dans M1 — et d'assurer un contrôle prudentiel des émetteurs propre à protéger le public et le système de paiement de masse dans son ensemble.

L'analyse fait en effet la distinction entre les cartes monoprestataires, d'une part, qui n'intègrent qu'un simple droit à consommer — du fait d'un paiement d'avance — un bien ou un service déterminé, et les cartes multiprestataires, d'autre part, qui introduisent dans le transfert des fonds entre le consommateur et un prestataire un nouvel intervenant, distinct de ce dernier, l'émetteur. Dans cette dernière hypothèse, l'encours non utilisé chargé dans la carte est inscrit au bilan de l'émetteur comme un engagement de nature financière qu'il est tenu d'honorer sans préavis et dont la disponibilité doit être totale à l'égard des bénéficiaires des règlements par cartes prépayées. Il s'agit donc là d'un encours de nature monétaire comparable aux dépôts à vue inclus dans l'agrégat M1.

Le rapport fait toutefois preuve de pragmatisme en acceptant de reconnaître la spécificité de certains systèmes de prépaiement déjà opérationnels, dès lors qu'ils réunissent un certain nombre de caractéristiques donnant tout apaisement sur les conditions de leur contrôle. L'analyse souligne par ailleurs la diversité des systèmes existants ou envisageables, depuis les applications monoprestataires, éventuellement multiservices, qui échappent au champ d'analyse du rapport, jusqu'aux applications de porte-monnaie électroniques universels, qui sont la forme la plus aboutie de la carte prépayée multiprestataires.

À cet égard, les banques centrales reconnaissent qu'un certain nombre d'applications de prépaiement sont conçues dans le cadre d'un enclos constitué d'un nombre limité de prestataires, disposant entre eux de relations contractuelles fortes, et relèvent de ce fait de la qualification de « cartes privatives » échappant aux conclusions de l'étude. Ce peut être, par exemple, le cas de cartes émises par des professionnels d'un même secteur (transport, cinéma ...) ou au sein d'une même enceinte (galerie marchande par exemple). Dans ces hypothèses, il pourra être admis que le ou les émetteurs des cartes ne soient pas des établissements de crédit. En tout état de cause, seules la banque centrale et les autorités monétaires du pays concerné auront à en juger.

### ***1.2. En ne prévoyant pas d'implication opérationnelle systématique des banques centrales dans l'émission du PME***

Si l'intervention directe des banques centrales n'est pas exclue dans l'émission de la monnaie électronique — c'est par exemple le choix qui a été fait en Finlande —, l'orientation collective est néanmoins de laisser au marché le soin de se positionner sur l'opportunité de créer un nouvel instrument de paiement, s'ajoutant à la gamme actuelle des instruments scripturaux et ayant à trouver sa place entre ceux-ci et le fiduciaire.

S'agissant par ailleurs des incidences d'un développement significatif du prépaiement sur la conduite de la politique monétaire, les banques centrales estiment que la situation projetée — morsure importante des cartes prépayées sur les espèces — ne différerait pas fondamentalement, dans ses effets, de celle qui prévaut plus généralement dans les pays développés du fait de la place prépondérante prise par la monnaie scripturale au sein de l'agrégat M1.

### ***1.3. En insistant sur les aspects sécuritaires du système***

Les banques centrales mettent en alerte les promoteurs des systèmes sur l'extrême attention portée à ces questions et instaurent de ce fait, non un agrément technique préalable, mais du moins un droit d'infléchissement des schémas, voire d'interdiction de mise en œuvre dans des cas extrêmes.

S'agissant de la sécurité des systèmes, les banques centrales seront attentives à ce que les projets de porte-monnaie électroniques intègrent non seulement un haut niveau de protection contre la fraude (la technologie du micro-processeur est de ce fait à privilégier par rapport à la carte à piste), mais également des dispositifs d'alerte et de riposte si les protections retenues venaient à se trouver contournées. À ce sujet, les questions spécifiques concernant la maîtrise du risque lié à la gestion d'une monnaie scripturale « anonyme » (les transactions individuelles de paiements disparaissant au profit d'un traitement de cumuls pour des raisons d'optimisation des coûts) ont fait l'objet d'un débat approfondi. Là encore, les banques centrales s'en remettent d'abord aux promoteurs de tels projets pour la définition de dispositifs satisfaisants de lutte contre la fraude. Elles entendent toutefois exercer un droit de regard préalable sur les aspects sécuritaires des projets, qui devront donc leur être soumis au plus tôt de leur phase de conception, et n'excluent pas d'avoir à s'opposer — au titre de leurs prérogatives statutaires — à la réalisation de systèmes jugés insuffisamment protégés.

Enfin, dans le cadre de la surveillance des développements intervenant dans le domaine du porte-monnaie électronique, les banques centrales seront particulièrement attentives aux conséquences de l'introduction de fonctionnalités supplémentaires, et notamment celle autorisant, par un dialogue de porte-monnaie à porte-monnaie, le transfert de monnaie électronique entre porteurs. Une telle évolution, technologiquement possible et partie intégrante de certains projets, poserait non seulement des problèmes sécuritaires spécifiques, mais contribuerait à changer la nature même de la monnaie électronique qui deviendrait une monnaie « finale », au même titre par exemple que le billet de banque.

Il faut insister particulièrement sur la question du statut de l'émetteur, en rappelant que, si la Banque de France, sur la base de la loi bancaire de 1984, avait déjà qualifié « d'opération de banque » l'émission de PME, et réservé de ce fait une telle activité aux établissements de crédit, ce n'était pas encore le cas pour les autres banques centrales de l'Union européenne.

Cette décision collective, conforme à la deuxième directive de coordination bancaire, mais qui a pu être perçue par certains comme un obstacle au développement d'initiatives industrielles ou commerciales, est — aux yeux des banques centrales — en parfaite adéquation avec leur mission de « promouvoir le bon fonctionnement des systèmes de paiement ». À un moment où le développement des technologies et des réseaux conduit à s'interroger sur les risques de perte de maîtrise par les autorités de contrôle sur une partie de l'activité financière, il est plus que jamais nécessaire d'ancrer clairement la gestion des moyens de paiement — et donc les conditions de mobilisation des dépôts à vue — au cœur de la responsabilité des établissements de crédit.

## 2. Les problématiques du PME

Les différents niveaux d'approches possibles de la question du PME sont autant de champs d'interrogations et de débats.

### 2.1. L'approche produit

Les débats actuels illustrent d'abord des divergences *stratégiques* sur le PME, liées à la finalité du produit : est-ce, comme le pensent certains, *un instrument dédié aux petits paiements de proximité*, dans un contexte essentiellement (voire uniquement) national, ou, comme l'envisagent d'autres, *un produit infiniment plus ambitieux*, utilisable au-delà du pays de l'émetteur et pour des montants dépassant les seuils généralement convenus pour les « petits paiements » ?

L'issue de ce débat sur la géométrie des PME — qui relève au premier chef des instances bancaires nationales et internationales — aura des incidences importantes sur le positionnement du produit dans la gamme des moyens de paiement, notamment vis-à-vis des cartes de paiement.

La question de la *gestion en cumul anonyme des transactions* recouvre partiellement la précédente, du fait qu'elle apparaît comme une solution à la prise en charge des très petits paiements. Elle entre sans conteste dans le champ de préoccupation des banques centrales compte tenu de la plus grande difficulté qu'aura l'émetteur à s'assurer qu'aucune fausse monnaie électronique n'est créée, du fait de la disparition des transactions unitaires. Une majorité de projets s'en tiennent à l'*approche traditionnelle du scriptural — un paiement/une transaction de débit* —, mais cette option est économiquement tributaire de l'importance du marché visé et donc, en premier lieu, de la taille du marché national sur lequel est situé l'émetteur.

À ces aspects stratégiques, s'ajoutent des options *fonctionnelles* dont les enjeux sont également élevés. Trois d'entre elles retiennent particulièrement l'attention : possibilité de dialogue de PME à PME, adjonction dans le PME de fonctions autres que le paiement (billétique, couponnage...), choix entre support spécifique ou nouvelle fonction sur les cartes de paiement existantes.

Sur le premier point du *transfert « carte à carte »*, les banques centrales de l'Union européenne ne se sont pas encore positionnées officiellement. La Banque de France est pour sa part réservée vis-à-vis de cette possibilité, non pas du fait que la monnaie électronique deviendrait de ce fait fonctionnellement un substitut à la monnaie fiduciaire, mais, une nouvelle fois, en raison des risques liés à la perte de maîtrise face aux dysfonctionnements techniques, aux attaques frauduleuses, ou aux utilisations abusives (notamment dans le cadre transfrontière dès lors qu'aucun plafond de chargement ne serait prévu pour la carte).

La question du *PME multi-fonctions*, évoquée en deuxième point, concerne d'abord les banques, mais la philosophie du moyen de paiement — du moins telle que nous la connaissons en France — incline à la prudence pour le « mélange des genres », afin d'éviter les conflits de responsabilité entre les différents intervenants, les banques conservant, en tout état de cause, leur prérogative en matière de « mise à disposition et de gestion des moyens de paiement ».

Enfin, plusieurs projets prévoient non la création d'un nouveau support mais l'*intégration d'une fonctionnalité PME sur les cartes de paiement classiques*. Cette approche apparaît séduisante par les synergies qu'elle permet en matière technique (infrastructures existantes) et commerciale (marché des porteurs de cartes classiques).

## 2.2. L'approche tarifaire

Il est évidemment souhaitable qu'un instrument de paiement à créer puisse trouver, par lui-même, son équilibre économique. Or, les approches sur cette question essentielle apparaissent singulièrement diverses, tant en ce qui concerne la tarification clientèle (le porteur et/ou le commerçant), que la tarification interbancaire (entre banquier émetteur et banquier « acquéreur »). Cette diversité ne risque-t-elle pas de constituer un obstacle supplémentaire à l'utilisation transfrontière des PME ou à la disposition de schémas internationaux de cartes prépayées ?

## 2.3. L'approche normative

Attentives aux aspects sécuritaires, les banques centrales n'entendent pas pour autant intervenir de manière directe dans le processus de normalisation, évidemment souhaitable, engagé dans les instances spécialisées d'une commission (Comité européen de normalisation bancaire, Comité européen de normalisation, Organisation internationale de normalisation...). Sur ce point, il convient néanmoins de veiller à ce que les réponses technologiques ne précèdent pas l'expression des besoins fonctionnels, et l'expression de choix clairs en ce domaine. Les quelques points évoqués plus haut démontrent assez l'intérêt de ne pas faire l'impasse sur cette phase préalable de réflexion et de formulation des stratégies.

L'important travail mené par la Commission européenne, dans le cadre d'un groupe multi-sectoriel, devrait aboutir en 1996 à une norme européenne qui favorisera l'interopérabilité des différents systèmes domestiques, et constituera un atout réel pour le développement des PME.

### 3. Autoroutes de l'information et monnaie « virtuelle »

L'accélération des technologies est telle que la « monnaie électronique », aujourd'hui plus sujet de colloque que d'observation réelle, nous apparaît soudain bien traditionnelle face aux perspectives d'une « monnaie virtuelle » circulant sur des autoroutes de l'information non véritablement contrôlées.

Alors que la *monnaie électronique*, au sens où nous l'entendons dans le contexte des cartes prépayées, conserve un support physique — le micro-processeur logé dans la carte —, et un processus de circulation défini et maîtrisé par l'émetteur — y compris, en principe, pour le « carte à carte » —, le concept de *monnaie virtuelle* se caractérise par une disparition du support et une circulation sur un réseau non maîtrisé par l'émetteur. Privée de support, la monnaie n'est plus localisable (elle devient par nature anonyme et réutilisable) ; s'échangeant sur un réseau « ouvert », elle s'expose à la fois aux attaques frauduleuses et à un risque de banalisation (d'autres « objets » circuleront sur le réseau) favorisant l'intervention de non-banques dans le processus de circulation ou de stockage.

Les enjeux sont ici à la hauteur des risques encourus, tant par les autorités monétaires et les banques, qui pourraient voir leurs prérogatives gravement mises en cause, que par les pouvoirs publics, qui devront élaborer des dispositions nouvelles pour assurer la protection des particuliers. Dans ce domaine plus qu'ailleurs, une concertation internationale s'avérera, semble-t-il, rapidement nécessaire.

La Banque de France réfléchit à l'organisation d'une concertation dans ce domaine, sans doute élargie au monde bancaire, afin d'identifier le plus clairement possible les différents enjeux que comporte cette évolution et les règles envisageables pour sauvegarder la maîtrise de l'émission et de la gestion de la monnaie.

Comme ce fut le cas pour le PME, la Banque de France souhaite être à même, dès que possible, de proposer à ses partenaires européens — en particulier, au sein de l'IME — une approche documentée du problème, incluant des propositions concrètes d'action, dans le cadre de sa mission statutaire de banque centrale de veiller sur « le bon fonctionnement et la sécurité des systèmes de paiement ».

# AGRÉGATS ET OBJECTIFS MONÉTAIRES DANS LES PRINCIPAUX PAYS DÉVELOPPÉS

Les agrégats monétaires, dont la composition est présentée dans les fiches<sup>1</sup> ci-après concernant les principaux pays développés, servent très fréquemment de support à la définition d'un « objectif intermédiaire » pour la politique monétaire, dont l'objectif final unanimement adopté est la stabilité des prix<sup>2</sup>. Cette prédominance d'un agrégat-cible, qui s'est imposée depuis le milieu des années soixante-dix, a été par la suite menacée par les processus d'innovation financière et de déréglementation, qui ont affecté les relations de la monnaie avec la demande et les prix. Ces évolutions ont conduit la plupart des pays à adapter leur stratégie en recherchant des agrégats jugés plus pertinents dans ce nouvel environnement. D'autres banques centrales ont choisi de renoncer à la fixation d'un objectif monétaire, au profit du seul taux de change ou, plus récemment, d'une cible d'inflation.

SYLVIE VERLHAC  
*Direction des Études économiques et de la Recherche  
 Service des Économies étrangères*

<sup>1</sup> La fiche concernant la France a été établie par la direction des Études et Statistiques monétaires. Les fiches sur les pays étrangers proviennent de la direction des Études économiques et de la Recherche, service des Économies étrangères.

<sup>2</sup> Cet objectif est parfois explicitement mentionné dans les statuts de la banque centrale (Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne, Banque des Pays-Bas, Banque d'Espagne). Il peut aussi être associé à d'autres missions ; ainsi, aux États-Unis, le *Federal Reserve Act* indique que les objectifs sont « le plein emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme ».

## 1. La prédominance du choix d'un objectif intermédiaire portant sur un agrégat de monnaie

### 1.1. Les raisons initiales de ce choix

Vers le milieu des années soixante-dix, la plupart des banques centrales des pays industrialisés ont adopté un objectif intermédiaire portant sur les agrégats de monnaie<sup>1</sup>. Dans cette période de fortes tensions inflationnistes, il est en effet apparu nécessaire aux autorités monétaires de définir une stratégie permettant d'influencer les anticipations des agents économiques en disposant d'une référence claire à un agrégat qui soit un indicateur avancé de l'objectif final, en raison notamment du caractère stable de ses liens avec les variables nominales. En outre, l'évolution de cet agrégat pouvait être au moins en grande partie contrôlée par la mise en œuvre des instruments dont disposent les banques centrales.

L'affichage d'un objectif spécifique contribuait aussi à fonder la crédibilité de la banque centrale, à partir de l'efficacité de son action dans le moyen terme, et à renforcer sa responsabilité et donc son indépendance vis-à-vis des autres instances de décision en matière de politique économique.

### 1.2. Les évolutions dans le choix des agrégats-objectifs

Les processus d'innovation financière et de déréglementation amorcés durant la décennie quatre-vingt ont affecté la stabilité des fonctions de demande de monnaie, perturbant l'interprétation des évolutions des agrégats et l'efficacité des moyens d'action de la politique monétaire : les choix de portefeuille et les mouvements de capitaux avec l'étranger ont pris une importance croissante dans l'explication des variations des masses monétaires, les normes assignées ont été moins souvent respectées, et le lien avec l'objectif final s'est distendu.

Face à ces modifications de l'environnement de la politique monétaire, quelques banques centrales ont choisi de privilégier un agrégat étroit, censé avoir un lien plus fiable avec l'évolution de la demande de biens et services. La Banque nationale suisse avait ainsi, dès 1979, affiché un objectif fondé sur la base monétaire (« monnaie de Banque centrale ajustée »). La Banque d'Angleterre, à partir de 1987, a assigné une norme de progression au seul agrégat M0, pour lequel un objectif avait d'ailleurs été annoncé parallèlement à celui de M3 dès 1983.

La majorité des banques centrales a, au contraire, opté pour le suivi d'agrégats larges, afin de limiter les conséquences des transferts entre les différents types d'avoirs. Ainsi, aux États-Unis, l'accent a été mis sur M2 et M3 à partir de 1987 au détriment de M1, en Allemagne sur M3 à partir de 1988 alors que la « monnaie Banque centrale » (qui était déjà un agrégat constitué pratiquement des mêmes éléments que M3, assortis de coefficients de pondération) avait été retenue depuis 1974. En France, l'agrégat M3 est devenu la référence en 1991, à la place de M2, après la réforme de la définition des agrégats intervenue en octobre 1990, qui intégrait notamment les titres d'OPCVM dans M3. L'Italie est un cas quelque peu particulier, puisque l'objectif intermédiaire choisi en 1974 était un agrégat de crédit ; en 1984, lorsque la Banque d'Italie a décidé de lui associer une norme portant sur un agrégat de monnaie, elle a choisi M2, qui pouvait être qualifié de « large » compte tenu des caractéristiques du système financier italien, et qui est devenu en 1986 l'objectif officiel. Enfin, au Japon, la Banque centrale a adopté comme référence, en 1979, un agrégat M2 + CD, de préférence à M2 seul, en raison du développement très rapide des certificats de dépôt.

<sup>1</sup> Aux États-Unis, le choix d'un objectif intermédiaire quantitatif repose même sur une obligation légale, puisque le *Federal Reserve Act* stipule que le Conseil des gouverneurs et le Comité fédéral de l'*open market* doivent « maintenir à long terme une croissance des agrégats de monnaie et de crédit appropriée au potentiel de croissance à long terme de l'économie ».

Quel que soit le type d'agrégat retenu, les autorités monétaires des principaux pays ont défini et géré leur stratégie avec une souplesse accrue. Ainsi, les normes sont le plus souvent fixées sous forme d'une fourchette<sup>1</sup>, et concernent parfois une tendance de moyen terme (cas de la France depuis 1994, de la Suisse depuis 1991), plutôt qu'une année précise. La Banque du Japon se distingue sur ce point des autres banques centrales, en annonçant au début de chaque trimestre une projection de l'évolution de l'agrégat M2 + CD par rapport au même trimestre de l'année précédente ; elle n'attribue d'ailleurs pas à cette prévision sur le mouvement de l'agrégat M2 + CD un véritable statut d'« objectif intermédiaire ».

Aux agrégats-cibles auxquels est assignée une norme de progression, est toujours associé le suivi d'une gamme d'indicateurs : agrégats de monnaie<sup>2</sup> ou d'endettement (endettement intérieur total en France, dette des agents non financiers résidents aux États-Unis, crédit au secteur privé en Italie...), indicateurs financiers (par exemple courbe des rendements), voire réels (utilisation des facteurs de production, balance des paiements, divers indicateurs conjoncturels), dont l'éventail est particulièrement large aux États-Unis. L'analyse de ces données complémentaires permet aux banques centrales, conscientes des imperfections de la relation entre la masse monétaire et les prix, de maintenir l'affichage d'une norme pour un agrégat tout en adoptant une approche pragmatique : si les évolutions des indicateurs adjacents ne paraissent pas menacer l'objectif final, les autorités monétaires peuvent tolérer que l'agrégat-objectif s'écarte temporairement du sentier de croissance qui lui a été fixé, dans la mesure évidemment où ces déviations sont analysées et expliquées. C'est ainsi par exemple que raisonne la Banque fédérale d'Allemagne, qui conserve un objectif intermédiaire portant sur M3 malgré les perturbations qui l'ont affecté depuis la réunification, l'abandon ou le remplacement d'un tel ancrage lui paraissant nuisible à sa crédibilité.

## 2. Quelques exemples d'abandon d'un objectif intermédiaire portant sur un agrégat de monnaie

La moindre fiabilité des agrégats comme guides pour la politique monétaire a conduit certaines banques centrales à envisager d'autres références permettant d'orienter l'action vers le respect de l'objectif final. Plusieurs pistes ont été explorées, mais sans être retenues, telles que le choix d'un taux d'intérêt réel, ou d'une courbe de rendement, ou d'un PIB nominal. Deux approches principales ont été adoptées.

### 2.1. Le choix d'un objectif de change

Parmi les pays participant au mécanisme de change du SME, l'objectif de change coexiste le plus souvent avec un objectif quantitatif, une hiérarchie entre les deux pouvant parfois être constatée si les circonstances le justifient. Une telle dualité d'objectifs intermédiaires est en vigueur en France. Dans certaines économies de dimension plus petite et très ouvertes sur le commerce international, l'objectif de change est devenu la référence principale, sinon unique, de la politique monétaire. Tel est le cas notamment en Belgique, au Danemark, en Irlande, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Portugal, et, jusqu'en 1992, dans les pays scandinaves, à l'époque candidats à l'adhésion à l'Union européenne. L'accent mis sur le taux de change s'accompagne dans tous les cas évoqués du suivi de divers indicateurs, dont évidemment des agrégats de monnaie.

<sup>1</sup> La Banque d'Italie a toutefois, en 1995, annoncé pour M2 un objectif non pas sous forme de fourchette, mais sous forme d'un « taux de croissance de 5 % environ en cours d'année ».

<sup>2</sup> En particulier, des agrégats monétaires pondérés « *Divisia* » calculés à partir des coûts d'opportunité des différents actifs sont utilisés aux États-Unis, en Italie et au Royaume-Uni. Un agrégat « M3 élargi » est suivi en Allemagne ; il inclut notamment les avoirs détenus par les résidents allemands dans les filiales ou succursales à l'étranger d'établissements de crédit résidents et, comme dans l'agrégat M3 français, les OPCVM de court terme. Au Japon, un indicateur de liquidité élargie BL (« *Broad Liquidity* ») ajoute à l'agrégat M2 + CD les dépôts dans les réseaux postaux et coopératif, les titres publics et privés, les FCP...

## 2.2. *Le choix d'une cible d'inflation*

Dans la période la plus récente, les autorités monétaires de quelques pays ont choisi de fixer directement une norme à l'évolution des prix, renonçant ainsi à la distinction entre objectif final et objectif intermédiaire.

Cette option a été retenue par la Nouvelle-Zélande en 1990, par le Canada en 1991, par la Suède et la Finlande en 1992 et par le Royaume-Uni, après la suspension de la participation de la livre sterling au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) en septembre 1992. La Banque d'Espagne a adopté cette même stratégie depuis le début de l'année 1995.

Les normes sont, dans tous les cas, exprimées sous forme de sentiers de croissance pluri-annuels des indices de prix de détail, et s'accompagnent d'une surveillance d'autres indicateurs des prix (indices hors taux hypothécaires et taxes indirectes au Royaume-Uni, indice hors alimentation et énergie au Canada...).

Le choix d'afficher un objectif portant sur un indice de prix implique, peut-être encore plus que dans le cas d'un objectif de change, le suivi et la surveillance d'une multitude d'indicateurs, afin de pouvoir repérer en temps utile les tensions, quelles que soient leurs sources, et mettre en œuvre les moyens d'action. Ce faisceau d'informations doit être d'autant plus vaste que l'action de la banque centrale n'est plus guidée par la référence officielle à un ancrage monétaire précis (masse monétaire, taux de change) sur lequel les instruments à sa disposition ont, en théorie, une efficacité plus immédiate. Certes, dans certains cas, la banque centrale continue d'annoncer des taux de croissance portant sur des agrégats de monnaie, mais sans qu'il s'agisse d'une norme formelle. Ainsi, la Banque d'Angleterre indique la progression souhaitée de M0 et y adjoint une fourchette de surveillance (« monitoring range ») pour l'agrégat large M4. La Banque d'Espagne mentionne simplement le taux de croissance à moyen terme de l'agrégat large ALP qu'elle juge compatible avec la cible d'inflation.

Un effort particulier de communication sur l'évolution des prix, objet de l'engagement de la banque centrale, a été entrepris au Royaume-Uni, où un rapport sur l'inflation est publié par la Banque d'Angleterre tous les trimestres. La Banque d'Espagne envisage de procéder à des publications analogues dans le courant de 1995.

Les banques centrales, telles que celles des États-Unis, de l'Allemagne et de la France, qui refusent d'adopter une cible directe d'inflation, soulignent que la multiplicité des références à surveiller qu'implique une telle option rend l'analyse difficile, brouille la transparence de la politique monétaire et peut ainsi porter préjudice à sa crédibilité. De plus, l'efficacité de ces politiques, qui n'a pu encore être testée puisque l'environnement international a été jusqu'ici favorable à la stabilité des prix, dépendra de la capacité des autorités monétaires à prendre suffisamment tôt et avec suffisamment de vigueur les mesures aptes à juguler les risques inflationnistes, alors même que, en l'absence d'objectif intermédiaire, aucune règle précise ne peut guider ce type d'action précoce.

## Fiche n° 1 : France

### **Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires**

Actifs, libellés en francs ou en devises étrangères selon les agrégats, détenus par les agents non financiers résidents (sociétés, ménages — particuliers et entrepreneurs individuels —, administrations publiques autres que l'État, entreprises d'assurance et administrations privées) et gérés par les agents financiers suivants :

- la Banque de France,
- les établissements de crédit et assimilés, c'est-à-dire : les banques, les caisses d'épargne, les institutions et sociétés financières spécialisées et assimilées ainsi que la Caisse des dépôts et consignations,
- les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) monétaires,
- les fonds communs de créances,
- le Trésor public, pour son activité monétaire,
- les services financiers de La Poste (comptes courants postaux et bons d'épargne).

### **Contenu des agrégats monétaires**

*M1 :* billets et monnaies divisionnaires libellés en francs,  
+ dépôts à vue.

*M2 :* M1  
+ Placements à vue effectués sur des comptes sur livrets à taux réglementés (livrets A des caisses d'épargne, livrets bleus du Crédit mutuel, comptes d'épargne pour le développement industriel — Codevi —, comptes d'épargne-logement, livrets d'épargne populaire — LEP —, livrets ordinaires des établissements de crédit et livrets B des caisses d'épargne).

*M3 :* M2  
+ Placements en devises étrangères sous la forme de dépôts à vue, de placements à terme ou de titres de créances négociables émis par les établissements de crédit,  
+ Placements à terme en francs non négociables sur un marché (comptes à terme, bons de caisse et d'épargne des établissements de crédit, bons du Trésor sur formules, bons de La Poste, achats de titres à réméré et titres pris en pension),  
+ Titres de créances négociables sur le marché monétaire émis par les établissements de crédit (certificats de dépôt des banques, bons des institutions et sociétés financières, à moyen terme négociables — BMTN —),  
+ Titres d'OPCVM monétaires (actions de Sicav monétaires et parts de FCP monétaires),  
+ Parts de fonds communs de créances à moins de cinq ans.

*M4 :* M3  
+ Titres de créances négociables sur le marché monétaire émis par les agents non financiers (bons du Trésor, billets de trésorerie et bons à moyen terme négociables émis par les sociétés).

### *Endettement intérieur total (EIT)*

L'endettement intérieur total regroupe tous les concours obtenus par les agents non financiers résidents par voie d'endettement, aussi bien sous forme de prêts bancaires que par l'émission de titres sur les marchés monétaire et obligataire. Il englobe ainsi l'ensemble des concours que ces agents reçoivent, quelle que soit leur forme (prêts traditionnels ou émissions de titres), et quelle que soit leur provenance (intermédiaires financiers ou marchés de capitaux, résidents ou non-résidents). Seuls sont exclus de l'endettement intérieur total les financements par émissions d'actions (ou plus généralement par renforcement de fonds propres), puisqu'il ne s'agit pas là d'endettement envers des tiers.

### *Objectifs de la politique monétaire*

L'objectif final de la politique monétaire est la stabilité des prix. Ceux-ci ne doivent pas augmenter de plus de 2 %. Pour cela, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie d'une part, un objectif interne d'autre part.

Jusqu'en 1993, la Banque de France a fixé une fourchette annuelle de croissance à l'agrégat monétaire cible (objectif défini par rapport à M3 de 1991 à 1993). Depuis 1994, l'objectif intermédiaire interne de la politique monétaire, qui porte sur M3, est apprécié dans une perspective de moyen terme, en raison des modifications des comportements financiers qui se traduisent par de fortes variations de la vitesse de circulation de M3 sur le court terme. Il est fixé à 5 % l'an.

En 1995, M3 devrait se rapprocher de sa tendance de moyen terme de l'ordre de 5,0 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2,0 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % à 3,0 % en volume, comprenant un rattrapage progressif du retard de production enregistré les années antérieures.

Comme précédemment, l'endettement intérieur total continue à être un indicateur important, qui sert à analyser les conditions de réalisation de l'objectif interne et à vérifier que l'économie française dispose des moyens de financement nécessaires pour accompagner la croissance, tout en prévenant tout risque d'inflation.

## FRANCE

(variation en pourcentage – encours en milliards de francs)

	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					1 677,8
Glissement en décembre.....	-4,7	-0,2	1,4	3,2	
Moyenne.....	-0,3	-0,7	-0,3	3,1	
M2 .....					3 009,5
Glissement en décembre.....	-3,4	-1,3	1,7	5,4	
Moyenne.....	-0,7	-1,7	-0,7	4,1	
M3 .....					5 281,2
Glissement en décembre.....	2,2	4,9	-2,9	2,4	
Moyenne.....	6,2	4,4	1,5	-2,4	
Objectifs.....	5 – 7	4 – 6	4 – 6,5	5,0 (a)	
Réalisations.....	3,6	5,3	-2,2	1,1	
M4 .....					5 349,5
Glissement.....	2,1	5,0	-3,0	2,8	
Moyenne.....	6,1	4,3	1,5	-2,4	
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b>					
Glissement.....	6,0	6,0	3,1	4,2	10 046,5
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....					7 379,3
Valeur.....	3,9	3,5	1,4	4,0	
Volume.....	0,8	1,2	-1,0	2,6	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (b)</b>					
M1/PIB.....	22,6	21,7	21,4	21,2	
M2/PIB.....	40,9	38,8	38,0	38,1	
M3/PIB.....	73,1	73,8	73,8	69,3	
M4/PIB.....	73,9	74,5	74,6	70,0	
Remarques méthodologiques : les glissements sont calculés sur des données de fin de mois. Les objectifs, comme les réalisations, s'appliquent au glissement de la moyenne du quatrième trimestre de l'année sous revue par rapport à la moyenne du dernier trimestre de l'année précédente.					
(a) Objectif de moyen terme à partir de 1994					
(b) Moyenne annuelle/PIB en valeur					

## Fiche n° 2 : États-Unis

### **Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires**

Actifs, libellés en dollars ou en devises étrangères selon les agrégats, détenus par des agents non financiers résidents et non résidents du secteur privé et du secteur public<sup>1</sup> et gérés par les agents financiers suivants :

- Système de réserve fédérale,
- banques commerciales<sup>2</sup>,
- institutions d'épargne (savings and loans associations, savings banks, credit unions),
- fonds communs de placement sur le marché monétaire (money market funds — MMF —),
- et organismes non bancaires émetteurs de chèques de voyage.

### **Contenu des agrégats monétaires**

- M1* : billets et monnaies divisionnaires en circulation (hors encaisses des banques commerciales, du Trésor et des banques fédérales),
- + chèques de voyages émis par des émetteurs non bancaire,
  - + dépôts à vue autres que ceux des banques et du gouvernement fédéral, dans les banques commerciales et les institutions d'épargne,
  - + dépôts d'épargne dans les banques commerciales et dans les institutions d'épargne pouvant être utilisés pour le règlement des transactions<sup>3</sup>.
- M2* : *M1*
- + comptes à vue sur livrets,
  - + dépôts à terme d'un montant inférieur à USD 100 000,
  - + pensions au jour le jour (dépôts avec remise de titres en garantie) et pensions à terme effectuées par les particuliers et inférieures à USD 100 000 (repurchase agreements),
  - + parts de fonds communs de placement sur le marché monétaire à l'exclusion des fonds réservés aux investisseurs institutionnels (Institutions only MMF),
  - + dépôts au jour le jour en eurodollars des résidents américains non bancaires dans les succursales des banques américaines établies à l'étranger.
- M3* : *M2*
- + dépôts à terme d'un montant minimal de USD 100 000,
  - + pensions à terme d'un montant minimal de USD 100 000,
  - + dépôts à terme en eurodollars détenus par des résidents américains auprès d'agences étrangères de banques américaines ou dans toutes les agences bancaires du Royaume-Uni et du Canada,
  - + parts de fonds communs de placement sur le marché monétaire réservés exclusivement aux investisseurs institutionnels (Institutions only MMF).

<sup>1</sup> À l'exception des comptables publics autres que ceux des agences fédérales et des institutions étrangères

<sup>2</sup> Y compris succursales des Bahamas, des îles Caïman et des îles Vierges

<sup>3</sup> Comptes avec autorisation de mobilisations par chèques ou par d'autres instruments (« Now accounts » et « Share Drafts »), comptes avec transferts automatiques à un compte-chèque (« ATS accounts »)

*L* : M3

- + « Commercial paper »,
- + « Bankers acceptances »,
- + « US Savings bonds »,
- + Titres du Trésor ayant moins de 18 mois de durée restant à courir,
- + Autres dépôts à terme en eurodollars des résidents américains du secteur non bancaire.

*Dette totale des agents non financiers résidents*

Total des emprunts effectués auprès des banques et sur les marchés de capitaux américains ou étrangers par les ménages, les entreprises non financières, le gouvernement fédéral, les États et les collectivités locales.

***Objectifs de la politique monétaire***

Ils font l'objet d'une notification bi-annuelle et prennent la forme d'une fourchette. Pour 1995, les normes (en pourcentage de variation quatrième trimestre/quatrième trimestre de l'année précédente) sont les suivantes :

M2 : 1 – 5

M3 : 0 – 4

À la dette des agents non financiers résidents est assignée une « fourchette de surveillance » (monitoring range) de 3 % à 7 %.

<b>ÉTATS-UNIS</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de dollars)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					1 147,8
Glissement en décembre.....	8,8	14,3	9,9	1,7	
Moyenne.....	5,9	12,3	11,6	6,2	
M2 .....					3 613,7
Glissement en décembre.....	3,4	1,7	2,0	1,3	
Moyenne.....	3,3	2,1	1,2	2,2	
Objectifs.....	2,5 – 6,5	2,5 – 6,5	1 – 5	1 – 5	
Réalisations.....	3,1	1,9	1,7	1,3	
M3 .....					4 302,7
Glissement en décembre.....	1,5	-0,1	1,5	1,8	
Moyenne.....	1,7	0,4	-0,2	1,6	
Objectifs.....	1 – 5	1 – 5	0 – 4	0 – 4	
Réalisations.....	1,4	0,2	0,9	1,5	
L .....					5 204,0 (octobre 1994)
Glissement.....	0,3	1,4	1,5	1,3	
Moyenne.....	1,1	0,8	1,1	nd	
DETTE TOTALE DES AGENTS NON FINANCIERS RÉSIDENTS .....					12 860,3 (octobre 1994)
Glissement.....	4,4	5,2	5,1	4,2	
Projection.....	4,5 – 8,5	4,5 – 8,5	4 – 8	3 – 7	
Réalisations .....	7,6	4,8	4,9	nd	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT .....					6 754,1
Valeur.....	3,2	5,2	5,4	6,4	
Volume.....	-0,6	2,3	3,1	4,0	
TAUX DE LIQUIDITÉ (a)					
M1/PIB .....	15,7	17,1	17,8	17,0	
M2/PIB .....	60,1	58,1	56,2	53,5	
M3/PIB .....	72,9	69,2	66,7	63,7	
L/PIB .....	87,3	84,0	80,9	90,4	
					(octobre)
Remarques méthodologiques : les objectifs s'appliquent, sauf indication contraire, au glissement de la moyenne du quatrième trimestre de l'année sous revue par rapport à la moyenne du dernier trimestre de l'année précédente (en données cvs).					
Les réalisations doivent être appréciées par rapport à ces dernières.					
(a) Moyenne annuelle/PIB en valeur					
nd : non disponible					

## Fiche n° 3 : Japon

### Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires

Actifs, libellés en yens et en devises étrangères (sauf pour les différentes définitions de M1 qui ne comprennent que des actifs en yens), détenus par des agents non financiers résidents et non résidents du secteur privé et du secteur public, et gérés par l'ensemble des agents financiers (banques commerciales de droit privé, secteur mutualiste — PME, agriculture — et caisse d'épargne postale).

### Contenu des agrégats monétaires

*M1* : monnaie fiduciaire en circulation (pièces et billets),  
+ dépôts à vue dans les banques (comptes courants, comptes ordinaires, dépôts sujets à avis de retrait, comptes spéciaux, comptes pour paiement d'impôt).

*M2* : *M1*

+ dépôts à terme dans les banques  
(à taux régulés, à taux dérégulés, money market certificates — MMC — et super MMC),  
+ dépôts en yens des non-résidents,  
+ dépôts en devises étrangères.

En ajoutant les certificats de dépôt, on obtient *M2 + CD* qui sert de référence aux autorités monétaires japonaises.

*M3* : *M2*

+ dépôts dans le système postal et coopératif,  
+ « money trusts » (comptes à terme placés par mandat de gestion spécifique ou général en valeurs mobilières ou en prêts divers rétrocédés à l'échéance en liquide),  
+ « loan trusts » (comptes à terme portant un intérêt défini, affectés à des prêts à l'industrie et à des valeurs mobilières — titres d'État essentiellement — et rétrocédés en liquide à l'échéance).

*BL*<sup>1</sup> (*Indicateur de liquidité élargie*) :

*M3*

+ certificats de dépôt,  
+ « money fund trusts » (comptes à terme placés par mandat de gestion spécifique ou général en valeur mobilières ou prêts divers, et rétrocédés sous cette même forme à l'échéance),  
+ « securities investment trusts » (équivalents des fonds communs de placement, investis en obligations, en titres, ou en titres et produits monétaires — « MMF », proches des Sicav de trésorerie —),  
+ bons des banques (« bank debentures » émises par les banques de crédit à long terme sur des durées de 1 à 5 ans),  
+ titres d'État (toutes durées, y compris les produits court terme que sont les « Treasury bills » et les « financing bills »),  
+ pensions sur obligations (« gensaki » du marché monétaire),  
+ obligations émises à l'étranger (quelle que soit la devise).

<sup>1</sup> Les billets de trésorerie, les obligations émises sur le marché japonais par les entreprises et les actions ne figurent pas dans l'agrégat, en raison, semble-t-il, de difficultés statistiques.

**Objectifs de la politique monétaire**

Il n'existe pas au Japon de véritable objectif de croissance pour un agrégat. En revanche, la Banque du Japon publie, au début de chaque trimestre, une prévision pour ce trimestre (pourcentage de hausse de l'agrégat M2 + CD par rapport au trimestre correspondant de l'année précédente).

<b>JAPON</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de yens)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (c) (variation)	1994 (encours à fin décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					151 665,3
Glissement.....	9,5	3,9	7,0	4,2	
Moyenne.....	5,2	4,5	3,0	5,4	
M2 .....					534 101,8
Glissement.....	2,5	-0,1	2,2	3,1	
Moyenne.....	4,0	0,8	0,9	2,4	
M2 + CD .....					541 419,4
Glissement.....	2,3	-0,2	2,2	2,8	
Moyenne.....	3,6	0,6	1,1	2,1	
Objectifs.....	2,0 – 2,9	-0,5 – 0,5	1,5 – 2,5	2,0 – 3,0	
Réalisations .....	2,2	-0,5	1,6	2,7	
M3 .....					928 653,6 (a)
Glissement.....	5,5	3,4	4,0	4,1(a)	
M3 + CD .....					935 971,2 (a)
Glissement.....	5,3	3,4	4,0	3,9 (a)	
BL.....					1 057 187,9 (b)
Moyenne.....	5,3	3,5	2,9	3,3	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT					
Valeur.....	6,3	2,6	0,6	0,7	
Volume.....	4,3	1,1	-0,2	0,6	
TAUX DE LIQUIDITÉ					
M1/PIB.....	26,4	26,6	27,0	28,3	
M2/PIB.....	109,5	106,9	107,2	109,0	
M2 + CD/PIB.....	111,4	108,7	109,2	110,7	
M3/PIB(c) .....	183,1	185,3	191,4	197,9 (a)	
M3 + CD/PIB (c).....	184,9	187,4	193,3	199,5 (a)	
BL/PIB .....	210,6	211,5	214,9	220,6	
(a) Provisoire					
(b) Moyenne annuelle					
(c) Montant en fin de période					

## Fiche n° 4 : Allemagne

### *Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs libellés en deutschemarks ou en devises étrangères, détenus par les agents non financiers résidents du secteur privé et du secteur public (y compris les actifs correspondants, très faibles au demeurant, détenus par les caisses d'épargne-construction, ces dernières étant considérées comme des non-banques) et gérés par les agents financiers suivants :

- Banque centrale,
- banques commerciales (privées ou coopératives),
- caisses d'épargne,
- Poste (chèques postaux),
- banques hypothécaires,
- autres banques spécialisées.

Les dépôts des administrations publiques auprès de la Banque centrale ont toujours été considérés comme non monétaires. En conséquence, lorsqu'en janvier 1994, en contrepartie de la suppression prévue par le traité de Maastricht des crédits de trésorerie accordés par la Banque centrale à l'État fédéral, celui-ci a ouvert des comptes dans les banques commerciales, ses dépôts ont continué d'être considérés comme non monétaires, afin d'éviter une variation non significative du périmètre.

Les OPCVM monétaires, autorisés à partir d'août 1994 en application d'une directive européenne et effectivement créés en octobre 1994, font partie des agents non financiers. Leur passif n'est donc pas inclus dans les agrégats monétaires. Leurs actifs, au contraire, le sont s'ils prennent une forme monétaire.

### *Contenu des agrégats monétaires*

*M1* : billets et monnaies divisionnaires en circulation (hors encaisses des institutions de crédit mais y compris billets et monnaies détenus à l'étranger),  
+ dépôts à vue mobilisables par chèques.

*M2* : *M1*  
+ dépôts à terme d'une durée initiale inférieure à 4 ans.

*M3* : *M2*  
+ dépôts d'épargne à préavis légal, devenus, à partir de la réforme du statut légal de ce produit en juin 1993, les dépôts à préavis d'au plus 3 mois.

### *M3 élargi*

Du fait de l'importance des avoirs à l'étranger des résidents allemands, la Banque centrale a créé cet agrégat en 1990. Il ajoute à *M3* :

- à – les avoirs monétaires (dépôts à vue, livrets d'épargne à préavis d'au plus 3 mois, dépôts à terme de moins de 4 ans) déposés par des résidents allemands auprès d'établissements de crédits non résidents filiales ou succursales d'établissements de crédit résidents ;
- les certificats de dépôt et titres à moins de 2 ans de durée initiale émis par les mêmes filiales ou succursales et détenus par des résidents ;
- depuis août 1994, les parts d'OPCVM monétaires ont été ajoutées, tandis que leurs dépôts bancaires et les certificats de dépôt qu'ils détiennent en étaient retranchés pour éviter un double compte.

### Objectif de la politique monétaire

Depuis 1988, l'objectif monétaire est exprimé par la Banque centrale sous la forme d'une fourchette de taux de croissance imposés à M3, évalués en moyenne mensuelle et désaisonnalisés, entre le quatrième trimestre de l'année précédente et celui de l'année considérée.

Pour 1995, l'augmentation de M3 doit être contenue entre 4 % et 6 %, taux incluant :

- un accroissement du PIB potentiel de l'ensemble de l'Allemagne de 2,75 %,
- une inflation comprise entre 0 % et 2 %,
- un supplément forfaitaire d'un point, reflétant le ralentissement tendanciel de la circulation monétaire,
- la prise en compte de l'excès de liquidité constaté à la fin de 1994.

En outre, pour tenir compte de la délocalisation des placements et du rapide développement des OPCVM monétaires, la Banque centrale a annoncé officiellement qu'elle suivrait l'évolution de M3 élargi.

ALLEMAGNE					
	(variation en pourcentage – encours en milliards de deutschemarks)				
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					712,1
Glissement.....		12,0	8,2	5,1	
Moyenne.....	ns	7,0	9,4	9,7	
M2 .....					1 228,4
Glissement.....	11,5	11,0	10,2	- 3,1	
Moyenne.....	ns	11,8	8,6	6,2	
M3 .....					1 871,0
Glissement.....	6,3	8,6	8,8	3,9	
Moyenne.....	ns	8,1	7,8	8,9	
Objectif (a) .....	3 – 5	3,5 – 5,5	4,5 – 6,5	4 – 6	
Réalisations (a) .....	5,2	9,4	7,5	5,7	
M3 ÉLARGI .....					2 184,0
Glissement.....	19,4	10,1	11,8	3,9	
Moyenne.....	20,1	9,3	10,3	9,3	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (b) ....					O = 2 708,9 E = 255,9 A = 2 964,8
Valeur .....	9,1	6,2	1,4	4,4	
Volume .....	5,0	1,8	- 1,7	2,3	
TAUX DE LIQUIDITÉ (c)					
M1/PIB .....	19,4	19,4	20,6	21,4	
M2/PIB .....	35,2	36,6	38,7	37,0	
M3/PIB .....	52,4	52,8	55,5	56,5	

(a) Glissement de la moyenne du dernier trimestre de l'année sous revue par rapport à la moyenne du dernier trimestre de l'année précédente.  
(b) PIB ouest-allemand

(c) Moyenne annuelle/PIB en valeur pour l'Allemagne

ns : non significatif

O = Allemagne occidentale

E = Allemagne orientale

A = ensemble de l'Allemagne

## Fiche n° 5 : Royaume-Uni

### *L'agrégat-objectif M0 (en livres sterling)*

- billets et monnaies détenus par le secteur privé non bancaire et les banques,
- avoirs « opérationnels » des banques auprès de la Banque d'Angleterre (c'est-à-dire à l'exclusion des *cash ratio deposits*).

### *Les autres agrégats*

#### **Actifs et agents retenus dans la définition des agrégats**

Tous les agrégats sont constitués d'actifs en livres sterling. Ils regroupent les actifs financiers détenus par le secteur privé défini comme l'ensemble des résidents hors secteur public, banques et *building societies*. L'agrégat M3H ne répond pas à ces critères. Les agrégats M0 et M2 ne s'emboîtent pas, mais M4 inclut M2.

#### **Contenu des agrégats**

##### *M2 ou « retail deposits and cash » :*

- billets et monnaies en circulation,
- + dépôts bancaires de petits montants (*retail deposits*),
- + pour les « *building societies* » : toutes parts détenues ou sommes déposées chez elles par les particuliers ainsi que les parts et dépôts de personnes morales inférieurs à GBP 50 000,
- + comptes d'épargne exonérés d'impôts (*TESSA's*).

- M4 :* billets et monnaies en circulation,
- + ensemble des dépôts auprès des banques et des *building societies* (y compris les certificats de dépôt, et tous les dépôts ou titres d'échéance initiale inférieure ou égale à cinq ans).

##### *M3 H*

À des fins de comparaisons avec les autres pays de l'Union européenne, un agrégat M3H a été construit. Il se compose comme suit :

- M4,
- + dépôts en devises des résidents auprès des banques et *building societies*,
- + dépôts en livres sterling et en devises des entreprises publiques auprès des banques et *building societies*.

#### ***Objectifs de la politique monétaire***

Les normes de progression de l'agrégat monétaire M0, fixées en glissement annuel, doivent être respectées chaque mois d'un exercice budgétaire donné (1<sup>er</sup> avril-31 mars).

Depuis 1993, l'accent est mis principalement sur un objectif explicite de prix, l'indice hors taux hypothécaires devant fluctuer dans une fourchette annuelle de 1 % à 4 %. En outre, une fourchette de progression souhaitable pour l'agrégat M4 a été fixée.

<b>ROYAUME-UNI</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de livres sterling)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M0.....					23,3
Glissement (a).....	2,3	4,8	6,6	7,0	
Moyenne.....	3,1	2,8	5,7	6,3	
Objectif (a).....	0 – 4	0 – 4	0 – 4	0 – 4	
M2.....					411,4
Glissement.....	6,4	11,1	5,7	4,0	
Moyenne.....	9,1	11,0	5,7	4,0	
M4.....					569,2
Glissement.....	5,8	3,5	5,3	4,1	
Moyenne.....	5,9	3,1	5,1	4,1	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (b) .....					668,1 (d)
Valeur.....	3,7	4,0	5,4 (d)	6,0 (d)	
Volume.....	-2,5	-0,5	2,0	3,9 (d)	
TAUX DE LIQUIDITÉ (c)					
M2/PIB.....	48,2	63,4 (d)	63,0	61,6	
M4/PIB.....	87,3	87,9	87,1	85,2	

(a) Depuis le budget 1985/1986, l'objectif de croissance est calculé en glissement annuel, mois par mois, durant toute la durée de l'exercice (mars à avril).  
 (b) Au prix du marché  
 (c) Moyenne annuelle/PIB en valeur  
 (d) Estimation

## Fiche n° 6 : Italie

### *Actifs et agents retenus dans la définition des agrégats monétaires*

Avoirs en lires et en devises des résidents du « secteur non étatique » (c'est-à-dire : ménages, entreprises, compagnies d'assurance, administrations et régies locales, instituts de prévoyance), détenus auprès de la Banque d'Italie, du Trésor, de l'Administration postale et des établissements de crédit (banques, caisses d'épargne, caisses rurales et artisanales).

### *Contenu des agrégats*

#### **Agrégats monétaires**

*M1* : billets et monnaies,

- + dépôts spontanés auprès de la Banque d'Italie (détenus par des organismes de prévoyance),
- + comptes courants auprès du Trésor des Instituts de prévoyance administrés par le Trésor même,
- + comptes courants de résidents auprès des établissements de crédit en lires, en devises,
- + comptes courants auprès de l'Administration postale,
- + chèques circulaires.

*M2* : *M 1*

- + dépôts de résidents en lires auprès des établissements de crédit : dépôts d'épargne (libres ou à terme), certificats de dépôt,
- + dépôts auprès de l'Administration postale : livrets d'épargne.

*M2 étendu* :

*M 2*

- + dépôts de résidents auprès des filiales étrangères de banques italiennes.

*Actifs liquides* :

*M 2*

- + bons du Trésor,
- + acceptations bancaires,
- + bons d'épargne de la Poste,
- + titres mis en pension par les banques (rémerés),
- + certificats de dépôt émis par les instituts de crédit spécialisés.

#### **Agrégats de crédit**

Le crédit intérieur total regroupe les deux agrégats suivants :

- le crédit au secteur non étatique résident (souvent dénommé « crédit au secteur privé »), constitué des éléments suivants :
  - . prêts en lires et en devises des établissements de crédit,
  - . prêts des instituts de crédit spécialisés,
  - . titres pris en pension par les établissements de crédit auprès de leur clientèle,
  - . obligations émises par les entreprises ;
- le besoin de financement interne net de l'État.

### ***Objectifs de la politique monétaire***

L'objectif « intermédiaire » de la politique monétaire est M2. Les normes retenues pour cet agrégat sont annoncées sous forme de fourchette, indiquant, depuis 1992, la croissance du quatrième trimestre de l'année  $n + 1$  sur le quatrième trimestre de l'année  $n$  (il s'agissait auparavant de la croissance en glissement de décembre à décembre). Toutefois, pour l'année 1995, la Banque d'Italie n'a pas rendu publique une fourchette de progression, mais a indiqué que l'objectif assigné à M2 est de 5 % « en cours d'année », sans préciser la méthode de calcul.

Par ailleurs, les autorités publient plusieurs prévisions associées.

– L'une concerne le crédit au secteur privé (ou : crédit au secteur non étatique) devenu simple prévision (et non plus objectif) à partir de 1992.

– La deuxième porte sur le crédit intérieur total (CIT), somme de l'objectif retenu pour le crédit au secteur privé et de l'estimation du besoin de financement interne du Trésor qui découle du budget. L'indication d'un taux de croissance du CIT n'a plus véritablement valeur d'objectif, alors que ce fut le cas de 1974 jusqu'au milieu des années quatre-vingt.

– De même, à l'objectif fixé pour M2 est associée une estimation de la croissance des actifs financiers totaux du secteur privé (hors actions, et hors actifs détenus sur l'étranger), qui doit permettre, compte tenu notamment du placement de titres publics sur le marché, le respect de la norme retenue pour l'agrégat M2.

– Afin de renforcer le suivi des agrégats après la suspension de la participation de la lire au mécanisme de change européen, la Banque d'Italie a publié un taux indicatif moyen de progression du crédit bancaire aux résidents. Ce taux a été fixé à 8 % pour la période de novembre 1992 à mars 1993, mais n'a pas été reconduit par la suite.

<b>ITALIE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de lires)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours en décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					595 540
Glissement (a) .....	11,4	1,4	6,1	3,0	
Moyenne.....	10,5	-1,4	4,7		
M2 .....					1 008 681
Glissement					
– Objectifs .....	5 – 8 (a)	5 – 7 (b)	5 – 7 (b)	5 à 7 (b)	
– Réalisations.....	9,5 (a)	6,0 (b)	7,9 (b)	2,8 (b)	
Moyenne.....	9,1	4,5	1,3		
ACTIFS LIQUIDES.....					1 622 835
Glissement.....	11,6	10,9	2,7	2,1	
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>					
CRÉDIT INTÉRIEUR TOTAL.....					2 897 105
Glissement.....	12,7	9,7	6,4	5,2	
CRÉDIT AU SECTEUR PRIVÉ.....					1 043 127
Glissement.....	14,0	7,0	1,7	0,5	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....					1 659 839 (c)
Valeur.....	8,9	5,2	3,7	5,9	
Volume.....	1,3	0,9	-0,7	2,3	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB .....	31,5	32,0	32,3	36,0 (e)	
M2/PIB .....	54,0	55,2	57,1	61,0 (e)	
Actifs liquides/PIB .....	88,5	94,2	99,0	98,2 (e)	

(a) Variation décembre/décembre de l'année précédente  
 (b) Variation quatrième trimestre/quatrième trimestre de l'année précédente  
 (c) Estimations

## Fiche n° 7 : Espagne

### *Actifs et agents retenus dans la définition des agrégats*

Actifs liquides, y compris les dépôts en devises, détenus par le secteur privé résident et les établissements publics industriels et commerciaux auprès du secteur financier résident (Banque d'Espagne, instituts de crédit publics, banques, caisses d'épargne, sociétés de crédit hypothécaires et institutions financières spécialisées).

### *Contenu des agrégats*

#### **Agrégats monétaires**

*M1* : billets et monnaies en circulation

+ dépôts à vue, y compris ceux détenus par les établissements publics.

*M2* : *M1*

+ dépôts d'épargne (comptes sur livret).

*M3* : *M2*

+ dépôts à terme, y compris ceux détenus par les établissements publics,

+ dépôts en monnaie étrangère,

+ certificats de dépôt,

+ opérations de réméré,

+ obligations à moyen terme (3-6 ans) émises par les banques.

*ALP (actifs liquides détenus par le public) :*

*M3*

+ obligations à moyen terme émises par les sociétés de crédit hypothécaires et diverses institutions financières publiques,

+ autres passifs liquides du système bancaire (dépôts d'épargne liés à des opérations d'assurance),

+ passifs liquides des marchés monétaires (titres publics à court terme, avals et endos sur billets de trésorerie).

*ALP2* : *ALP*

+ billets de trésorerie.

#### **Agrégats de crédit**

– La Banque d'Espagne suit l'évolution du crédit intérieur aux entreprises et aux ménages, constitué des financements octroyés à ces agents par les établissements de crédit résidents et le marché monétaire domestique.

– Elle suit également l'évolution du crédit intérieur aux administrations publiques, qui répond aux mêmes critères.

– La somme de ces deux agrégats constitue le crédit intérieur total.

### Objectifs de la politique monétaire

Les objectifs sont établis sous la forme de fourchette, indiquant la croissance en glissement de décembre à décembre. Ils concernent M3 et ALP.

Par ailleurs, l'Institut d'émission établit des prévisions de croissance annuelle pour ALP2 et pour les agrégats de crédit.

Toutefois, à partir de 1995, la Banque d'Espagne s'est fixé un objectif direct en termes d'inflation et a renoncé à poursuivre un objectif intermédiaire précis. Cependant, le taux de croissance des agrégats de monnaie continuera à être un des indicateurs privilégiés pour la politique monétaire. Ainsi, un taux de croissance à long terme de l'agrégat large ALP inférieur à 8 % sera considéré comme compatible avec la cible d'inflation, sans que les dépassements, dans le court terme, soient nécessairement considérés comme l'indice d'un accroissement des tensions inflationnistes.

### ESPAGNE

(variation en pourcentage – encours en milliards de pesetas)

	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					16 783,0
Glissement (a) .....	13,5	-1,7	4,0	7,7	
M2 .....					27 987,0
Glissement.....	12,9	-0,3	5,0	7,3	
M3 .....					61 953,0
Glissement.....	11,3	4,3	8,2	8,2	
Objectif.....	–	7 – 11	4 – 7	(b)	
ALP .....					67 749,0
Glissement.....	10,8	5,2	8,6	8,2	
Objectif.....	7 – 11	8 – 9	4,5 – 7,5	3 à 7	
ALP2 .....					68 841,0
Glissement.....	10,8	5,0	7,5	7,6	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....					64 482,6 (c)
Valeur.....	9,4	7,4	3,6	5,8	
Volume.....	2,2	0,8	-1,0	2,0	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M3/PIB .....	87,5	87,1	90,3	96,1	
ALP/PIB .....	100,7	94,3	98,3	105,1	

(a) Glissement annuel en décembre

(b) Pas d'objectif défini dans le cadre annuel (5 % à moyen terme)

(c) Estimation

## Fiche n° 8 : Pays-Bas

### **Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires**

Actifs libellés en florins ou en devises étrangères, détenus par les agents non financiers résidents à l'exclusion de l'État et gérés par les agents financiers suivants :

- Banque centrale,
- banques commerciales,
- banques de crédit agricole,
- établissements de crédit sur garantie,
- Poste (chèques postaux).

### **Contenu des agrégats monétaires**

*M1* : billets et monnaies divisionnaires en circulation détenus par les résidents et les non-résidents,

+ dépôts à vue détenus par les agents non financiers résidents autres que l'État.

*Quasi-monnaie* :

dettes des banques d'une échéance initiale inférieure ou égale à 2 ans sous la forme de dépôts à terme, de dépôts en devises, de dépôts d'épargne détenus par des agents non financiers autres que l'État, ainsi que de certificats de dépôt et de bons de caisse au porteur.

*M2* : *M1*

- + quasi-monnaie
- dépôts d'épargne.

*M3* : *M1*

- + quasi-monnaie.

### **Objectif de la politique monétaire**

Il n'est fixé aucun objectif intermédiaire exprimé en termes de normes de croissance d'un agrégat monétaire.

L'objectif de la politique monétaire est la stabilité du taux de change liant le florin au deutschemark.

<b>PAYS-BAS</b>					
	<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de florins)</i>				
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 3 <sup>e</sup> trimestre (variation)	1994 (encours)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					152,8
Glissement .....	4,1	4,4	10,8	5,3	
Moyenne.....	3,8	5,3	7,8	6,8	
M2 .....					279,5
Glissement.....	14,3	7,2	8,5	3,3	
Moyenne.....	3,1	13,9	7,7	4,1	
M3 .....					477,0
Glissement.....	0,7	17,1	7,7	4,3	
Moyenne.....	3,3	11,0	10,4	5,0	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT .....					598,6
Valeur .....	5,0	3,9	1,8	4,4	
Volume .....	2,1	1,4	0,2	2,5	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB .....	23,2	23,5	25,2	25,5	
M2/PIB .....	45,3	49,7	47,3	46,7	
M3/PIB .....	68,5	73,2	79,9	79,7	

## Fiche n° 9 : Belgique

### *Délimitation des actifs monétaires*

Actifs, libellés en francs belges, détenus par des agents non financiers résidents du secteur privé et du secteur public, et gérés par les intermédiaires financiers nationaux :

- Banque centrale,
- banques (y compris les succursales à l'étranger pour leurs opérations avec les résidents belges),
- organismes publics monétaires (Office des chèques postaux, Crédit communal),
- sociétés publiques de logement.

### *Contenu des agrégats monétaires*

*M1* : billets et monnaies divisionnaires hors encaisse des intermédiaires financiers,  
+ dépôts à vue des organismes financiers nationaux.

*M3* : *M1*  
+ autres actifs à un an et plus d'échéance initiale détenus auprès des intermédiaires financiers nationaux.

*M4* : *M3*  
+ certificats et billets de trésorerie détenus par les sociétés et les particuliers.

### *Objectif de la politique monétaire*

Il n'est fait aucun usage d'agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires, ni dans la détermination de la politique monétaire à moyen terme, ni dans le choix des interventions à court terme.

L'objectif de la politique monétaire est exprimé en termes de taux de change. Auparavant fixé par référence à la grille de parités en vigueur dans le SME, il a été précisé par la décision gouvernementale prise en juin 1990 de lier étroitement le franc belge au deutschemark.

<b>BELGIQUE</b>					
	(variation en pourcentage – encours en milliards de francs belges)				
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 1 <sup>er</sup> semestre (variation)	fin 1994 (encours)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					1 560,7
Glissement .....	–	1,5	7,3	5,2	
Moyenne.....	2,7	2,1	3,6	9,7	
M3 .....					7 086,8
Glissement.....	–	1,1	13,0	3,9	
Moyenne.....	3,2	8,1	13,1	9,0	
M4 .....					7 188,1
Glissement.....	–	1,1	12,6	5,8	
Moyenne.....	5,8	8,8	13,0		
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT .....					7 621,0
Valeur .....	4,5	4,9	2,6	4,6	
Volume .....	1,8	1,4	- 1,3	2,3	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ</b>					
M1/PIB .....	19,9	19,4	19,4	21,4	
M3/PIB .....	82,6	85,2	93,0	36,9	
M4/PIB .....	84,7	87,9	94,2	65,9	

## Fiche n° 10 : Suisse<sup>1</sup>

### *Délimitation des actifs financiers regroupés dans les agrégats monétaires*

Actifs libellés en francs suisses, détenus par les agents non financiers résidents du secteur privé et du secteur public<sup>2</sup> et gérés par les agents financiers suivants :

- Banque centrale,
- banques commerciales,
- Poste (chèques postaux).

### *Contenu des agrégats monétaires*

#### *Monnaie de banque centrale ajustée<sup>3</sup> :*

billets en circulation et comptes de virements des banques et sociétés financières en Suisse à l’Institut d’émission, déduction faite des crédits de refinancement accordés en vue des échéances mensuelles.

#### *Monnaie de banque centrale désaisonnalisée<sup>3</sup> :*

encours désaisonnalisé des billets en circulation et des comptes de virements des banques et sociétés financières en Suisse à l’Institut d’émission.

*M1*<sup>4</sup> : billets et monnaies divisionnaires en circulation (hors encaisses des banques),  
+ dépôts à vue en francs suisses mobilisables par chèques.

*M2*<sup>4</sup> : *M1*  
+ dépôts à terme en francs suisses.

*M3*<sup>4</sup> : *M2*  
+ dépôts d’épargne<sup>5</sup>.

### *Objectifs de la politique monétaire*

De 1979 à 1988 inclus, l’objectif de la politique monétaire suisse a porté sur l’agrégat « monnaie de banque centrale ajustée ». Il s’agissait d’une norme unique de progression (en 1988 : + 3 %), calculée en moyenne annuelle sur douze points.

Depuis janvier 1989, l’agrégat de référence est la « monnaie centrale désaisonnalisée », l’objectif (+ 2 % en 1990) portant sur la progression entre le quatrième trimestre de l’année précédente et le quatrième trimestre de l’année considérée. À partir de 1991, la Banque nationale suisse a préféré fixer un objectif à moyen terme à son agrégat de référence (une croissance de 1 % en moyenne annuelle sur une période de 3 à 5 ans) en retenant le volume de la monnaie centrale au quatrième trimestre de 1989 comme point de départ du sentier de croissance à moyen terme.

<sup>1</sup> Depuis décembre 1994, les statistiques monétaires suisses englobent celles de la principauté du Liechtenstein (un accord monétaire lie les deux États depuis le 19 juin 1980).

<sup>2</sup> À l’exception de l’État confédéral

<sup>3</sup> Montants établis en moyenne des valeurs journalières

<sup>4</sup> Montants établis en fin de mois

<sup>5</sup> Livrets et carnets de dépôts

<b>SUISSE</b>					
<i>(variation en pourcentage – encours en milliards de francs suisses)</i>					
	1991 (variation)	1992 (variation)	1993 (variation)	1994 (variation)	1994 (encours décembre)
<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>					
M1 .....					90,9
Glissement (a) .....	-1,0	2,3	7,0	5,0	
Moyenne.....	1,2	-0,1	9,3	5,8	
M2 .....					192,5
Glissement.....	0,4	-2,2	-8,1	1,4	
Moyenne.....	3,2	0,5	-7,9	-1,9	
M3 .....					432,4
Glissement.....	2,9	2,5	6,3	3,4	
Moyenne.....	3,2	2,8	4,8	5,6	
<b>MONNAIE CENTRALE DÉSAISONNALISÉE</b>					
Glissement.....	1,0	-0,7	2,4	0,3	
Moyenne.....	1,4	-1,0	2,8	0,6	
<b>AGRÉGATS ÉCONOMIQUES</b>					
PRODUIT INTÉRIEUR BRUT.....					356,2
Valeur.....	5,4	2,3	1,3	3,8	
Volume.....	0,0	-0,3	-0,9	2,2	
<b>TAUX DE LIQUIDITÉ (b)</b>					
M1/PIB.....	22,6	22,0	23,6	24,2	
M2/PIB.....	63,1	61,9	56,0	53,3	
M3/PIB.....	112,9	113,1	116,5	119,3	
(a) Moyenne annuelle					
(b) Montant annuel					

# LA PLACE DES OPÉRATIONS DE MARCHÉ DANS L'ACTIVITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Au sens réglementaire le plus strict, les opérations de marché se limitent aux portefeuilles-titres ainsi qu'aux instruments financiers à terme. Une approche économique demande toutefois d'ajouter à ces opérations les autres activités bancaires soumises aux aléas des variations de prix sur les marchés de l'argent, en particulier les opérations interbancaires.

La progression des opérations de marché dans l'activité bancaire est symbolisée par le fort accroissement qu'ont connu ces dernières années les opérations sur instruments financiers à terme, dites aussi opérations sur produits dérivés.

Dans un contexte de réduction structurelle des produits classiques d'intermédiation et d'augmentation des risques sur l'activité avec la clientèle, ces opérations sont susceptibles de procurer aux établissements de crédit des sources nouvelles de rentabilité.

Elles n'en constituent pas moins des activités porteuses de risques dont les établissements et les autorités de tutelle se sont attachés à prendre la mesure.

---

HERVE GONSARD

*Direction de la Surveillance générale et des Analyses du système bancaire  
Service des Études bancaires*

## 1. Les opérations de marché occupent une place de plus en plus importante dans l'activité et la détermination de la rentabilité des établissements de crédit

### 1.1. La progression des opérations de marché dans l'activité des établissements de crédit<sup>1</sup>

#### Les opérations de trésorerie et interbancaires

Les opérations interbancaires entendues au sens strict recouvrent les opérations de la classe 1 du plan de comptes bancaire, c'est-à-dire celles traitées avec les établissements de crédit ou les organismes assimilés<sup>2</sup>.

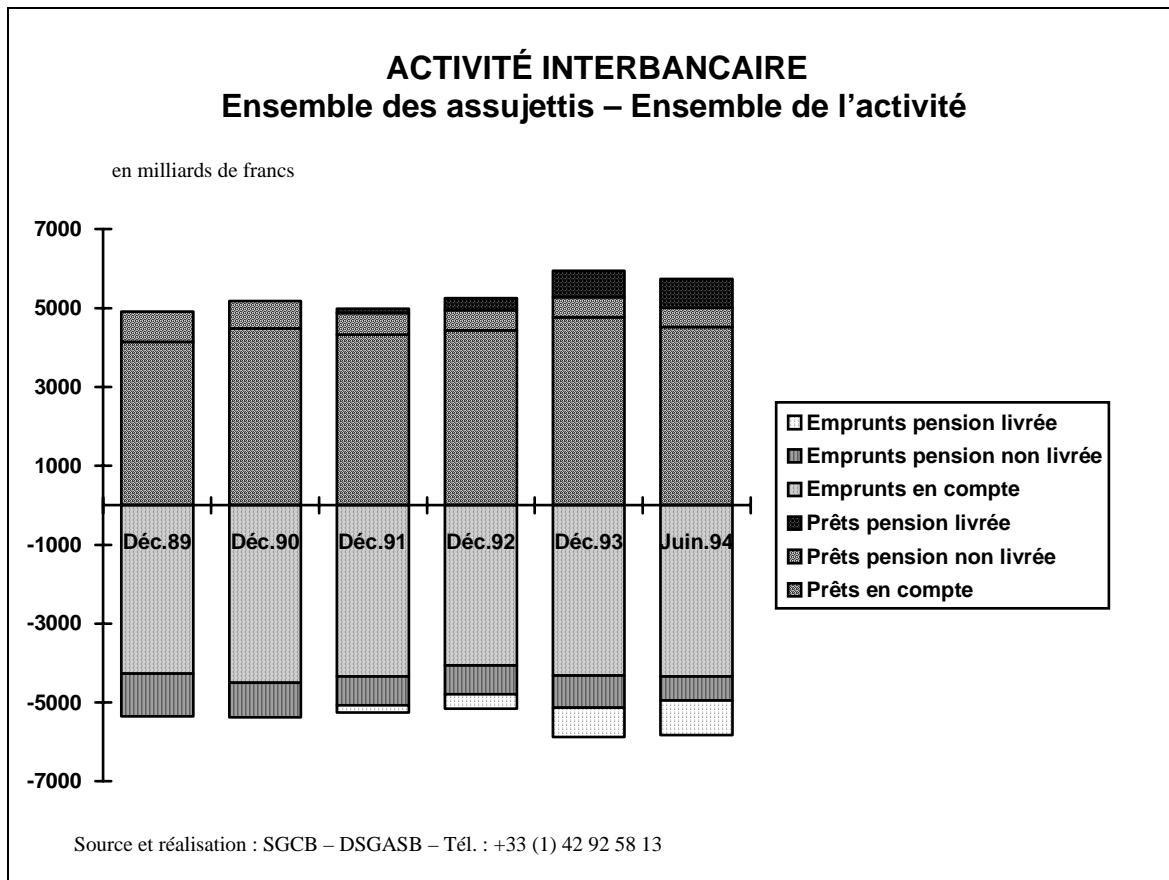
L'activité interbancaire est par nature soumise à des variations amples et rapides. Les opérations interbancaires se caractérisent, en effet, par des durées très brèves (la part des opérations à moins d'un mois d'échéance s'élevait ainsi à 46,6 % des emplois de cette nature et à 43,4 % des ressources à la fin de 1993). Les évolutions sur le court terme sont donc difficiles à interpréter. Des tendances de moyen terme peuvent toutefois être dégagées.

L'activité interbancaire, qui avait connu un recul marqué depuis 1990, s'est redressée en 1993. Sur l'ensemble de l'activité, les prêts interbancaires *stricto sensu* sont en effet passés de 4 952 milliards de francs en 1992 à 5 346 milliards de francs en 1993 (+ 8,0 %), tandis que les emprunts interbancaires se sont accrus, de 4 793 milliards de francs en 1992 à 5 263 milliards de francs en 1993 (+ 9,8 %). Les chiffres arrêtés au 30 juin 1994 font état d'une faible augmentation de ces opérations par rapport au 30 juin 1993 (les prêts interbancaires progressent de 1 % et les emprunts de 3 %).

La progression s'accentue si l'on intègre les opérations interbancaires reclassées comptablement au sein des opérations sur titres (titres du marché interbancaire et pensions livrées sur titres). Ainsi, du côté des ressources, le montant des encours de titres du marché interbancaire a certes fléchi, passant de 140 milliards de francs à 132 milliards (- 6,0 %) en 1993. Mais celui des valeurs données en pension livrée a connu dans le même temps une forte croissance (+ 109,2 %), passant de 358 milliards de francs à 749 milliards. Du côté des emplois, les valeurs reçues en pension livrée ont enregistré une évolution similaire, passant de 302 milliards de francs à 665 milliards (+ 119,7 %). Cette croissance des opérations de pension livrée s'est poursuivie à un rythme élevé sur le premier semestre de 1994. Au 30 juin 1994, le montant des titres donnés en pension livrée atteignait ainsi 884 milliards de francs (soit une progression de 46 % sur un an) et celui des titres reçus en pension livrée 726 milliards (+ 42 % sur un an).

<sup>1</sup> Les données chiffrées présentées dans le texte portent, sauf mention contraire, sur l'activité sur base sociale de l'ensemble des établissements de crédit toutes zones géographiques confondues.

<sup>2</sup> Pour les besoins de l'analyse, les opérations avec les institutions financières non-établissements de crédit ont toutefois été maintenues dans l'activité interbancaire, malgré leur nouveau classement comptable parmi les opérations avec la clientèle. Elles représentent cependant moins de 1 % du total des opérations interbancaires.



En globalisant les opérations interbancaires *stricto sensu* et les pensions livrées, le montant des prêts a augmenté de 13,1 % en 1993 (5 944 milliards de francs à la fin de 1993, contre 5 254 milliards à la fin de 1992), tandis que celui des ressources s'est accru de 15,4 % (5 946 milliards de francs à la fin de 1993, contre 5 151 milliards à la fin de 1992).

La structure des opérations interbancaires est marquée par la forte croissance des opérations de pension sur les derniers exercices (+ 44,1 % pour les valeurs reçues en pension et + 43,1 % pour les valeurs données en pension au cours de l'année 1993, à l'issue de laquelle elles représentent 19,7 % des prêts et 26,2 % des emprunts). Ce mouvement a été particulièrement net pour ce qui est des pensions livrées, qui assurent à présent plus de la moitié du total des pensions. Cette évolution, qui s'est poursuivie sur le premier semestre de 1994, témoigne du souci des établissements de crédit de travailler dans des conditions de sécurité juridique accrues. Plusieurs textes législatifs et réglementaires sont d'ailleurs intervenus récemment pour préciser le régime juridique de la pension<sup>1</sup>. À la fin de 1993, les opérations de pension livrée étaient principalement réalisées<sup>2</sup> sur des titres émis par des résidents (78,5 % des prises en pension, 84,6 % des mises en pension) au premier rang desquels l'État français : les obligations d'État représentaient 37,4 % des prises en pension et 27,0 % des mises en pension et les bons du Trésor respectivement 33,6 % et 33,9 % au 31 décembre 1993.

Sur cette base, la position nette interbancaire, prêteuse en 1992 de 103 milliards de francs, s'est annulée en 1993.

<sup>1</sup> Loi 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et au marché financier ; loi portant DDOEF du 8 août 1994, convention-cadre prévue par la loi et approuvée par le gouverneur de la Banque de France du 15 décembre 1994. Cf. étude publiée dans le Bulletin de la Banque de France n° 13 (janvier 1995).

<sup>2</sup> Sur la base d'un échantillon d'établissements ayant une activité significative en devises ou auprès de non-résidents.

Les engagements de hors bilan négociés avec des établissements de crédit ou des institutions financières, notamment sous forme d'accords de refinancement, avaient connu en 1993 une évolution moins forte que celle observée pour les opérations de bilan. Les engagements donnés progressaient<sup>1</sup> de 6,3 %, alors que les engagements reçus n'augmentaient que de 1,6 %.

La part des opérations interbancaires de hors bilan, rapportée aux opérations interbancaires de bilan, a cessé d'augmenter : elle représente, en 1993, 13,5 % des prêts et 17,0 % des emprunts, contre respectivement 14,3 % et 19,3 % en 1992.

### Les opérations sur titres

Les opérations sur titres retracées au bilan et au hors bilan des établissements de crédit ont fait l'objet d'une réforme comptable, entrée en vigueur en 1991 sur la base du règlement n° 90-01 du 23 février 1990 du Comité de la réglementation bancaire. Les modifications intervenues ont eu pour objet d'homogénéiser le traitement comptable des titres, quelle que soit la nature des supports. Les opérations sur titres sont donc regroupées pour l'essentiel en classe 3 du plan de comptes bancaire et sont constituées à l'actif des portefeuilles de titres et au passif des dettes représentées par un titre, auxquels s'ajoutent les titres faisant l'objet de pension livrée (analysés ci-dessus avec les opérations interbancaires) et les primes relatives aux interventions sur instruments conditionnels.

En 1993, les portefeuilles-titres se sont accrus de 28,0 % et les dettes représentées par un titre de 1,8 %. Ces évolutions, de juin 1993 à juin 1994, ont été respectivement de 22,0 % et de -4,61 %.

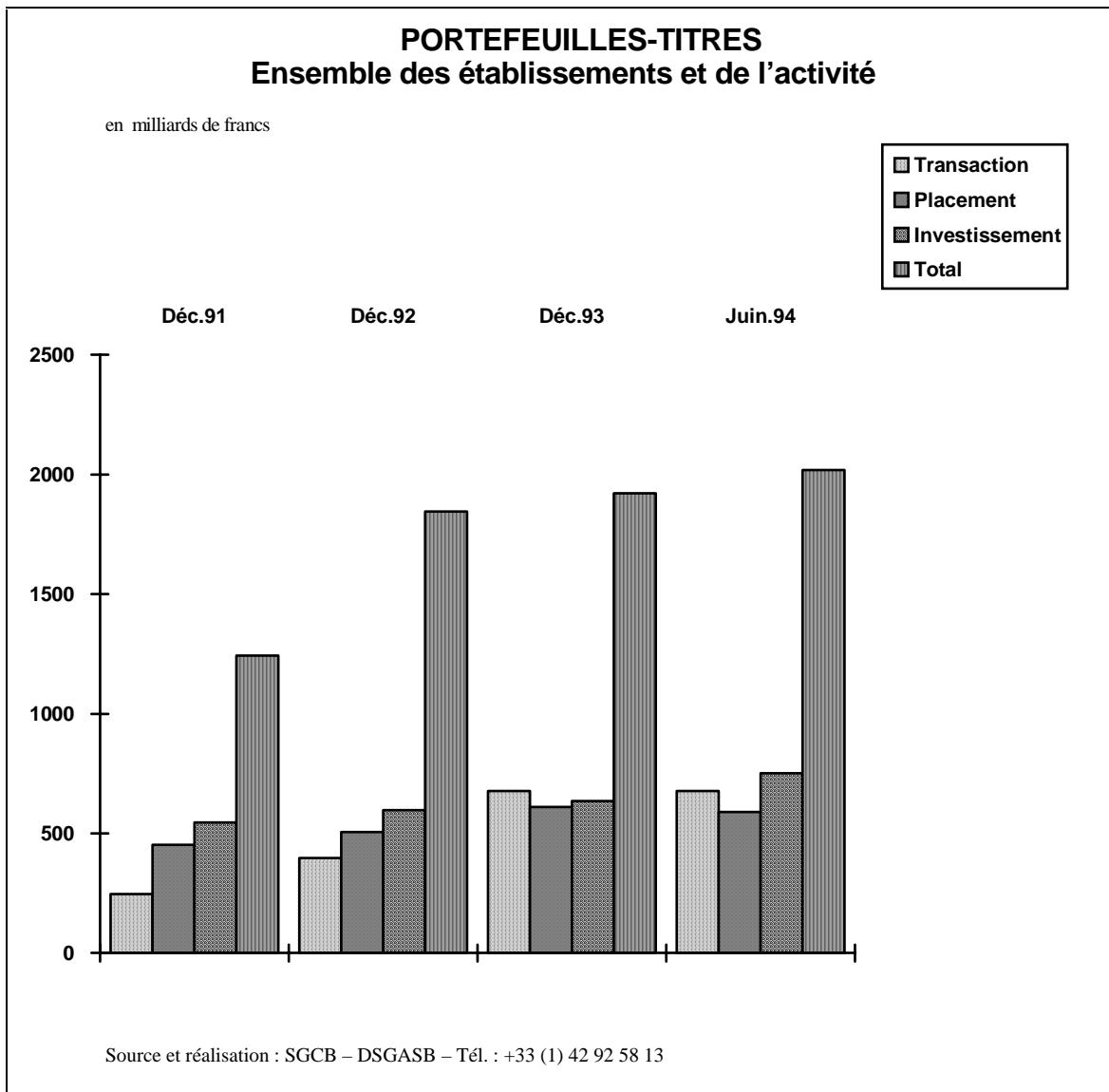
Les titres détenus sont répartis entre plusieurs portefeuilles, dont la constitution repose sur l'intention initiale de l'établissement détenteur au moment de leur acquisition :

- le portefeuille de transaction regroupe les titres acquis dans une optique de négoce ou de gestion à court terme, qui n'ont pas vocation à être conservés plus de six mois et sont donc comptabilisés au prix de marché ;
- le portefeuille d'investissement regroupe, pour sa part, les titres à revenu fixe que l'établissement a l'intention de conserver durablement, en principe jusqu'à leur échéance, ce qui justifie leur comptabilisation à leur prix d'acquisition ;
- le portefeuille de placement, enfin, regroupe les titres qui ne relèvent pas des deux catégories précédentes ; les plus-values latentes sur ces titres ne sont pas comptabilisées, mais les moins-values latentes doivent être provisionnées.

Les différentes catégories de portefeuilles-titres, du fait de leur nature même, se caractérisent par des vitesses de rotation très diverses. L'encours des titres de transaction a augmenté en 1993 plus rapidement (+ 70,4 %) que ceux des titres de placement (+ 20,5 %) et d'investissement (+ 6,4 %). Les parts respectives de ces portefeuilles, dont le total cumulé atteignait 2 019 milliards de francs au 30 juin 1994, sont de 33,5 %, 29,2 % et 37,3 %.

Les titres de participation et de filiales — qui comprennent les titres investis en activité de portefeuille — et les titres subordonnés ne sont pas intégrés dans les opérations sur titres proprement dites, en raison de leur caractère d'immobilisations.

<sup>1</sup> La progression de ces opérations est minorée par le changement qui est intervenu en 1993 dans les règles comptables, puisque n'y sont plus intégrés les engagements en faveur ou reçus d'institutions financières non-établissements de crédit, qui sont désormais classés dans les engagements auprès de la clientèle.

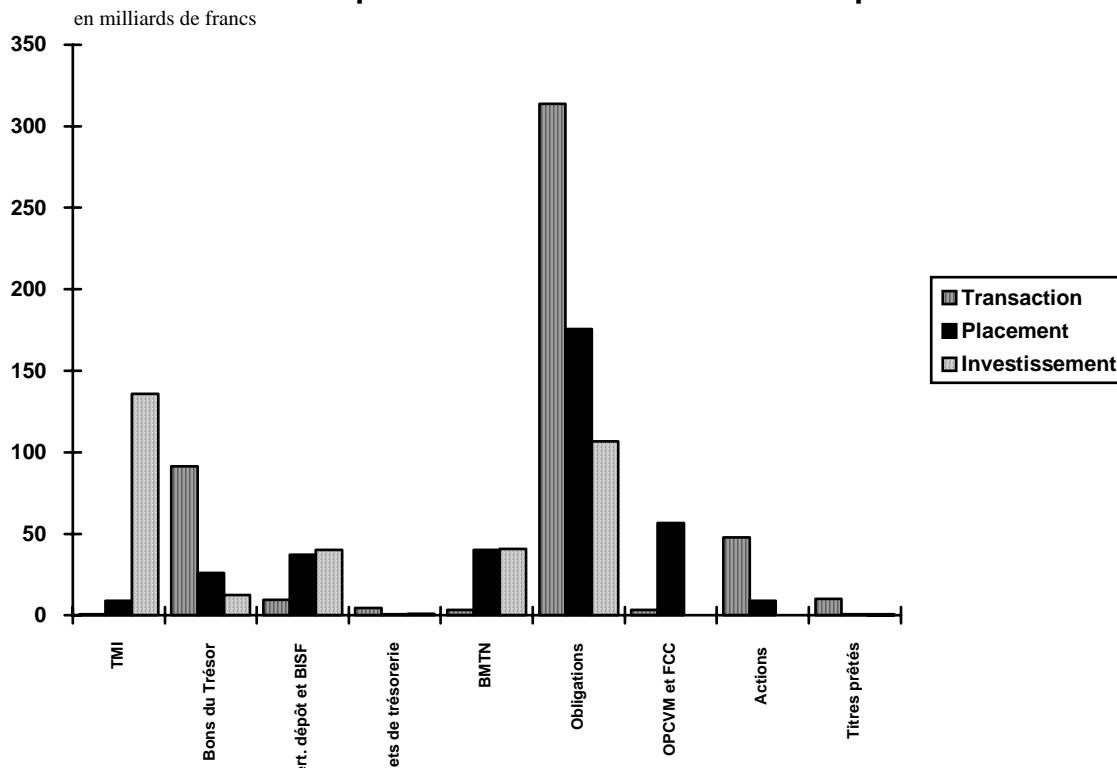


Examinée sur une base métropolitaine<sup>1</sup>, la composition du portefeuille de transaction à la fin de 1993 est largement dominée par les obligations (64,7 %) et les bons du Trésor (18,9 %). Les titres obligataires et assimilés constituent également la composante majeure du portefeuille de placement (49,4 %), au sein duquel on trouve en outre des titres d'OPCVM et de fonds communs de créances (16 %), des bons à moyen terme négociables (11,3 %) ainsi que des certificats de dépôt et des bons des institutions et sociétés financières (10,5 %). En revanche, le portefeuille d'investissement comporte principalement des titres du marché interbancaire (40,0 %) et, dans une moindre mesure, des obligations (29,1 %), des bons à moyen terme négociables (12,0 %) ainsi que des certificats de dépôt et des bons des institutions et des sociétés financières (11,8 %). On notera que les titres du marché interbancaire sont classés pour l'essentiel (93,3 %) dans le portefeuille d'investissement et que les titres d'OPCVM et de fonds communs de créances nourrissent presque exclusivement (94,3 %) le portefeuille de placement. Les banques AFB détenaient, à la fin de 1993, 72,1 % des titres en portefeuille de l'ensemble des établissements assujettis.

<sup>1</sup> À partir des données des établissements ayant développé une activité totale supérieure à 500 millions de francs et présentant un montant cumulé de portefeuilles-titres et de dettes représentées par un titre supérieur ou égal à 1 milliard de francs.

## COMPOSITION DES PORTEFEUILLES-TITRES

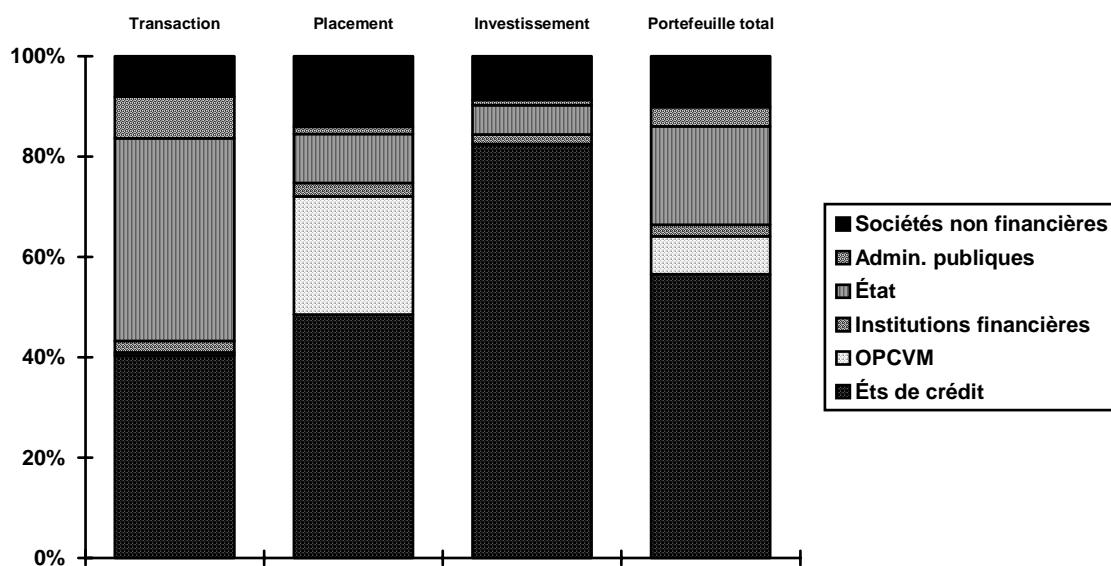
### Échantillon représentatif sur le territoire métropolitain



Source et réalisation : SGCB – DSGAB – Tél. : +33 (1) 42 92 58 13

## COMPOSITION DES PORTEFEUILLES-TITRES

### Selon l'émetteur sur le territoire métropolitain



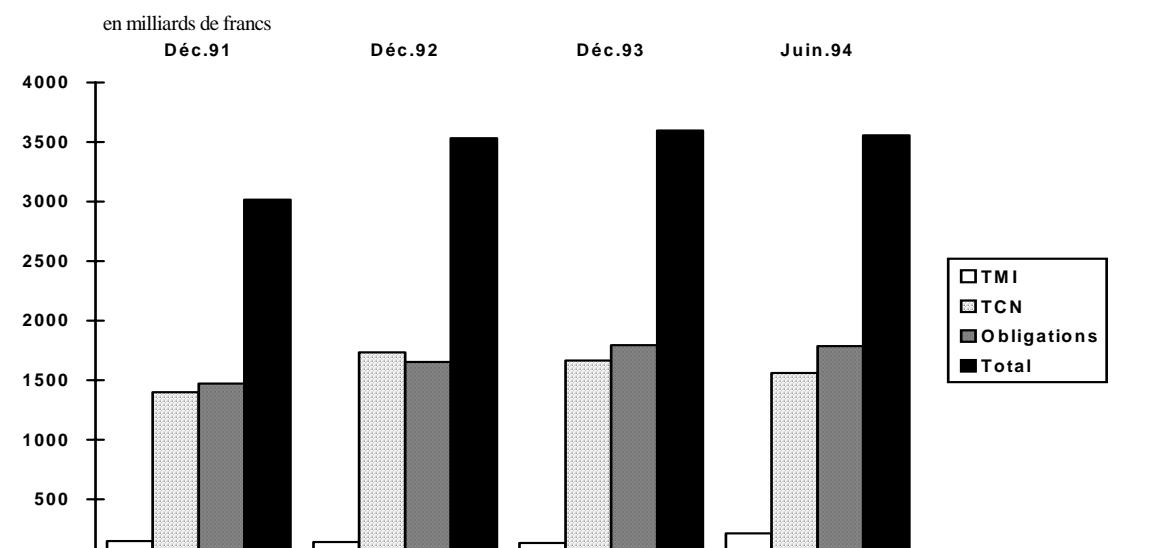
Source et réalisation : SGCB – DSGAB – Tél. : +33 (1) 42 92 58 13

Les ressources provenant d'émissions de titres ont été regroupées sous la notion comptable de « dettes représentées par un titre », qui comprend les obligations, les titres de créances négociables et les titres du marché interbancaire émis. Les titres présentant un caractère subordonné dans leur remboursement ne sont pas retenus dans les opérations sur titres, mais sous la rubrique « dettes subordonnées », qui comprend pour l'essentiel des ressources assimilables à des fonds propres.

Les dettes représentées par un titre ont atteint un montant de 3 598 milliards de francs au 31 décembre 1993 (3 554 milliards au 30 juin 1994), après un accroissement de 1,8 % sur l'exercice. Elles sont principalement constituées de titres obligataires (49,9 %) et de titres de créances négociables (46,2 % du total), les titres du marché interbancaire n'intervenant que pour 3,7 %. La part des obligations a dépassé celle des titres de créances négociables en 1993 en raison d'une hausse des encours obligataires (+ 8 %) accompagnée d'un recul de la dette sous forme de titres de créances négociables (- 4 %). À cet égard, les nouvelles émissions de titres de créances négociables réalisées par les établissements de crédit l'ont surtout été sous la forme de bons à moyen terme négociables (BMTN). À la fin de 1993, les dettes représentées par un titre concernaient les banques AFB à hauteur de 52,7 % de leur montant et les institutions financières spécialisées à hauteur de 21,8 %. Les émissions nettes obligataires d'établissements de crédit sur le marché intérieur ont fléchi de 66,0 % en 1993, pour s'établir à 18,3 milliards de francs, soit 5,5 % du total des émissions nettes, contre 29,0 % en 1992 et 33,0 % en 1991.

Comme les ressources interbancaires, les titres de créances négociables émis sont principalement orientés sur le très court terme (31,8 % à moins d'un mois de durée résiduelle, 60,4 % à moins de trois mois). À l'inverse, assez naturellement, les ressources obligataires ressortissent du moyen et long terme (54,5 % à plus de cinq ans de durée résiduelle, 92,4 % à plus d'un an).

### DETTES REPRÉSENTÉES PAR UN TITRE Ensemble des assujettis – Ensemble de l'activité



Source et réalisation : SGCB – DSGAB – Tél. : +33 (1) 42 92 58 13

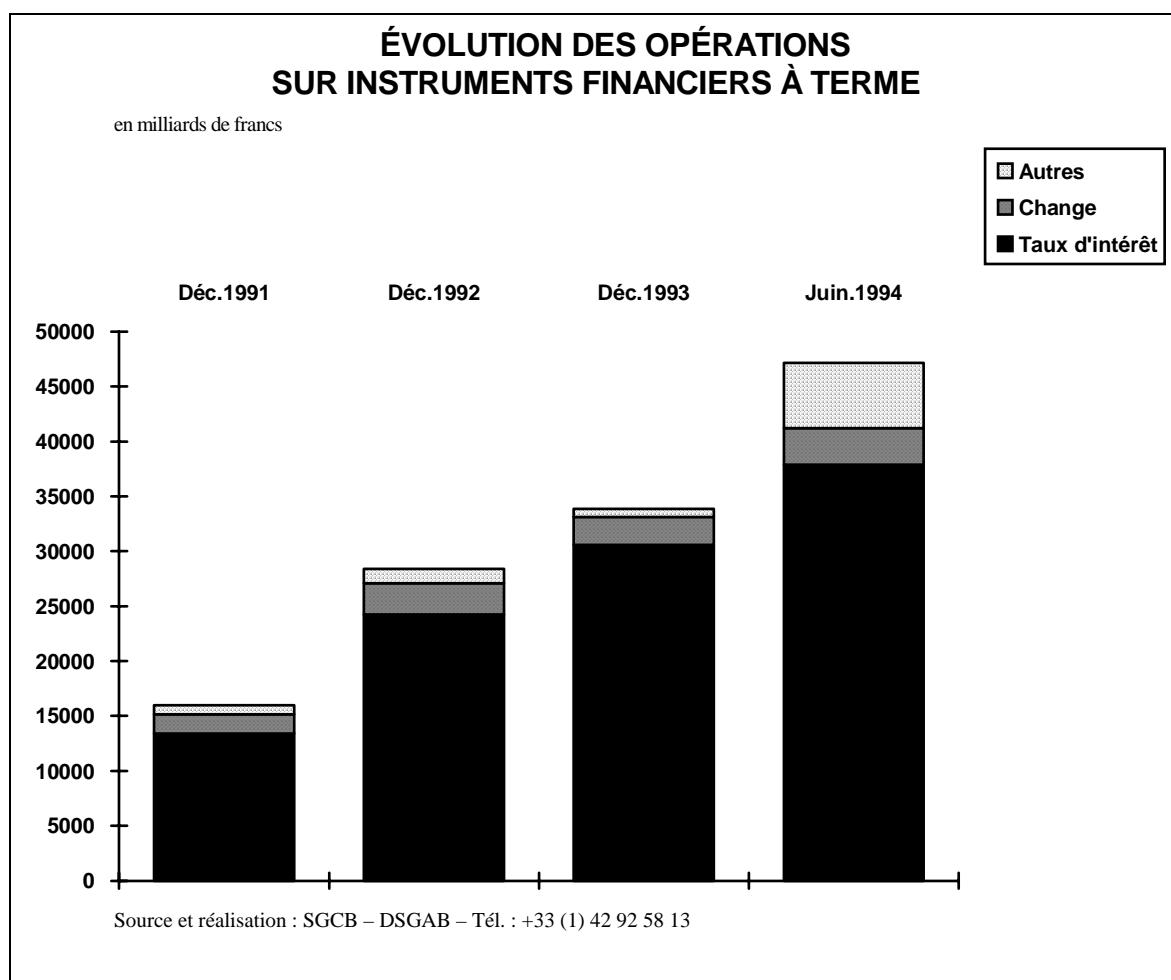


### Les opérations sur instruments financiers à terme

Les opérations sur instruments financiers à terme représentent une part de plus en plus importante de l'activité des établissements de crédit.

Au cours de l'année 1993, l'encours total des opérations sur instruments financiers à terme, très largement constitué d'opérations fermes, est passé de 28 389 milliards de francs à 33 868 milliards (+ 19,3 %, après + 77,6 % en 1992). Cette progression a connu une nouvelle accélération sur le premier semestre de 1994 (+ 39,2 % par rapport au 31 décembre 1993) pour atteindre 47 141 milliards de francs au 30 juin de cette année. L'encours total des opérations sur instruments financiers à terme représente désormais plus de trois fois le total du bilan.

Il convient toutefois d'indiquer que ces chiffres bruts, s'ils sont révélateurs d'un volume d'opérations, ne représentent en rien le volume de risques encourus par les établissements. En effet, ils résultent de la comptabilisation du nominal de l'actif sous-jacent qui le plus souvent sert seulement d'assiette au calcul des obligations relatives à ces instruments financiers à terme. Au surplus, il n'y a pas de compensation comptable des positions calculées de sens inverses. Ainsi, en ce qui concerne par exemple le risque de contrepartie, l'analyse des ratios de solvabilité met en évidence que les instruments dérivés de gré à gré<sup>1</sup> représentent moins de 5 % du total des risques de crédit pondérés des établissements de crédit, soit une proportion sans commune mesure avec le volume comptabilisé de ces instruments par rapport au total du bilan.



<sup>1</sup> Il est considéré dans les ratios de solvabilité que les instruments financiers à terme négociés sur des marchés organisés ne génèrent pas de risque de contrepartie en raison de l'interposition d'une chambre de compensation.

On peut distinguer les opérations sur instruments financiers à terme en fonction :

- des risques sous-jacents : instruments de taux d'intérêt, de taux de change ou autres (actions, indices d'actions, métaux précieux ou matières premières) ;
- des types d'instruments qui les sous-tendent : opérations fermes (contrats d'échange et contrats à terme) et opérations conditionnelles (options) ;
- des marchés sur lesquels elles sont effectuées : marchés de gré à gré ou marchés organisés ;
- des finalités de l'opération : couverture ou autre (arbitrage ou spéculation).

Au 30 juin 1994, les instruments de taux d'intérêt sont prépondérants (80,3 % du total) et ont progressé de 19,3 % au cours du premier semestre de cette année. Les instruments de change représentent 7,0 % du total et ont progressé de 31,6 %. Les autres instruments ont vu leur encours exploser (+ 684 %) et représentent 12,6 % du total.

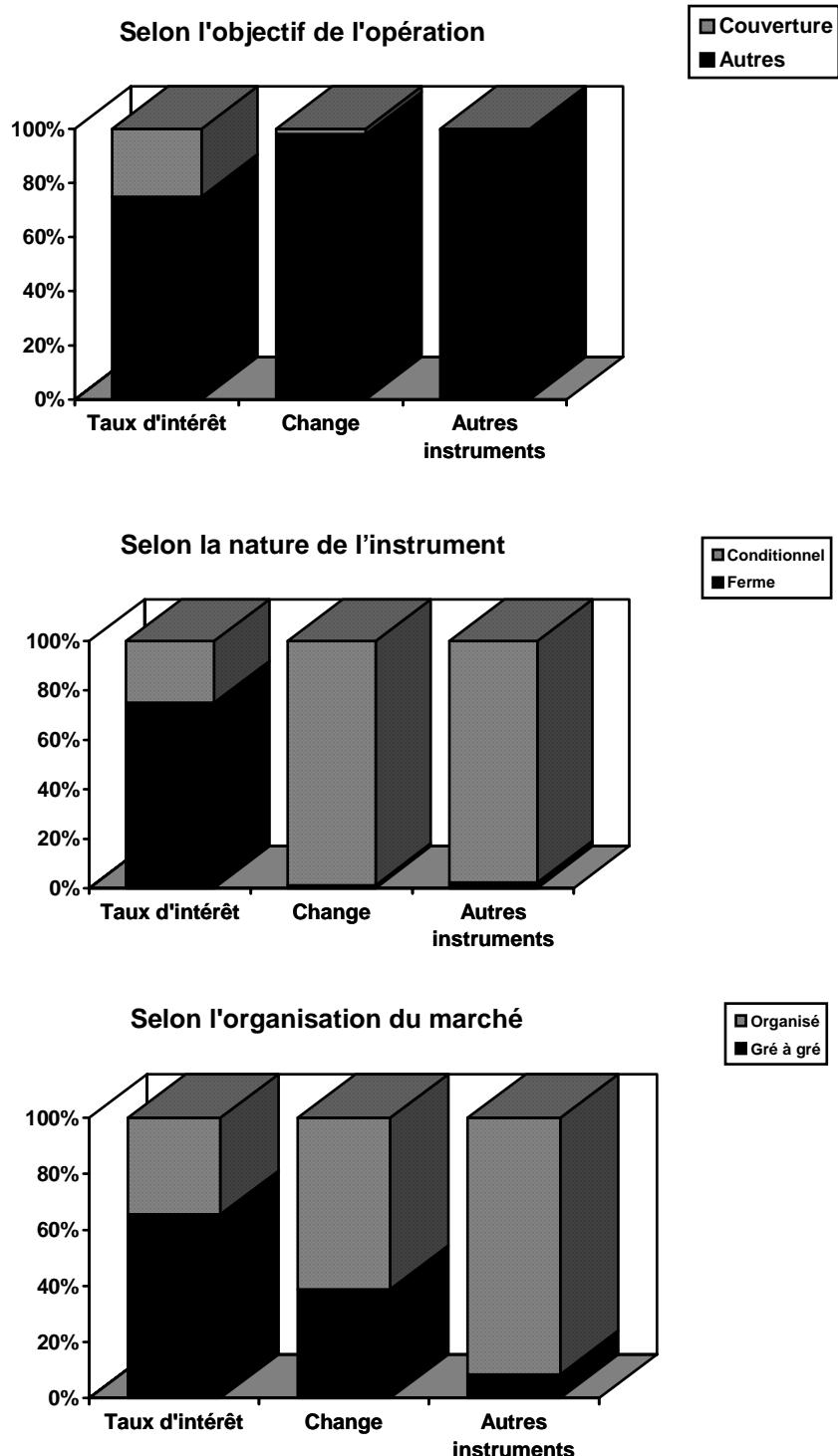
Si les instruments de taux d'intérêt se présentent le plus souvent (75 % du montant nominal) sous la forme d'engagements fermes, notamment pour ceux qui sont traités sur le Matif, les autres produits sont majoritairement négociés sur une base conditionnelle (98,8 % pour les instruments de change<sup>1</sup>, 97,7 % pour les autres produits dérivés).

Les marchés organisés apparaissent prépondérants par rapport au gré à gré, pour les produits dérivés sur actions ou indices (91,6 %) et les produits en devises (61,1%). Les produits dérivés de taux d'intérêt — négociés de gré à gré à hauteur de 65,5 % de leur encours nominal — se présentent en effet fréquemment sous la forme de contrats d'échange négociés bilatéralement (« *swaps* ») et d'options négociées de gré à gré.

<sup>1</sup> Les contrats d'échange sur devises (« *swaps cambistes* » et « *swaps financiers* ») ne sont pas comptabilisés à ce niveau, mais au sein des opérations en devises du hors bilan.

## DÉCOMPOSITION DES OPÉRATIONS SUR INSTRUMENTS FINANCIERS À TERME

**Ensemble des établissements — Ensemble de l'activité**



Source et réalisation : Secrétariat général de la Commission bancaire  
DSGAB – Tél. : +33 (1) 42 92 58 13

## 1.2. *Un impact de plus en plus important sur la rentabilité des établissements de crédit*

Dans un contexte de stagnation, voire de diminution, des concours à la clientèle et de montée des risques de crédit y afférents, les opérations de marché, grâce à une forte volatilité des marchés de l'argent, ont contribué en 1993 à limiter la détérioration des résultats des établissements de crédit. En 1994, le recul des gains nets sur les opérations de marché a toutefois mis en évidence le caractère relativement instable des résultats dégagés sur ces activités.

La simple analyse des documents comptables disponibles ne permet pas de se faire une idée précise de la rentabilité propre des différentes catégories d'opérations de marché. Il est possible en revanche d'évaluer la contribution de celles-ci au produit net bancaire, sur la base des comptes de l'exercice 1993, même si l'interprétation des chiffres doit se faire avec beaucoup de précautions.

### Les opérations interbancaires

Sur l'exercice 1993, la baisse des taux de marché a eu pour effet de réduire, sur l'activité métropolitaine de l'ensemble des établissements assujettis, le coût moyen des ressources interbancaires (qui est passé de 8,56 % en 1992 à 7,74 % en 1993) plus rapidement que le rendement moyen des prêts de même nature (qui est passé de 7,90 % à 7,24 %). La marge sur les opérations interbancaires, traditionnellement négative, s'est ainsi quelque peu améliorée, passant de -0,66 % à -0,50 %.

Au cours du premier semestre 1994, les opérations interbancaires ont vu leur impact négatif s'amoindrir dans le produit net bancaire (- 1,4 milliard de francs, contre - 1,9 milliard un an auparavant).

### Les opérations sur titres

Le rendement moyen, calculé sur l'activité métropolitaine, du portefeuille-titres a nettement progressé (de 8,55 % à 10,38 %). Le solde de l'ensemble des opérations sur titres (qui intègre le coût des dettes représentées par un titre) fait, en revanche, ressortir une charge nette de 162,5 milliards de francs.

De juin 1993 à juin 1994, cette charge nette s'est stabilisée aux alentours de 89 milliards de francs.

### Les opérations sur instruments financiers à terme

Comptablement classés jusqu'en 1993 parmi les charges et produits divers, les résultats des opérations sur instruments financiers à terme figurent aujourd'hui parmi ceux relatifs aux opérations de hors bilan, dont ils constituent l'essentiel des montants.

En 1993, les opérations diverses, parmi lesquelles figuraient donc les opérations sur instruments financiers à terme et les opérations de change, ont notamment contribué à la progression du produit net bancaire. Leur produit net s'est en effet accru de 33,7 % sur l'exercice pour atteindre une proportion de 32,4 % du produit net bancaire (contre 26,2 % en 1992 et 20,3 % en 1991). Les établissements de crédit ont ainsi bénéficié de la conjoncture exceptionnelle de forte volatilité des prix de marché au cours de cet exercice.

Il apparaît donc au total que les composantes de la rentabilité des opérations de marché sont difficiles à appréhender très exactement. On constate toutefois que cette rentabilité peut varier rapidement d'un exercice sur l'autre en fonction des mouvements erratiques qui affectent les marchés. Ainsi, la hausse des taux d'intérêt à long terme qui est intervenue en 1994 a pesé sur la tenue des marchés financiers et a pris en défaut un certain nombre d'opérateurs qui avaient anticipé une poursuite de la baisse.

Sur un plan plus général, le traitement prudentiel des risques de marché tel qu'il est prévu par les instances internationales devrait renforcer sous peu les dispositifs internes de mesure et de contrôle qui doivent exister en ce domaine.

## 2. Les risques induits par la montée en puissance des opérations de marché ont rendu nécessaire une adaptation du dispositif prudentiel

La mesure et le suivi des risques induits par les opérations de marché sont primordiaux pour les établissements de crédit comme pour les autorités de surveillance. Les autorités prudentielles nationales ainsi que les diverses instances internationales auxquelles participent ces dernières, au sein de la Banque des règlements internationaux (BRI), à Bâle, comme dans le cadre des institutions de l'Union européenne, à Bruxelles, ont d'ailleurs consacré une part appréciable de leurs travaux à ces questions.

### 2.1. Les risques induits par les opérations de marché

Les opérations de marché induisent quatre principaux types de risques.

1. Comme l'ensemble des autres opérations bancaires les opérations de marché induisent un *risque de crédit ou de contrepartie*. Celui-ci résulte d'une manière générale, pour un créancier, de l'incapacité de son débiteur à honorer, totalement ou partiellement, sa dette à l'échéance. En ce qui concerne les produits dérivés, le risque de contrepartie se limite pour l'essentiel aux opérations réalisées sur les marchés de gré à gré. Les modalités de fonctionnement des marchés organisés permettent, en effet, de neutraliser pratiquement ce risque : l'interposition systématique de la chambre de compensation, l'existence de mécanismes financiers tels que le versement initial de dépôts de garantie et les appels de marges réguliers concourent en effet à garantir en permanence la bonne fin des opérations.

2. *Le risque de marché* peut être défini comme le risque de variation du prix d'une grandeur économique constatée sur un marché. Il conviendrait donc, en toute rigueur, de parler plutôt d'un « aléa » de marché, dans la mesure où l'exposition à ce type de risques peut conduire indifféremment à des gains ou à des pertes, à la différence du risque classique de contrepartie. Pour l'essentiel des opérations portant sur des actifs négociés sur des marchés de capitaux (de taux d'intérêt, de devises ou d'actions), l'approche retenue généralement consiste à privilégier les trois grandes catégories de risques de marché suivantes :

- le *risque de taux* est le risque que fait courir au porteur d'une créance ou d'une dette l'évolution ultérieure des taux,
- le *risque de change* réside dans le risque de variation du prix des devises par rapport au franc, pour une banque française ayant des créances ou des dettes libellées dans ces différentes devises,
- les *autres risques de marché* sont définis, de manière similaire, comme un risque de prix sur la position détenue sur un actif financier donné (dans le cas des actions, par exemple, le risque encouru du fait de l'évolution ultérieure des cours de bourse).

Ces risques ont connu une montée en puissance depuis le milieu des années quatre-vingt, période qui s'est caractérisée par l'accentuation de la volatilité des taux et des cours sur les différents marchés financiers.

Le fort développement des opérations sur produits dérivés a rendu à la fois plus faciles et plus nécessaires pour les banquiers la maîtrise et la gestion de ces risques.

Les instruments financiers à terme permettent de réduire les incertitudes dans une période où les marchés financiers connaissent des fluctuations amples et parfois inattendues. Ils permettent aussi de gérer au mieux les risques, en les transférant sur d'autres agents mieux à même de les assumer. Ils

autorisent enfin la recherche d'une meilleure allocation des ressources, les faibles coûts des transactions sur produits dérivés facilitant également la gestion des risques financiers.

À l'inverse, les instruments financiers à terme se caractérisent également par l'acuité particulière des risques qu'ils induisent. Risques liés à l'effet de levier inhérent à la plupart d'entre eux tout d'abord, dans la mesure où l'impact final d'une opération sur le compte de résultat peut être totalement disproportionné par rapport à la mise de fonds initiale. Risques découlant plus généralement de la complexité de ces opérations ainsi que de la rapidité de prise des engagements également, qui rendent plus délicate l'appréciation des positions prises sur ces marchés. Risques liés enfin aux caractéristiques des marchés sur lesquels sont négociés ces produits, et plus spécialement à leur degré de volatilité et de liquidité.

3. Il convient de signaler par ailleurs que l'augmentation des opérations de marché et leur complexité croissante ont donné une ampleur nouvelle aux *risques opérationnels* : le risque de traitement des informations ou risque de post-marché (« back-office »), le risque informatique dans ses différentes composantes, et de manière plus générale l'ensemble des risques de gestion interne.

4. Le *risque juridique* enfin (de non-applicabilité d'un contrat sur instruments financiers à terme par exemple) ne doit pas être négligé dans la mesure où le cadre juridique n'a pas toujours évolué au même rythme que les pratiques de marché.

## 2.2. *L'adaptation du dispositif prudentiel aux risques issus des opérations de marché*

Les opérations de marché se caractérisent par des possibilités d'évolution très rapide des risques encourus, qui rendent nécessaire une surveillance permanente et détaillée des positions prises. Il a donc semblé aux autorités de contrôle qu'il était inapproprié de privilégier trop exclusivement une norme prudentielle sous forme de ratio qui n'est pas susceptible d'être effectivement suivi à une échelle de temps correspondant à l'évolution des marchés.

Les autorités ont donc mis en place, à partir de 1988, un corpus réglementaire à forte vocation incitative et pédagogique visant à renforcer les systèmes internes des établissements en termes de mesure et de contrôle des risques de marché. Cette démarche se veut toutefois complémentaire et non exclusive d'une intégration de ces risques dans les ratios prudentiels.

### Le cadre réglementaire élaboré en matière de gestion interne des risques de marché

Les normes prudentielles mises en place dans ce domaine, depuis 1988, imposent aux établissements l'existence d'un dispositif de gestion, de suivi et de contrôle de ces risques.

Ce dispositif comprend quatre niveaux :

- il doit, tout d'abord exister un système permettant à l'établissement de connaître en permanence ses positions et les résultats correspondants, qu'ils soient latents ou définitifs ;
- ensuite, un ensemble de limites internes aux risques encourus sur ces opérations doit être défini ;
- de plus, un système de surveillance et de gestion des risques doit être mis en place ;
- enfin, l'accomplissement des dispositions précédentes doit faire l'objet d'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes.

Chronologiquement, le règlement n° 88-04 du Comité de la réglementation bancaire (CRB) relatif au suivi des opérations sur instruments à terme de taux d'intérêt a constitué la première de ces réglementations dites « qualitatives ». Rentrent dans cette même catégorie le règlement n° 89-02 du CRB sur la surveillance des positions de change — qui prévoit, à côté d'un plafonnement des positions ouvertes par rapport aux fonds propres, des éléments purement qualitatifs — ainsi que les règlements CRB n° 90-07 sur la surveillance des risques interbancaires et CRB n° 90-09 relatif au risque de taux sur les opérations de marché.

L'ensemble de ces dispositions, qui s'appliquent de manière privilégiée aux opérations de marché, s'intègrent naturellement dans le système de contrôle interne prévu par le règlement n° 90-08 du Comité de la réglementation bancaire. Ce dispositif général, couvrant l'ensemble des activités, doit en effet plus particulièrement veiller au respect des limites fixées en matière de risques (« notamment — précise le texte — de contrepartie, de change, de taux d'intérêt ainsi que d'autres risques de marché »), et à la qualité de l'information remise aux organes exécutif et délibérant de l'établissement.

L'intervention des autorités de surveillance consiste alors à effectuer un « contrôle du contrôle ». Les dirigeants des établissements de crédit assument toute la responsabilité des choix stratégiques réalisés en ces matières, à charge pour eux de se doter des systèmes d'information, d'évaluation et de contrôle nécessaires pour traiter ces opérations dans de bonnes conditions d'efficacité et de sécurité.

Le renforcement du contrôle interne des opérations de marché au sein des établissements de crédit constitue l'une des préoccupations majeures des autorités de surveillance bancaire dans tous les grands pays. Les évolutions rapides concernant notamment les marchés de produits dérivés ainsi que la très forte croissance des volumes traités imposent que les efforts déjà entrepris dans ce domaine soient poursuivis.

Dans ce sens, la Commission bancaire a effectué, courant 1994, une large enquête horizontale portant sur le contrôle des opérations de marché au sein des établissements de crédit ainsi que sur les moyens, notamment technologiques (modèles internes), mis en œuvre pour traiter ces opérations, pour mesurer et gérer les risques assumés ainsi que pour apprécier leur contribution à la rentabilité des établissements.

Le Comité de Bâle a eu la même préoccupation. Le sous-groupe en charge du contrôle des opérations de hors bilan s'est vu en effet confier, au début de 1994, la préparation d'un document sur le contrôle interne des produits dérivés (qui a visé en fait les opérations de marché de façon plus générale, les risques sur produits dérivés étant indissociables du reste des portefeuilles de négociation). Ce document définit les principes de base d'une saine gestion, qui se déclinent autour de trois thèmes :

- un suivi approprié par le Conseil d'administration et la direction générale des Établissements de crédit ;
- un processus adéquat de gestion des risques, comportant des limites internes prudentes, des procédures de mesure et des systèmes d'information fiable, une surveillance continue des risques ainsi que des comptes rendus fréquents à la direction ;
- des contrôles internes et des procédures d'audit détaillées et adaptées.

Les autorités de contrôle vont approfondir encore leur analyse des systèmes internes des établissements. Le Comité de Bâle envisage, en effet, d'accepter que les établissements aient recours à leurs propres modèles internes pour calculer les besoins en fonds propres générés par les opérations de marché, à partir du moment où ceux-ci seraient considérés comme suffisamment fiables par les autorités de tutelle.

On perçoit dès lors la complémentarité entre les approches incitatives ou qualitatives de la réglementation prudentielle et ses aspects plus quantitatifs et normatifs.

### **L'intégration du risque de marché dans les ratios de solvabilité**

L'attention portée par les autorités de surveillance à l'organisation des systèmes de contrôle interne n'est pas en effet exclusive de l'exigence d'une couverture en fonds propres, par la prise en compte de ces opérations dans les ratios prudentiels. Les caractéristiques des opérations de marché du point de vue des risques encourus supposent en effet que toutes les composantes de la surveillance et de la réglementation prudentielles soient mises en œuvre pour assurer un contrôle efficace de ces opérations.

Les différents risques de marché ne font pas jusqu'à présent l'objet, dans la plupart des réglementations nationales, d'une exigence systématique et synthétique de couverture en fonds propres. Certains aspects de ces risques, et plus spécialement le risque de change, peuvent en revanche donner lieu à des limites spécifiques, déterminées en fonction du montant des fonds propres réglementaires des établissements. Tel est en particulier le cas en France, où les positions de change, englobant l'ensemble des positions (y compris sur produits dérivés), sont assujetties d'une part à un plafond individuel devise par devise (de 15 % des fonds propres) et d'autre part à un plafond global toutes devises confondues (de 40 % des fonds propres).

Les différentes instances internationales se sont attachées dans un premier temps à intégrer les opérations de marché dans le cadre de normes générales de solvabilité, afin d'assurer une couverture en fonds propres du risque de contrepartie. Tel est notamment l'objet des deux ratios de solvabilité mis au point en 1988 et 1989 à la Banque des règlements internationaux à Bâle, au sein du Comité Cooke, et à Bruxelles, avec la directive européenne relative au ratio de solvabilité.

Ces ratios de solvabilité sont en passe d'être complétés, dans deux directions. Les dispositions relatives au risque de crédit, tout d'abord, ont été précisées sur un certain nombre de points, parmi lesquels les possibilités de compensation bilatérale des engagements de gré à gré sur instruments financiers à terme et de meilleure prise en compte des risques attachés à certains instruments dans le cadre d'une matrice étendue des coefficients de pondération. Les risques de marché vont par ailleurs être intégrés dans la norme de solvabilité, de manière à imposer une charge en fonds propres pour leur couverture, qui concernera tout particulièrement les opérations sur produits dérivés. De la sorte, cet aspect de la surveillance prudentielle fera également l'objet de normes internationales harmonisées, qui viendront prendre le relais des règles existant déjà dans certains pays pour certains aspects spécifiques des risques de marché, telles que la réglementation française en matière de positions de change.

Les travaux menés en ce sens dans les deux instances internationales ont débouché, au début de 1993, sur la mise au point d'un dispositif intégrant de manière cohérente les risques de marché dans le ratio de solvabilité originel. La directive européenne sur l'adéquation des fonds propres adoptée le 15 mars 1993 est en cours de transposition dans les pays de l'Espace économique européen. L'adoption d'une recommandation du Comité de Bâle sur les risques de marché devrait intervenir rapidement.

Ces deux textes présentent encore un certain nombre de différences techniques mais pour l'essentiel, toutefois, les méthodes de base retenues dans chacun d'eux participent de la même approche et retiennent un dispositif technique similaire. D'une manière générale, le principe d'une exigence de fonds propres au titre des risques de marché a ainsi été retenu de préférence à un système de limites d'engagements, afin de laisser aux établissements la souplesse de gestion nécessaire en ce domaine.

Au total, l'exigence globale de fonds propres porte, dans le nouveau ratio synthétique, sur trois composantes : le risque de contrepartie sur les actifs et éléments de hors bilan « bancaires » (c'est-à-dire hors portefeuille de négociation), pour 8 % des actifs pondérés, selon les règles définies par la directive de 1989 et l'accord de Bâle de juillet 1988 ; le risque de change, avec une exigence de 8 % du montant de la position nette globale ; les risques de marché sur les éléments du portefeuille de négociation (risques de taux d'intérêt et de position sur actions, auxquels s'ajoutent dans la directive *adéquation des fonds propres* le risque de règlement-livraison pour le dénouement des opérations sur titres). La base des fonds propres admis en couverture demeure celle qui est définie initialement pour les ratios de solvabilité. Une nouvelle catégorie de fonds propres dits « surcomplémentaires » a toutefois été admise pour les nouvelles exigences relatives aux risques de marché ainsi que pour celles qui concernent le risque global de change. Cette nouvelle composante consiste en ressources subordonnées de terme plus court que celles qui sont admises jusqu'à présent (durée initiale d'au moins deux ans, au lieu de cinq

pour les fonds propres complémentaires), dans la mesure où elles sont destinées à couvrir des risques de nature plus volatile que les engagements bancaires classiques. Toutefois, les ressources éligibles à cette catégorie de fonds propres doivent être assorties d'une clause de « verrouillage »<sup>1</sup>, garantissant leur disponibilité pour couvrir effectivement les pertes possibles. Leur utilisation est par ailleurs limitée à une certaine proportion de l'excédent des fonds propres de meilleure qualité (fonds propres de base ou *tier 1*) disponible après couverture du risque de contrepartie.

De même que pour le ratio de solvabilité initial, le principe de l'assujettissement sur base consolidée a été retenu pour ce nouveau ratio synthétique. Certaines limites ont toutefois été posées à la compensation des positions détenues par les différents établissements du périmètre. Celle-ci est en effet subordonnée à l'existence, dans les pays tiers d'implantation, d'exigences en capital comparables.

Le développement important des opérations de marché au cours des dernières années, ainsi que les caractéristiques de certaines d'entre elles — les instruments financiers à terme notamment — justifient que cette activité fasse l'objet d'une attention particulière de la part des autorités de surveillance bancaire. Les différents risques encourus individuellement par les établissements de crédit français à ce titre apparaissent toutefois, jusqu'à présent du moins, relativement bien maîtrisés ; aussi leur impact financier potentiel semble-t-il moins menaçant que celui qui est lié, par exemple, à la manifestation du très classique risque de contrepartie au titre des opérations de crédit sur certains secteurs en crise. L'analyse des différents aspects des risques de marché a par ailleurs fait l'objet au cours des dernières années de travaux approfondis au sein des instances internationales regroupant les contrôleurs bancaires, de sorte que ceux-ci disposent d'ores et déjà d'un dispositif de contrôle élaboré (même s'il doit être complété prochainement), qui fait appel à l'ensemble des composantes de la surveillance prudentielle.

<sup>1</sup> Le remboursement du capital et des intérêts est interdit dès lors qu'il ferait tomber le ratio spécifique « risques de marché » au-dessous du minimum réglementaire.

# LES CRÉDITS AU LOGEMENT CONSENTIS AUX MÉNAGES EN 1994

Après deux années de baisse — 1991 et 1992 — et une année 1993 marquée par une légère reprise, la distribution de crédits immobiliers non aidés aux ménages s'est inscrite en hausse sensible en 1994 par rapport à l'année précédente.

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

## 1. Évolution générale

Mesurée en terme de crédits mis en force, la production nouvelle dans le *secteur non aidé* a atteint 227,4 milliards de francs, contre 174,8 milliards en 1993, soit une *hausse* de 30 % en un an.

Cette progression apparaît toutefois irrégulière : après le début de reprise observée au second semestre 1993 (+ 8,2 % par rapport à la même période de 1992, avec une accélération sensible dès le troisième trimestre), elle atteignait 39,5 % au premier semestre 1994, par rapport au premier semestre 1993 ; au second semestre 1994, comparé au même semestre de l'année précédente, elle revenait à + 22,5 %.

Toutefois, compte tenu de la comptabilisation, en 1994, par certains établissements de crédit, de renégociations de prêts, notamment au cours des deuxième et troisième trimestres, l'augmentation enregistrée l'an dernier a été partiellement surestimée.

Les crédits mis en force au quatrième trimestre 1994 se sont d'ailleurs inscrits en retrait (- 11,6 %) par rapport au trimestre précédent, alors que depuis 1993, la production de chaque trimestre s'inscrivait régulièrement en progrès sur le trimestre précédent. Au total, sur les deux dernières années, il apparaît que la distribution de crédits immobiliers aux ménages a atteint un maximum au troisième trimestre 1994.

Grâce aux dispositions prises en faveur des *prêts aidés* à l'accession à la propriété (PAP) — importantes dotations budgétaires et maintien d'un taux attractif — la distribution de ce produit a, de son côté, doublé à un an d'intervalle (+ 107,2 %)<sup>1</sup>.

La reprise des crédits mis en force apparaît en phase avec la meilleure orientation de la conjoncture du logement observée en 1994.

Les différentes mesures de relance de l'immobilier prises dans le cadre du Plan logement adopté en mai 1993 et dans la loi de finances 1994, la prolongation de certaines d'entre elles, de nature fiscale essentiellement, jusqu'à la fin 1994, la diminution du coût du crédit immobilier dans le contexte de la diminution générale des taux jusqu'au troisième trimestre 1994 et l'ajustement à la baisse des prix des logements ont encouragé une reprise de l'immobilier d'habitation en 1994. Ainsi, les mises en chantier ont progressé de 17,7 % par rapport à 1993 et la commercialisation de logements neufs a, selon les statistiques du ministère du Logement, augmenté de 10 % .

## 2. Évolution des crédits non aidés selon leur nature, l'origine de leur déclaration et leur objet

La distribution de prêts conventionnés (PC), qui subissait une dégradation depuis 1991, s'est redressée (+ 23,2 %) en 1994. La baisse de leurs conditions débitrices a pu contribuer à rendre le produit plus attrayant ; cette baisse a été surtout sensible au premier semestre, puisque le taux de référence, qui était de 8,45 % au 1<sup>er</sup> janvier 1993, est descendu jusqu'à 6,0 % en mars 1994, pour remonter ensuite progressivement à 7,70 % au 1<sup>er</sup> octobre. Mais le principal facteur explicatif réside dans la montée en puissance de la distribution des prêts à l'accession sociale (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés. La distribution des PAS, encore faible en 1993 — 2,2 milliards de francs — a atteint 9,2 milliards de francs en 1994<sup>2</sup>. En dépit de ces progrès, la part relative des prêts conventionnés dans l'ensemble des prêts non aidés, dont le marché est en forte croissance, est restée presque stable (10,0 %, contre 10,6 % en 1993).

La distribution des prêts d'épargne-logement (PEL) a accusé un repli de 7,5 % et un recul de part de marché (25,9 % en 1994, contre 36,4 % en 1993). La baisse de la collecte sur les plans d'épargne-logement à la fin des années quatre-vingt peut expliquer l'actuelle contraction des PEL mis en force.

Les concours du secteur libre ont bénéficié de conditions tarifaires plus concurrentielles et d'efforts commerciaux accrus, de la part de nombreux établissements de crédit, en faveur des prêts immobiliers aux particuliers. L'augmentation de la distribution de ces prêts est marquée, tant pour les prêts éligibles au marché hypothécaire (+ 52,3 %) que pour les autres (+ 59,1 %) et leur part de marché s'est au total élevée à 64,1 %, contre 53,0 % un an plus tôt. Cependant, une part de cette évolution tient à la prise en compte d'opérations de renégociation qui n'ont pas toujours pu être isolées par les établissements de crédit.

L'ensemble des *réseaux* distributeurs a bénéficié, de façon assez homogène, du développement de la production de crédits non aidés au logement. La distribution des prêts aux ménages demeure majoritairement le fait des établissements généralistes (72,8 % du marché en 1994, contre 72,5 % en 1993). La contribution relative des établissements spécialisés s'est stabilisée à 11,9 %, tandis que les caisses d'épargne ont vu leur part de marché s'éroder légèrement (15,3 %, contre 15,7 % un an plus tôt).

<sup>1</sup> Source : Crédit foncier de France

<sup>2</sup> Source : Société de gestion du Fonds de garantie de l'accession sociale à la propriété (SGFGAS)

Analysée sous l'angle de leur *objet*, la répartition des prêts fait apparaître une nette progression des financements liés à l'acquisition-amélioration dans l'ancien, qui ont représenté 61,7 % des crédits nouveaux en 1994. Néanmoins, ce compartiment est celui où l'impact statistique des renégociations est le plus élevé. L'accroissement est également significatif pour les concours à la construction neuve, qui maintiennent leur part relative à près de 24 %. Enfin, les crédits destinés aux travaux d'amélioration-gros entretien ont progressé plus faiblement et leur part de marché s'est contractée, passant de 17,4 % à 14,5 %.

Différents facteurs favorables, d'ordre économique et financier, ont permis un rebond de la demande de logements en 1994. Toutefois, cette reprise reste incertaine, comme l'atteste le repli des crédits mis en force au dernier trimestre 1994 par rapport au trimestre précédent.

FINANCEMENT DU LOGEMENT CRÉDITS MIS EN FORCE ACCORDÉS AUX MÉNAGES							
	(en millions de francs)						
	1 <sup>er</sup> trimestre 1994	2 <sup>e</sup> trimestre 1994	3 <sup>e</sup> trimestre 1994	4 <sup>e</sup> trimestre 1994	Total 1994	Total 1993	Variation 1994/1993 (en pourcentage)
<b>CRÉDITS NON AIDÉS</b>							
NATURE DES CREDITS							
PC.....	5 004	6 010	6 504	5 332	22 850	18 553	23,2
PEL .....	13 593	15 231	15 231	14 745	58 800	63 558	- 7,5
Marché hypothécaire	7 595	10 444	10 849	9 311	38 199	25 082	52,3
Libre.....	21 922	29 168	30 316	26 187	107 593	67 644	59,1
<b>TOTAL.....</b>	<b>48 114</b>	<b>60 853</b>	<b>62 900</b>	<b>55 575</b>	<b>227 442</b>	<b>174 837</b>	<b>30,1</b>
RESEAUX							
Établissements spécialisés .....	6 544	7 019	7 123	6 320	27 006	20 570	31,3
Établissements non spécialisés .....	33 773	44 215	46 192	41 450	165 630	126 837	30,6
Caisse d'épargne....	7 797	9 619	9 585	7 805	34 806	27 430	26,9
<b>TOTAL.....</b>	<b>48 114</b>	<b>60 853</b>	<b>62 900</b>	<b>55 575</b>	<b>227 442</b>	<b>174 837</b>	<b>30,1</b>
MARCHES							
Neuf.....	11 989	13 622	13 815	14 545	53 971	43 175	25,0
Ancien.....	29 079	38 126	40 457	32 752	140 414	101 329	38,6
Travaux .....	7 046	9 105	8 628	8 278	33 057	30 333	9,0
<b>TOTAL.....</b>	<b>48 114</b>	<b>60 853</b>	<b>62 900</b>	<b>55 575</b>	<b>227 442</b>	<b>174 837</b>	<b>30,1</b>
<b>PAP (a) .....</b>	<b>4 978</b>	<b>5 459</b>	<b>5 273</b>	<b>5 066</b>	<b>20 776</b>	<b>10 027</b>	<b>107,2</b>
(a) Source : Crédit foncier de France							
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Conjoncture – Pôle Logement – BTP							
Mise à jour le 9 mars 1995							

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

# ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES EN 1994

L'enquête sur le comportement des entreprises en 1994 a été menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France auprès de 11 893 firmes des secteurs de l'industrie et du bâtiment-génie civil. Collectées dès le début de l'année, sans attendre l'arrêté des comptes de l'exercice, les données recueillies comportent une large part d'évaluation : elles doivent donc être interprétées avec prudence, notamment en ce qui concerne l'investissement et l'excédent brut d'exploitation. Les chefs d'entreprise interrogés ont également fait part de leurs intentions d'investissement pour 1995 et de l'influence qu'exerçaient sur leur choix les perspectives d'évolution de la demande, leur niveau d'endettement ainsi que le niveau des taux d'intérêt. Les résultats de cette enquête sont résumés dans ce document.

---

PHILIPPE DE ROUGEMONT  
*Direction de la Conjoncture  
Service des Synthèses conjoncturelles*

## Vue d'ensemble

### *Les entreprises industrielles*

(cf. tableau ci-après)

Le *chiffre d'affaires* des entreprises interrogées a progressé de 6 %. Cette croissance a bénéficié de façon indifférenciée aux entreprises de toutes tailles (+ 6 % dans les grandes entreprises, + 5 % dans les petites et les moyennes). Elle a été particulièrement marquée dans l'automobile et le matériel de transport terrestre (+ 12 %) ainsi que dans les biens intermédiaires (+ 8 %). Elle a été plus modérée dans les biens d'équipement (+ 4 %), les biens de consommation (+ 3 %) et les industries agro-alimentaires (+ 3 %).

Les *exportations* ont sensiblement progressé (+ 8 %). Leur expansion a été particulièrement sensible dans les biens intermédiaires (+ 10 %), les biens d'équipement (+ 10 %), l'automobile et les transports terrestres (+ 8 %) ainsi que les biens de consommation (+ 7 %). Les exportations de biens agro-alimentaires ont plus faiblement augmenté (+ 3 %).

Le développement des exportations a été soutenu, de manière homogène, dans toutes les tranches d'entreprises, les performances des petites et moyennes entreprises (respectivement + 8 % et + 9 %) étant équivalentes à celles des grandes (+ 8 %).

Les *effectifs* se sont réduits (- 1,2 %). La baisse a été concentrée dans les grandes entreprises (- 3,1 %) et a été nettement plus faible dans les moyennes (- 0,7 %) ; en revanche, les effectifs se sont renforcés dans les petites entreprises (+ 0,6 %). L'emploi a baissé dans toutes les branches, nettement dans les biens d'équipement (- 1,8 %) et l'automobile et les transports terrestres (- 2,2 %), mais moins sensiblement dans le secteur agro-alimentaire (- 0,3 %), les biens intermédiaires (- 1,0 %) et les biens de consommation (- 1,0 %).

L'*excédent brut d'exploitation* s'est fortement redressé (+ 19 %), notamment dans les grandes entreprises (+ 28 %). L'amélioration a été particulièrement accusée dans l'automobile et les transports terrestres (+ 67 %) et les biens intermédiaires (+ 35 %). La stabilité a été observée dans les industries agro-alimentaires.

Les *investissements* ont de nouveau enregistré une baisse en valeur en 1994 (- 4 %), mais nettement moins marquée qu'en 1993 (- 16 %).

Le recul de l'investissement a été le plus marqué dans les biens intermédiaires (- 11 %) et les industries agro-alimentaires (- 7 %), tandis qu'une augmentation était notée dans l'automobile et les transports terrestres (+ 7 %).

Contrairement aux deux années précédentes, l'investissement des grandes entreprises (- 2 %) a moins reculé que celui des PMI (respectivement - 5 % et - 8 %).

En 1995, en revanche, l'investissement devrait se redresser très fortement (+ 18 %) dans tous les secteurs, et surtout dans les biens intermédiaires (+ 25 %).

Pour 1995, la majorité des industriels (55 %) estiment que les perspectives de demande ont un effet incitatif sur leurs projets d'investissement ; quelques uns (17 %) jugent que le niveau de leur endettement constitue un frein à la dépense en équipement et une très faible proportion encore (11 % pour l'ensemble des entreprises) considère le niveau des taux comme une gêne.

***Les entreprises du bâtiment-génie civil***  
(cf. tableau ci-après)

La production s'est accrue de 2 % en 1994, après une baisse de 5 % en 1993 et de 3 % en 1992.

Les effectifs sont restés quasiment stables en 1994 (- 0,3 %, après - 4,2 % en 1993 et - 2,8 % en 1992).

L'excédent brut d'exploitation a progressé de 7 % en 1994 (- 19 % en 1993 et - 7 % en 1992).

Les dépenses d'investissement ont diminué de 4 % en 1994 (contre - 24 % en 1993 et - 15 % en 1992), particulièrement dans le second œuvre et les entreprises de taille moyenne.

Pour 1995, un recul limité de l'investissement est attendu (- 7 %), en particulier dans le gros œuvre.

## 1. Les entreprises industrielles

INDUSTRIE						
Ventilation des résultats aux niveaux 40 et 15 de la nomenclature						
Secteurs		Ventes	Exporta-tions	Effectifs	Investis-ments	Prévision d'investis-ement
T 02 Industrie de la viande et du lait .....	1	- 2	1,2	- 8	6	- 4
T 03 Autres industries agricoles et alimentaires .....	4	5	- 1,6	- 7	13	3
U 02 Industries agro-alimentaires (IAA) .....	3	3	- 0,3	- 7	11	1
T 07 Minéraux et métaux ferreux .....	11	13	- 2,6	- 2	18	181
T 08 Minéraux, métaux non ferreux .....	12	12	- 2,5	- 13	27	(a)
T 09 Matériaux de construction .....	4	11	- 1,9	- 18	29	16
T 10 Industrie du verre .....	7	5	- 1,6	2	71	25
T 11 Chimie de base .....	9	11	- 1,8	- 17	12	58
T 13 Fonderie et travail des métaux .....	7	9	0,2	- 7	25	17
T 21 Papier et carton .....	7	12	- 1,5	- 16	45	29
T 23 Caoutchouc et matières plastiques .....	7	7	- 0,7	- 9	17	14
U 04 Biens intermédiaires (BI) .....	8	10	- 1,0	- 11	26	35
T 14 Construction mécanique .....	7	15	- 1,6	- 7	30	27
T 15 Construction électrique et électronique .....	4	8	- 1,6	5	11	16
T 17 Construction navale et aéronautique .....	- 2	3	- 3,9	- 12	- 1	22
U 05 Biens d'équipement professionnels et ménagers (BEPM) .....	4	10	- 1,8	0	14	20
U 05 Automobiles et autres matériels de transport terrestre (ATT) .....	12	8	- 2,2	7	22	67
T 12 Parachimie et pharmacie .....	4	6	- 0,3	- 7	11	2
T 18 Textile et habillement .....	2	6	- 2,8	- 3	17	8
T 19 Cuir et chaussure .....	5	7	- 0,7	3	3	4
T 20 Bois et ameublement, industries diverses .....	5	11	0,3	- 2	13	5
T 22 Imprimerie, presse, édition .....	4	2	- 0,6	2	27	6
U 06 Biens de consommation (BC) .....	3	7	- 1,0	- 2	17	5
<b>INDUSTRIE</b> .....	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>- 1,2</b>	<b>- 4</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
(a) non significatif						

### 1.1. Évolution comparée du chiffre d'affaires et des exportations

SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT					ENSEMBLE DES ENTREPRISES	
	MOINS DE 100 SALARIÉS	DE 100 À 499 SALARIÉS	500 SALARIÉS ET PLUS	CHIFFRES D'AFFAIRES HORS TAXES	EXPORTATIONS		
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1994
IAA .....	- 1	2	0	3	2	3	0
BI .....	- 6	7	- 8	8	- 7	8	- 7
BEPM .....	- 2	4	- 8	5	- 9	4	- 8
ATT .....	- 6	9	- 10	10	- 8	12	- 8
BC .....	- 3	5	- 1	3	- 1	2	- 2
<b>INDUSTRIE</b> .....	<b>- 3</b>	<b>5</b>	<b>- 4</b>	<b>5</b>	<b>- 6</b>	<b>6</b>	<b>- 5</b>
SECTEURS	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1994
IAA .....	11	- 1	- 1	5	3	3	3
BI .....	13	14	- 6	10	- 5	10	- 2
BEPM .....	- 2	6	- 6	11	- 11	10	- 9
ATT .....	- 30	10	- 18	20	- 8	7	- 9

BC.....	- 9	10	- 2	7	- 5	5	- 6	7
INDUSTRIE	1	8	- 4	9	- 7	8	- 5	8

### 1.1.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

Le chiffre d'affaires global a sensiblement progressé en 1994 (+ 6 %), après le recul de 1993 (- 5 %). Cette progression a été générale et homogène par taille : + 6 % pour les grandes entreprises (plus de 500 salariés), qui bénéficient ainsi d'un net redressement, après le recul subi en 1993 (- 6 %) ; + 5 % pour les moyennes (100 à 500 salariés) ainsi que pour les petites entreprises (moins de 100 salariés), contre respectivement - 4 % et - 3 % en 1993.

Les exportations ont crû de 8 % (après - 5 % en 1993). Là encore, les bonnes performances des ventes à l'étranger ont concerné toutes les tailles d'entreprises, les exportations de celles de 500 salariés et plus, notamment, se redressant vigoureusement (+ 8 % en 1994, contre - 7 % en 1993).

### 1.1.2. Évolution par secteur d'activité

#### *Industries agro-alimentaires (IAA)*

Le chiffre d'affaires s'est redressé en 1994 (+ 3 %), après la stabilisation notée en 1993. L'expansion de l'activité s'est poursuivie dans les grandes entreprises (+ 3 %, après + 2 % en 1993). Un rebond est apparu dans les moyennes (+ 3 %, après la stabilité) et les petites industries (+ 2 %, contre - 1 %).

Les progrès à l'exportation (+ 3 %) sont légèrement en retrait par rapport à 1993 (+ 5 %), traduisant un recul dans les petites entreprises (- 1 %), après une bonne année 1993 (+ 11 %), ainsi que dans les industries de la viande et du lait (- 2 %).

#### *Biens intermédiaires (BI)*

Le chiffre d'affaires a nettement rebondi en 1994 (+ 8 %), après deux années de baisse (- 7 % en 1993 et - 3 % en 1992). Le redressement a été surtout marqué dans les produits minéraux et la chimie de base.

Les exportations ont été particulièrement dynamiques (+ 10 %, après - 2 % en 1993) à la faveur notamment du mouvement de reprise européenne. Ce sont les petites entreprises qui ont obtenu la progression la plus forte (+ 14 %, après + 13 % en 1993). La hausse des ventes à l'étranger a concerné les principaux secteurs et plus particulièrement la chimie de base, le papier-carton, les produits minéraux et les matériaux de construction.

#### *Biens d'équipement professionnels et ménagers (BEPM)*

Le chiffre d'affaires s'est redressé en 1994 (+ 4 %), après deux années de chute (- 8 % en 1993 et - 2 % en 1992). L'évolution des ventes, légèrement plus rapide pour les moyennes entreprises (+ 5 %), a été contrastée selon les secteurs : baisse dans la construction navale et aéronautique (- 2 %) et hausse dans la construction mécanique (+ 7 %), particulièrement dans les grandes entreprises (+ 12 %).

Les exportations ont été très soutenues (+ 10 %), après le recul marqué de 1993 (- 9 %). La construction mécanique a enregistré de bonnes performances (+ 15 % globalement, dont + 31 % pour les grandes entreprises), ainsi que les entreprises de taille moyenne de la construction électrique et électronique (+ 20 %).

#### *Automobiles et autres matériels de transport terrestre (ATT)*

Les ventes ont vivement progressé en 1994 (+ 12 %, contre - 8 % en 1993), dans les grandes entreprises (+ 12 %) et aussi dans les moyennes (+ 10 %) et les petites (+ 9 %). La hausse a été sensible pour les véhicules utilitaires, les véhicules de tourisme et les équipementiers.

Les exportations ont été en progrès sensible (+ 8 %, contre - 9 % en 1993), notamment dans les entreprises de taille moyenne (+ 20 %). La progression est particulièrement vive pour les véhicules utilitaires et les équipementiers. Les exportations de matériel ferroviaire roulant sont restées en retrait.

#### *Biens de consommation (BC)*

Le chiffre d'affaires a augmenté de 3 % en 1994, après une baisse en 1993 (- 2 %). Les ventes ont été plus dynamiques dans les petites entreprises (+ 5 %), notamment du cuir et du travail du bois, et ont progressé de façon homogène entre les secteurs, sauf pour l'habillement (- 4 %), pour lequel les grandes entreprises ont subi une forte contraction de leurs débouchés.

Les exportations ont augmenté de 7 % en 1994 (- 6 % en 1993). Contrairement à 1993, ce sont les petites entreprises qui enregistrent les progrès les plus élevés (+ 10 %, après - 9 %). Parmi les secteurs, les hausses les plus marquées ont été obtenues dans le bois et l'ameublement (+ 11 %) et, dans une moindre mesure, dans l'industrie du cuir et de la chaussure (+ 7 %), le textile et l'habillement (+ 6 %), ainsi que dans la parachimie et la pharmacie (+ 6 %).

### 1.2. Évolution des effectifs

(variation en pourcentage)

SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						ENSEMBLE DES ENTREPRISES	
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS			
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
IAA.....	0,5	1,3	- 2,1	0	- 2,8	- 1,9	- 1,6	- 0,3
BI.....	- 2,1	0,9	- 5,0	- 0,2	- 5,3	- 3,3	- 4,1	- 1,0
BEPM .....	- 3,1	0,3	- 6,1	- 1,2	- 10,7	- 3,5	- 7,6	- 1,8
ATT.....	- 4,6	1,5	- 7,5	0,4	- 4,2	- 2,9	- 4,6	- 2,2
BC .....	- 2,5	0,2	- 3,7	- 1,2	- 3,8	- 3,2	- 3,2	- 1,0
<b>INDUSTRIE</b>	<b>- 2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>- 4,6</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 6,3</b>	<b>- 3,1</b>	<b>- 4,5</b>	<b>- 1,2</b>

#### 1.2.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

Les effectifs employés dans l'industrie ont continué de flétrir (- 1,2 %), mais à un rythme moins rapide qu'en 1993 (- 4,5 %).

Comme l'enquête porte sur les effectifs moyens de l'année, les chiffres obtenus ne tiennent que partiellement compte du fort mouvement intra-annuel de reprise de l'emploi observé en 1994.

#### 1.2.2. Évolution par secteur d'activité

Les suppressions d'emplois ont affecté la plupart des secteurs industriels mais ont été surtout sensibles dans l'automobile et autres matériels de transport terrestre (- 2,2 %) et les biens d'équipement professionnels (- 1,8 %), une certaine stabilisation intervenant dans l'agro-alimentaire.

##### *Industries agro-alimentaires*

Comme en 1993, l'emploi a été le plus dynamique dans les petites entreprises (+ 1,3 % en 1994, après + 0,5 % en 1993) et dans l'industrie de la viande (+ 2,5 % en 1994).

#### *Biens intermédiaires*

La chute des effectifs s'est fortement ralenti en 1994 (- 1 %, après - 4,1 % en 1993 et - 2,7 % en 1992), à la faveur de la vive reprise d'activité. Les petites entreprises ont réembauché (+ 0,9 %), un fléchissement marqué étant encore enregistré dans les grandes firmes (- 3,3 %).

Les baisses les plus fortes ont concerné les produits minéraux (- 2,6 %), les métaux ferreux et non ferreux (- 2,5 %) ainsi que les matériaux de construction (- 1,9 %).

#### *Biens d'équipement professionnels et ménagers*

Le recul des effectifs, quoique de moindre ampleur qu'en 1993 et 1992 (respectivement - 7,6 % et - 4,2 %), a été sensible en 1994 (- 1,8 %), même si dans les petites entreprises a été observée une légère hausse de l'emploi (+ 0,3 %). Les baisses ont été plus accusées dans la construction navale et aéronautique (- 3,9 %) et la machine-outil (- 4,8 %).

#### *Automobiles et autres matériels de transport terrestre*

Les effectifs ont continué de se réduire en 1994 (- 2,2 %, après - 4,6 % en 1993 et - 3,1 % en 1992) en dépit du vif rebond de la production, lié à l'apparition de marges inutilisées de production en 1993. Cette baisse a d'ailleurs concerné les grandes entreprises (- 2,9 %), qui avaient réduit leurs effectifs moins fortement que les PMI du secteur en 1993. Inversement, les petites et les moyennes entreprises ont accru leurs effectifs (respectivement + 1,5 % et + 0,4 %) après la forte contraction subie en 1993 (- 4,6 % et - 7,5 %).

#### *Biens de consommation*

Le fléchissement des effectifs s'est poursuivi à un rythme ralenti (- 1,0 % en 1994 après - 3,2 % en 1993 et - 2,6 % en 1992), sauf dans les petites entreprises où un léger rebond (+ 0,2 %) a été enregistré.

La baisse est sensible dans l'habillement, tandis que les effectifs sont plutôt stabilisés dans le cuir et la chaussure, le bois et l'ameublement et ont progressé dans la pharmacie.

### **1.3. Évolution des dépenses d'investissement**

<b>INVESTISSEMENTS PHYSIQUES</b>									
SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						ENSEMBLE DES ENTREPRISES		
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS				
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994	
	(a) Prévisions	(a) Prévisions	(a) Prévisions	(a) Prévisions	(a) Prévisions	(a) Prévisions	(a) Prévisions	(a) Prévisions	
IAA .....	- 16	- 5	- 18	- 16	- 20	- 2	- 18	- 7	11
BI .....	- 9	- 11	- 16	- 7	- 20	- 14	- 16	- 11	25
BEPM.....	- 27	- 12	- 15	1	- 14	2	- 16	0	14
ATT .....	- 1	- 18	- 16	- 9	- 19	10	- 19	7	22
BC.....	- 9	5	- 16	- 9	- 12	- 2	- 12	- 2	17
INDUSTRIE .....	- 12	- 5	- 16	- 8	- 18	- 2	- 16	- 4	18

### 1.3.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

Les investissements des entreprises de l'échantillon, réalisés soit par acquisition d'immobilisations corporelles, soit dans le cadre de contrats de crédit-bail, ont accusé un recul en 1994 (− 4 %), beaucoup moins marqué que lors des trois années précédentes (− 16 % en 1993, − 9 % en 1992 comme en 1991).

Au contraire des deux années écoulées, la chute des investissements a été moins accentuée dans les grandes entreprises (− 2 %, contre − 8 % pour les moyennes et − 5 % pour les petites).

Les chiffres d'investissement sont des variations de moyennes annuelles des dépenses effectivement engagées, qui ne peuvent tenir compte qu'en partie seulement du net redressement des plans d'investissements observable à partir de la mi-1994.

Les prévisions relatives à 1995 annoncent une très vive reprise de l'investissement (+ 18 %) sous l'influence du dynamisme des grandes entreprises, comme en 1993.

### 1.3.2. Évolution par secteur d'activité

#### *Industries agro-alimentaires*

Les investissements ont de nouveau sensiblement fléchi (− 7 %, après − 18 % en 1993 et − 10 % en 1992), surtout dans les entreprises de taille moyenne (− 16 %) et, à la différence de 1993, dans l'ensemble des secteurs.

Une vive reprise de l'investissement est attendue (+ 11 %), tirée surtout par les grandes entreprises.

#### *Biens intermédiaires*

Les investissements ont encore fortement reculé en 1994 (− 11 %, après − 16 % en 1993 et − 8 % en 1992), notamment dans les grandes entreprises (− 14 %). La chimie de base, le papier-carton et les matériaux de construction ont subi les reculs les plus marqués, tandis que le verre a stabilisé ses investissements.

Un tel recul correspond dans l'ensemble aux prévisions faites il y a un an, tandis que la soudaine amélioration de la conjoncture et des prix de mi-1994 n'a pas eu le temps d'avoir un impact marqué sur les dépenses d'investissement engagées en 1994.

En revanche, pour 1995, les industriels de la branche envisagent une hausse importante des investissements (+ 25 %), notamment dans le verre et le papier-carton (+ 71 % et + 44 % respectivement).

#### *Biens d'équipement professionnels et ménagers*

Les investissements ont été stables en 1994, après plusieurs années de baisse (− 16 % en 1993 et − 13 % en 1992), malgré un recul sensible dans les petites entreprises. Les investissements ont augmenté dans la construction électrique et électronique mais baissé dans la construction navale et aéronautique et aussi, dans une moindre mesure, dans la mécanique.

Les prévisions d'investissement pour 1995 sont en hausse (14 %), sous l'effet, notamment, d'une forte reprise dans la mécanique (+ 30 %) et malgré une prudence affichée dans la construction électrique et électronique (+ 11 %).

*Automobiles et autres matériels de transport terrestre*

Les investissements ont augmenté de 7 % en 1994 (– 19 % en 1993 et – 2 % en 1992), largement sous l'influence des grandes entreprises.

La reprise de l'investissement devrait s'amplifier en 1995 (+ 22 %).

*Biens de consommation*

L'investissement a tendu à se stabiliser en 1994 (– 2 %, après – 12 % en 1993 et – 11 % en 1992), les petites entreprises étant relativement dynamiques (+ 5 %). Les investissements ont baissé dans l'habillement et la parachimie et, dans une moindre mesure, dans l'ameublement et l'imprimerie.

Pour 1995, les industriels envisagent une nette hausse des investissements (+ 17 %), notamment dans le textile ainsi que dans l'imprimerie-presse édition.

**1.4. Facteurs influençant les projets d'investissement en 1995**

Comme les années précédentes, il a été demandé aux entreprises participant à l'enquête d'indiquer si leurs projets d'investissement pour 1995 étaient ou non influencés par certains facteurs (niveau des taux d'intérêt ou de l'endettement, perspectives de demande), en précisant si l'incidence de chacun d'eux était favorable, neutre ou défavorable.

**1.4.1. Les perspectives d'évolution de la demande**

**sont devenues un facteur favorable de la décision d'investir**

55 % des entreprises estiment que les perspectives de demandes ont une incidence favorable sur leurs projets d'investissement, contre 12 % seulement qui leur accordent un rôle défavorable et 33 % qui se déclarent sans opinion.

Le degré d'influence positive ne varie guère avec la taille. Il est le plus important dans les biens intermédiaires (66 %) et les biens d'équipement (56 %), à l'exception de la construction aéronautique qui se caractérise par des perspectives moins favorables, et moins élevé dans les biens de consommation.

**1.4.2. En 1995, près de 85 % des entreprises interrogées**

**affirment ne pas subir de contrainte liée à leur niveau d'endettement  
dans leur décision d'investir**

Confirmant une tendance observable depuis quelques années, les industriels se déclarent de moins en moins contraints par leur niveau d'endettement (17 % en 1995, contre 25 % un an auparavant). Ce ratio est relativement constant avec la taille des entreprises.

**1.4.3. Pour près de 90 % des entreprises industrielles interrogées,**

**le taux d'intérêt n'est pas perçu comme un obstacle à l'investissement**

Le taux d'intérêt est considéré par près de 60 % des petites entreprises et 80 % des grandes comme neutre pour leurs décisions d'investissement.

**INFLUENCE DES FACTEURS SUR LES PROJETS D'INVESTISSEMENT  
EN 1995 DANS L'INDUSTRIE**  
**Ventilation par taille d'entreprise**

(en pourcentage)

	Perspectives d'évolution de la demande			Niveau d'endettement			Niveau des taux d'intérêt		
	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable
	Moins de 100 salariés .....	55	32	13	32	49	19	24	17
De 100 à 499 salariés .....	58	31	11	26	57	17	22	66	12
500 salariés et plus.....	54	35	11	19	66	15	10	83	7
Ensemble des entreprises .....	<b>55</b>	<b>33</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>71</b>	<b>11</b>

**INFLUENCE DES FACTEURS SUR LES PROJETS D'INVESTISSEMENT  
EN 1995 DANS L'INDUSTRIE**  
**Ventilation par secteur**

(en pourcentage)

	Perspectives d'évolution de la demande			Niveau d'endettement			Niveau des taux d'intérêt		
	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable
	IAA .....	50	38	12	25	58	17	21	11
BI .....	66	26	8	27	54	19	21	66	13
BEPM.....	56	31	13	26	63	11	14	76	10
ATT .....	49	50	1	14	57	29	5	89	6
BC.....	47	36	17	27	57	16	21	65	14
Ensemble des industries.....	<b>55</b>	<b>33</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>71</b>	<b>11</b>

**1.5. Évolution de l'excédent brut d'exploitation (EBE)**

(variation en pourcentage)

SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						ENSEMBLE DES ENTREPRISES	
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS			
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994
IAA .....	4	- 1	- 5	4	- 2	0	- 2	1
BI .....	- 16	17	- 19	20	- 28	61	- 21	35
BEPM.....	- 9	19	- 19	15	- 36	21	- 27	20
ATT .....	13	26	- 16	17	- 36	76	- 33	67
BC.....	- 9	8	- 5	- 1	- 5	5	- 7	5
INDUSTRIE.....	<b>- 10</b>	<b>11</b>	<b>- 12</b>	<b>9</b>	<b>- 23</b>	<b>28</b>	<b>- 17</b>	<b>19</b>

**1.5.1. Évolution globale et par taille d'entreprise**

En 1994, à la faveur de la reprise économique, l'excédent brut d'exploitation s'est vivement redressé dans l'industrie (+ 19 %), après une chute de 17 % en 1993 et de 8 % en 1992. Cette amélioration a profité aux entreprises de toutes tailles, à des degrés divers : + 28 % dans les grandes entreprises, contre

+ 11 % pour les petites et + 9 % pour les moyennes qui, il est vrai, avaient été moins touchées en 1993 (– 23 % pour les grandes, contre – 12 % pour les moyennes et – 10 % pour les petites).

### 1.5.2. Évolution par secteur d'activité

#### *Industries agro-alimentaires*

L'EBC a augmenté de 1 %, après avoir reculé en 1993 (– 2 %). Une baisse a été observée dans les petites entreprises (– 1 %) ; la stabilité prévaut dans les grandes, tandis que les moyennes obtiennent un redressement de 4 %.

Les résultats se sont détériorés dans les industries de la viande et du lait et plus encore dans les fabrications de conserves.

#### *Biens intermédiaires*

L'EBC s'est vivement redressé en 1994 (+ 35 %), après une forte chute en 1993 (– 21 %). La reprise a été d'autant plus ample que la taille de l'entreprise est élevée (grandes entreprises : + 61 % ; petites : + 17 %), corrigeant les évolutions observées les deux années précédentes (grandes entreprises : – 28 % en 1993 et – 16 % en 1992).

Les hausses ont bénéficié à la plupart des branches et ont été particulièrement marquées dans les métaux ferreux et la chimie de base.

#### *Biens d'équipement professionnels et ménagers*

La hausse de l'EBC en 1994 (+ 20 %, après – 27 % en 1993 et – 9 % en 1992) a concerné les entreprises de toutes tailles d'effectifs et la quasi-totalité des branches.

#### *Automobiles et autres matériels de transport terrestre*

L'EBC a nettement repris en 1994 (+ 67 %), après deux années de fortes baisses (1993 : – 33 % ; 1992 : – 11 %). Le redressement a été particulièrement marqué dans les grandes entreprises (+ 76 %), qui avaient subi les plus fortes diminutions au cours des années précédentes.

Le mouvement a été particulièrement net pour les voitures particulières et les véhicules utilitaires.

#### *Biens de consommation*

L'EBC a progressé (+ 5 %), après des baisses en 1993 (– 7 %) et 1992 (– 3 %). Le redressement a atteint 8 % dans les petites entreprises et 5 % dans les grandes, une diminution étant observée dans les moyennes (– 1 %).

La plupart des secteurs ont enregistré une amélioration.

## 2. Les entreprises du bâtiment et génie civil (BGC)

BÂTIMENT ET GÉNIE CIVIL									
	Production		Effectifs		Investissements			Excédent brut d'exploitation	
	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1995 (a)	1993	1994
	- 5	4	- 4,0	- 0,1	- 24	2	- 3	- 8	17
Génie civil .....	- 7	2	- 5,8	- 0,9	- 24	- 1	- 16	- 28	14
Second œuvre du bâtiment.....	- 4	1	- 3,3	- 0,1	- 24	- 15	- 3	- 23	1
<b>Bâtiment-génie civil.....</b>	<b>- 5</b>	<b>2</b>	<b>- 4,2</b>	<b>- 0,3</b>	<b>- 24</b>	<b>- 4</b>	<b>- 7</b>	<b>- 19</b>	<b>8</b>
Entreprises employant									
- moins de 100 salariés.....	- 5	2	- 3,2	0,3	- 25	- 4	- 10	- 24	0
- de 100 à 499 salariés .....	- 4	1	- 6,4	- 1,7	- 25	- 13	- 5	- 11	5
- 500 salariés et plus.....	- 8	2	- 6,6	- 1,7	- 17	0	1	- 9	56
(a) Prévisions									

La production a augmenté de 2 % en 1994, après deux années de recul (1993 : - 5 % ; 1992 : - 3 %). Ce mouvement a affecté tous les grands secteurs, notamment le génie civil et le gros œuvre. La production a augmenté un peu plus vivement dans les petites et les grandes entreprises que dans les moyennes.

Les effectifs ont été stables en 1994 (- 0,3 %), après deux années de baisse consécutives (1993 : - 4,2 % ; 1992 : - 2,8 %). Cette stabilité a surtout concerné le génie civil et le second œuvre du bâtiment. Les petites entreprises ont, quant à elles, été créatrices nettes d'emplois (+ 0,3 %).

Les dépenses d'investissement en immobilisations corporelles ou faisant l'objet de crédit-bail ont de nouveau baissé en 1994, mais à un rythme plus modéré (- 4 %, après - 24 % en 1993 et - 15 % en 1992).

Cette baisse a plus particulièrement touché le second œuvre (- 15 %, après - 24 % en 1993) et les entreprises de taille moyenne (- 13 %, après - 25 %).

Pour 1995, un nouveau recul est attendu pour l'ensemble du bâtiment-génie civil (- 7 %), touchant tous les secteurs et plus particulièrement le gros œuvre et les petites entreprises, celles de 500 salariés et plus envisageant une légère augmentation de leurs investissements (+ 1 %).

Seulement 26 % des entreprises estiment que l'insuffisance de la demande a un effet défavorable sur leurs plans d'investissement, tandis que 35 % d'entre elles considèrent qu'elle a un effet favorable (40 % et 22 % respectivement il y a un an). Ce changement de perception a été particulièrement marqué dans les grandes entreprises et le génie civil.

Près de 85 % des entreprises du bâtiment considèrent que leur endettement n'est pas une contrainte majeure pour leurs plans d'investissement.

Enfin, peu d'entreprises pensent que les taux d'intérêt exercent actuellement un effet défavorable sur leurs décisions d'investissement (14 % au total, 18 % des petites entreprises, 3 % des grandes). Néanmoins, elles sont nettement moins nombreuses qu'il y a un an à estimer que les taux exercent un effet favorable (22 %, contre 40 %).

L'excédent brut d'exploitation s'est redressé de 8 % en 1994, après deux années de baisse (1993 : – 19 % ; 1992 : – 7 %). Cette amélioration a particulièrement concerné les grandes entreprises.

**INFLUENCE DES FACTEURS SUR LES PROJETS D'INVESTISSEMENT  
EN 1995 DANS LE BÂTIMENT ET GÉNIE CIVIL**

**Ventilation par taille et secteur**

(en pourcentage)

	Perspectives d'évolution de la demande			Niveau d'endettement			Niveau des taux d'intérêt		
	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable
Moins de 100 salariés .....	35	42	23	29	55	16	24	58	18
De 100 à 499 salariés .....	34	34	32	28	59	13	24	64	12
500 salariés et plus .....	37	31	32	18	67	15	12	85	3
<b>Ensemble .....</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>58</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>64</b>	<b>14</b>
Génie civil .....	40	33	27	29	55	16	19	70	11
Gros œuvre du bâtiment .....	32	38	30	24	63	13	22	63	15
Second œuvre du bâtiment .....	33	44	23	27	57	16	24	61	15

## Présentation méthodologique de l'enquête

La Banque de France procède en début d'année à une enquête sur le comportement des entreprises. Celle-ci a été menée pour 1994 auprès de 8 885 entreprises industrielles de toutes tailles et appartenant aux cinq grands secteurs (IAA, BI, BEPM, ATT, BC), soit 795 grandes entreprises privées ou publiques du secteur concurrentiel, 2 564 entreprises de taille moyenne et 5 526 de moins de 100 salariés, avec un taux de représentativité, en termes d'effectifs, de 85 % pour les premières, 55 % pour les deuxièmes et 19 % pour les troisièmes. Elle a également porté sur un échantillon de 3 008 entreprises du bâtiment-génie civil.

COMPOSITION DE L'ÉCHANTILLON									
SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT MOINS DE 100 SALARIÉS			ENTREPRISES EMPLOYANT DE 100 À 499 SALARIÉS			ENTREPRISES EMPLOYANT 500 SALARIÉS ET PLUS		
	Nombre d'entreprises	Effectifs 1994	Taux de couverture	Nombre d'entreprises	Effectifs 1994	Taux de couverture	Nombre d'entreprises	Effectifs 1994	Taux de couverture
IAA .....	707	31 094	26	330	69 480	54	114	141 892	98
BI .....	1 834	87 145	21	806	173 216	59	216	347 269	83
BEPM.....	1 044	50 521	16	549	118 621	53	220	418 676	81
ATT .....	223	8 032	30	116	28 532	67	68	265 881	93
BC.....	1 718	80 221	16	763	154 701	52	177	188 991	79
<b>INDUSTRIE.....</b>	<b>5 526</b>	<b>257 013</b>	<b>19</b>	<b>2 564</b>	<b>544 550</b>	<b>55</b>	<b>795</b>	<b>1 362 709</b>	<b>85</b>
BGC .....	2 556	95 694	11	361	67 887	42	91	166 857	78

Le taux de couverture — calculé en rapprochant les effectifs de l'échantillon en 1994 des statistiques établies par l'INSEE, sur l'ensemble des entreprises, pour 1992 — est légèrement sous-estimé du fait des évolutions observées des effectifs salariés en 1993 : - 4,5 % dans l'industrie et - 4,2 % dans le bâtiment-génie civil.

Les entreprises ont été interrogées sur les éléments suivants :

- effectifs moyens en 1993 et 1994,
- ventes totales hors taxes en 1993 et 1994 (production pour le bâtiment-génie civil),
- ventes à l'exportation en 1993 et 1994,
- investissements (valeur brute des biens acquis et des biens financés par crédit-bail) en 1993 et 1994, prévisions pour 1995,
- investissements immatériels (investissements incorporels, charges relatives à la recherche, à la formation, aux logiciels et à la mercatique) en 1993 et 1994, prévisions pour 1995,
- excédent brut d'exploitation en 1993 et 1994 (résultat d'exploitation, dotations aux comptes d'amortissements et aux comptes de provisions d'exploitation).

Les entreprises ont, en outre, indiqué si l'influence de chacun des trois facteurs suivants — perspectives d'évolution de la demande, niveau d'endettement, niveau des taux d'intérêt — sur les projets d'investissement a été favorable, nulle ou défavorable. Les réponses sont pondérées par les effectifs.

L'échantillon a été stratifié en fonction de la taille des entreprises (moins de 100 salariés, de 100 à 499, 500 et plus) et de leur appartenance à un grand secteur. Les résultats d'ensemble ont été calculés par la méthode du quotient, de façon à tenir compte de l'importance relative de chaque strate pour la variable considérée ; ils constituent donc des estimateurs macro-économiques de l'ensemble des entreprises. Enfin, des dispositions ont été prises en vue de conserver, d'une année à l'autre, un échantillon d'entreprises aux caractéristiques homogènes.

# LES TRANSACTIONS SUR VALEURS MOBILIÈRES AU PREMIER SEMESTRE 1994 SELON L'ENQUÊTE DE LA BANQUE DE FRANCE SUR LES FLUX

La Banque de France a décidé de compléter les enquêtes qu'elle effectue depuis longtemps sur les encours de valeurs mobilières par une enquête portant sur les flux affectant ce type de placement. Les données en encours déjà disponibles, en effet, permettent d'obtenir des photographies, à des dates données, des portefeuilles de titres et de leur structure, mais ne rendent pas bien compte des mouvements qui interviennent entre deux dates d'enquête et, par conséquent, des comportements des détenteurs.

La nouvelle approche vise à combler cette lacune. Elle apporte, notamment, trois éclairages complémentaires importants.

- Elle permet en premier lieu de distinguer dans les variations des patrimoines les apports ou les retraits de fonds effectifs (les flux nets) des mouvements de valorisation dus aux modifications de valeur boursière (ou de valeur liquidative, pour les titres d'OPCVM) des titres détenus.
- Elle fournit en deuxième lieu une décomposition des flux nets entre opérations d'acquisition (souscriptions, achats sur le marché secondaire) et de cession (ventes sur le marché secondaire, rachats par l'émetteur, amortissements) et, par là même, une évaluation des transactions brutes réalisées dans la période.

– Enfin, le rapprochement des données d'encours et des données de transactions permet d'apprécier la durée approximative de détention des différents types de valeurs selon les secteurs et les réseaux gestionnaires.

La présente étude, qui est la seconde à être publiée sur cette nouvelle enquête<sup>1</sup>, porte sur les transactions du premier semestre 1994 et comporte quelques éléments de comparaison avec la première enquête de ce type réalisée sur l'ensemble de l'année 1993.

Elle repose actuellement sur des informations fournies par une douzaine de banques. Cet échantillon relativement restreint est appelé à se développer dans les mois à venir.

Comme les autres enquêtes, elle porte sur les opérations de la clientèle des banques à l'exclusion de celles que les établissements font pour leur propre compte.

Au premier semestre 1994, 75 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des titres d'OPCVM français, contre 18 % sur des obligations françaises et 7 % sur des actions françaises cotées.

Les investisseurs institutionnels et les non-résidents sont à l'origine de la majeure partie des transactions sur actions et obligations.

Toutefois, les ménages ont eu l'initiative de plus du quart des flux relatifs aux actions. Ils ont par ailleurs participé à hauteur d'un tiers aux mouvements des titres d'OPCVM autres que monétaires, mais de 7 % seulement à ceux qui ont concerné les OPCVM monétaires.

Le repli rapide des cours observé au premier semestre 1994 sur le marché des actions a pénalisé essentiellement les investisseurs institutionnels. La mauvaise orientation du marché obligataire s'est quant à elle traduite par une baisse de la valeur des portefeuilles de tous les groupes de porteurs à l'exception des sociétés. Les pertes des ménages ont été d'un niveau plus faible que celles des autres secteurs.

Les OPCVM monétaires ont été les seuls à offrir des performances honorables au premier semestre 1994.

<sup>1</sup> Une première enquête portant sur l'année entière 1993 a été publiée dans le Bulletin de la Banque de France (n° 12) de décembre 1994.

En moyenne, les ménages gardent leurs actions et leurs obligations plusieurs années. Leur comportement est différent pour les titres d'OPCVM, conservés un peu plus de 1 an en ce qui concerne les monétaires et un peu plus de 2 ans pour les autres titres d'OPCVM. Les sociétés utilisent les obligations, et plus encore les titres d'OPCVM, comme des instruments de placement à très court terme, les gardant en moyenne un peu plus de 6 mois pour les premiers et de 1 à 6 mois pour les seconds.

Après un examen des évolutions globales, trois approches, par produits (actions, obligations, titres d'OPCVM), par secteurs détenteurs (ménages, sociétés, non-résidents, « divers ») et par réseaux (banques d'affaires, banques de dépôts) seront successivement développées.

---

MONIQUE CHOCRON  
NADINE FRANC

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

## 1. Approche globale

### 1.1. Les portefeuilles de valeurs mobilières

Les encours de valeurs mobilières recensés dans l'enquête-transactions représentaient 2 685,1 milliards de francs à fin 1993 et 2 565,2 milliards de francs à fin juin 1994, soit respectivement 28 % et 29 % de la capitalisation boursière aux mêmes dates. La diminution de l'encours observée au premier semestre 1994 (- 119,8 milliards de francs) recouvre une dépréciation des portefeuilles à hauteur de 189,9 milliards de francs (- 7,2 % de l'encours moyen de la période) et des apports d'épargne nouvelle (flux nets effectifs) à raison de 70,1 milliards (soit 2,7 % de l'encours moyen). Les transactions brutes se sont élevées, au cours de cette même période, à 3 125 milliards de francs (cf. 1.3.).

### ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES ENCOURS – FLUX – VALORISATION

(en millions de francs)

	Encours			Variation d'encours au premier semestre 1994			
	Décembre 1993	Juin 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)	
	(en montant)	(en pourcentage) (b)		(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en montant)	(en pourcentage) (b)
<b>VALEURS</b> .....	<b>2 685 054</b>	<b>2 565 224</b>	<b>- 4,6</b>	<b>70 065</b>	<b>2,7</b>	<b>- 189 895</b>	<b>- 7,2</b>
Actions.....	776 061	730 498	- 6,0	32 628	4,3	- 78 191	- 10,4
Obligations.....	1 039 369	959 427	- 8,0	42 732	4,3	- 122 674	- 12,3
Titres d'OPCVM monétaires.....	410 038	415 807	1,4	- 20 288	- 4,9	26 057	6,3
Autres titres d'OPCVM	459 586	459 492	0,0	14 993	3,3	- 15 087	- 3,3
<b>SECTEURS</b> <b>DÉTENTEURS</b> .....	<b>2 685 054</b>	<b>2 565 224</b>	<b>- 4,6</b>	<b>70 065</b>	<b>2,7</b>	<b>- 189 895</b>	<b>- 7,2</b>
Ménages.....	792 132	745 520	- 6,1	- 13 060	- 1,7	- 33 552	- 4,4
Sociétés.....	363 758	378 095	3,9	16 453	4,4	- 2 116	- 0,6
Non-résidents.....	542 231	482 609	- 11,6	10 295	2,0	- 69 917	- 13,6
Divers .....	986 933	959 000	- 2,9	56377	5,8	- 84 310	- 8,7
<b>RÉSEAUX</b> <b>DÉPOSITAIRES</b> .....	<b>2 685 054</b>	<b>2 565 224</b>	<b>- 4,6</b>	<b>70 065</b>	<b>2,7</b>	<b>- 189 895</b>	<b>- 7,2</b>
Banques d'affaires.....	1 005 025	918 345	- 9,0	11 212	1,2	- 97 892	- 10,2
Banques de dépôts .....	1 680 029	1 646 879	- 2,0	58 853	3,5	- 92 003	- 5,5

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 mars 1995

## 1.2. *Les secteurs*

### 1.2.1. *Les ménages*

Sur l'ensemble des valeurs mobilières qu'ils détenaient au premier semestre 1994, les *ménages* ont réalisé une moins-value relativement plus faible que la moyenne de celle des autres secteurs (– 4,4 % de l'encours moyen de la période, contre – 7,2 %). Les flux nets négatifs ont représenté, par ailleurs, 1,7 % de ce même encours. En 1993, selon la précédente enquête, les gains des ménages avaient été d'un niveau plus faible que celui des autres secteurs.

### 1.2.2. *Les sociétés*

Le portefeuille global des *sociétés* a été le seul à progresser au premier semestre 1994 parmi les portefeuilles recensés (+ 3,9 %). Cette augmentation est due aux apports nets (4,4 %), les moins-values n'ayant que légèrement affecté la valeur des encours (– 0,6 %).

### 1.2.3. *Les non-résidents*

Parmi les secteurs étudiés dans cette note, les non-résidents ont enregistré la plus forte dépréciation sur l'ensemble de leur portefeuille (– 13,6 %) alors que le volume de leurs acquisitions nettes représentait 2 % de l'encours moyen ; en 1993, à l'inverse, le portefeuille de ce secteur avait enregistré la plus importante valorisation.

### 1.2.4. *Les « divers »*<sup>1</sup>

L'évolution du portefeuille global des « divers » au cours de la période considérée (– 2,9 %) résulte pour 5,8 % des acquisitions nettes réalisées et pour – 8,7 % de la variation à la baisse des cours boursiers.

<sup>1</sup> Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite et OPCVM. Ces deux derniers secteurs représentent les secteurs dominants.

1.3. *Les transactions*

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES TRANSACTIONS (a)					
	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions au premier semestre 1994	
	(en montant)			(en montant)	(en pourcentage) (b)
	1 597 492	1 510 020	17 407	3 124 919	119,0
VALEURS .....	127 394	94 766	–	222 160	29,5
Actions.....	335 107	274 968	17 407	627 482	62,8
Obligations.....	951 508	971 796	–	1 923 304	465,8
Titres d'OPCVM monétaires.....	183 483	168 490	–	351 973	76,6
Autres titres d'OPCVM.....					
SECTEURS DÉTENTEURS .....	1 597 492	1 510 020	17 407	3 124 919	119,0
Ménages.....	160 007	168 618	4 449	333 074	43,3
Sociétés.....	590 746	573 131	1 162	1 165 039	314,1
Non-résidents.....	145 366	130 804	4 267	280 437	54,7
Divers .....	701 373	637 467	7 529	1 346 369	138,4
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES.....	1 597 492	1 510 020	17 407	3 124 919	119,0
Banques d'affaires.....	297 296	281 039	5 045	583 380	60,7
Banques de dépôts .....	1 300 196	1 228 981	12 362	2 541 539	152,8

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements (pour les obligations)  
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

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

Mise à jour le 31 mars 1995

Du tableau précédent, il ressort notamment que :

- les entrées ont été supérieures aux ventes pour toutes les catégories de valeurs à l'exception des titres d'OPCVM monétaires. De ce fait, les ménages, premiers détenteurs de ces titres qui occupent une place prépondérante dans leurs portefeuilles, apparaissent vendeurs nets ;
- les plus gros volumes d'opérations ont concerné, par ordre décroissant : les « divers », les sociétés, les ménages et les non-résidents ;
- les banques de dépôts, pourtant moins bien représentées dans cette enquête que les banques d'affaires, ont réalisé plus de 80 % des transactions.

On observe également que les titres d'OPCVM monétaires ont un taux de rotation quatre fois plus élevé que celui de la moyenne des valeurs et que le portefeuille des sociétés se renouvelle beaucoup plus rapidement que celui des autres secteurs.

### 1.4. Durée moyenne de détention apparente

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR LA PÉRIODE			
VALEURS	Premier semestre 1994		Année 1993
Actions .....	3 ans	5 mois	5 ans –
Obligations .....	1 an	7 mois	1 an 3 mois
Titres d'OPCVM monétaires .....	2 mois	17 jours	3 mois 16 jours
Autres titres d'OPCVM .....	1 an	4 mois	1 an –
SECTEURS DÉTENTEURS			
Ménages .....	2 ans	4 mois	2 ans 3 mois
Sociétés .....	3 mois	27 jours	4 mois 22 jours
Non-résidents .....	1 an	10 mois	1 an 5 mois
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES			
Banques d'affaires .....	1 an	8 mois	1 an 1 mois
Banques de dépôts .....	7 mois	27 jours	9 mois 26 jours
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 31 mars 1995	

Les durées de détention moyennes apparentes sont l'inverse du rapport des transactions sur l'encours. Cet indicateur est très sensible à une variation légère des transactions et il est significatif surtout sur des longues périodes. Les résultats obtenus s'avèrent très différents selon les valeurs, allant de 3 ans et 5 mois pour les actions à 2 mois et demi pour les titres d'OPCVM monétaires.

Au niveau sectoriel, on observe que les portefeuilles, globalement, sont conservés relativement peu de temps. La durée de détention moyenne des *ménages* apparaît la plus élevée (2 ans et 4 mois). À l'inverse, les *sociétés* sont, parmi les détenteurs analysés, ceux qui conservent le moins longtemps leurs titres (environ 4 mois).

## 2. Approche par produits

### 2.1. Les actions

#### 2.1.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes collectés dans cette enquête représentent environ 26 % du total des transactions sur les actions françaises cotées au premier semestre 1994.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent à fin juin 27 % de la capitalisation boursière des actions françaises cotées et 46 % des encours analysés dans l'enquête trimestrielle portant sur les portefeuilles « des principaux établissements dépositaires de titres » (enquête en stocks), à la même échéance. Toutefois, les banques d'affaires sont mieux représentées dans l'enquête en flux, cette

dernière couvrant 47 % des encours de l'enquête en stocks pour les banques d'affaires<sup>1</sup> et 38 % seulement pour les autres établissements<sup>2</sup> (cf. annexe).

## 2.1.2. Résultats globaux

<b>ACTIONS</b>							
<b>ENCOURS – FLUX – VALORISATION</b>							
	Encours			Variation d'encours au premier semestre 1994			
	Décembre 1993	Juin 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)	
	(en montant)		(en pourcentage) (b)	(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en montant)	(en pourcentage) (b)
<b>ACTIONS</b> .....	<b>776 061</b>	<b>730 498</b>	<b>- 6,0</b>	<b>32 628</b>	<b>4,3</b>	<b>- 78 191</b>	<b>- 10,4</b>
Françaises cotées .....	684 152	639 302	- 6,8	29 261	4,4	- 74 111	- 11,2
Étrangères.....	91 909	91 196	- 0,8	3 367	3,7	- 4 080	- 4,5
<b>SECTEURS</b> <b>DÉTENTEURS</b> .....	<b>776 061</b>	<b>730 498</b>	<b>- 6,0</b>	<b>32 628</b>	<b>4,3</b>	<b>- 78 191</b>	<b>- 10,4</b>
Ménages.....	179 380	170 745	- 4,9	9 200	5,3	- 17 835	- 10,2
Sociétés.....	145 332	145 045	- 0,2	6 093	4,2	- 6 380	- 4,4
Non-résidents.....	310 183	286 591	- 7,9	5 599	1,9	- 29 191	- 9,8
Divers .....	141 166	128 117	- 9,7	11 736	8,7	- 24 785	- 18,4

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.  
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période  
Réalisation : Banque de France  
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 31 mars 1995

Au premier semestre 1994, la diminution des portefeuilles d'actions cotées dans l'enquête est nettement moins importante que celle de la capitalisation boursière (- 6,8 %, contre - 12,5 %). La perte de valeur des portefeuilles, qui a succédé aux très bons résultats de 1993, n'est due qu'au repli des cours des différentes valeurs. L'indice INSEE a diminué de 16,4 % au cours des six premiers mois de 1994, soit 5 points de plus que ne l'indiquent les résultats de cette étude, en relation avec le ralentissement de la baisse des taux courts et la brusque remontée des taux longs auxquels se sont ajoutés les médiocres résultats affichés par les sociétés. Les flux nets, positifs pour tous les secteurs, ont représenté 4,3 % de l'encours moyen de la période. En observant ce dernier chiffre, il faut prendre en compte le fait que deux offres publiques de vente ont été lancées en janvier et mai 1994 par la société Elf Aquitaine et l'UAP.

Les résultats apparaissent toutefois assez différents d'un secteur à l'autre. Ainsi les sociétés ont réalisé des moins-values d'un niveau nettement inférieur à celui de la moyenne des autres secteurs (- 4,4 %, contre - 10,4 %, l'inverse étant observé pour les « divers » : - 18,4 %).

<sup>1</sup> Comportant, outre les banques d'affaires, sept sociétés de bourse dans l'enquête trimestrielle en stocks

<sup>2</sup> Comportant, outre les banques de dépôts, La Poste, les caisses d'épargne et la Caisse des dépôts et consignations, dans l'enquête trimestrielle en stocks

### 2.1.3. Les transactions

<b>ACTIONS</b> <b>TRANSACTIONS (a)</b>				
	Entrées	Ventes	Transactions au premier semestre 1994	
	(en montant)		(en montant)	(en pourcentage) (b)
	<b>127 394</b>	<b>94 766</b>	<b>222 160</b>	<b>29,5</b>
ACTIONS.....	111 369	82 108	193 477	29,2
Françaises cotées.....	16 025	12 658	28 683	31,3
Étrangères.....				
SECTEURS DÉTENTEURS .....	<b>127 394</b>	<b>94 766</b>	<b>222 160</b>	<b>29,5</b>
Ménages .....	34 292	25 092	59 384	33,9
Sociétés.....	13 842	7 749	21 591	14,9
Non-résidents.....	37 252	31 653	68 905	23,1
Divers .....	42 008	30 272	72 280	53,7

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes  
 (b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

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

Mise à jour le 31 mars 1995

<b>ACTIONS</b> <b>STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS</b>		
	(en pourcentage)	
	Premier semestre 1994	Année 1993
ACTIONS.....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Françaises cotées.....	87,1	83,0
Étrangères.....	12,9	17,0
SECTEURS DÉTENTEURS .....	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Ménages .....	26,7	29,6
Sociétés.....	9,7	9,1
Non-résidents.....	31,0	22,5
Divers .....	32,6	38,8

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes  
 Réalisation : Banque de France  
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 31 mars 1995

On observe dans les tableaux ci-dessus que les *ménages* et les *sociétés* ont été à l'origine de la part la plus importante des transactions sur les actions françaises cotées et les actions étrangères (36,4 %, contre 31,0 % pour les non-résidents et 32,6 % pour les « divers »). Le taux de rotation du portefeuille des *ménages* apparaît cependant deux fois plus élevé que celui des *sociétés* (33,9 %, contre 14,9 %).

Par ailleurs, on note que les non-résidents ont sensiblement développé leurs transactions par rapport à 1993 (31,0 %, contre 22,5 %), à l'inverse des « divers » (32,6 %, contre 38,8 %).

#### 2.1.4. Durée moyenne de détention apparente

ACTIONS DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR LA PÉRIODE				
	Premier semestre 1994		Année 1993	
	3 ans	5 mois	5 ans	–
<b>ACTIONS</b> .....				
Françaises cotées .....	3 ans	5 mois	5 ans	3 mois
Étrangères .....	3 ans	2 mois	3 ans	11 mois
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>				
MÉNAGES .....	3 ans	–	4 ans	2 mois
Françaises cotées .....	2 ans	10 mois	4 ans	4 mois
Étrangères .....	3 ans	8 mois	3 ans	7 mois
SOCIÉTÉS .....	6 ans	9 mois	10 ans	3 mois
Françaises cotées .....	5 ans	6 mois	8 ans	7 mois
Étrangères .....	12 ans	10 mois	22 ans	–
NON-RÉSIDENTS .....	4 ans	4 mois	8 ans	11 mois
Françaises cotées .....	4 ans	5 mois	9 ans	6 mois
Étrangères .....	2 ans	10 mois	2 ans	2 mois
DIVERS .....	1 an	10 mois	2 ans	1 mois
Françaises cotées .....	2 ans	–	2 ans	1 mois
Étrangères .....	1 an	5 mois	2 ans	1 mois
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
				Mise à jour le 31 mars 1995

La durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées qui est de 3 ans et 4 mois, selon les données de la Société des bourses françaises<sup>1</sup>, apparaît tout à fait semblable dans l'étude (3 ans et 5 mois).

Cependant, des disparités de comportement en fonction du type d'agent économique concerné sont observées.

– La durée de détention moyenne des actions françaises cotées par les *ménages* est de 2 ans et 10 mois, ce qui traduit une stabilité relativement limitée de l'actionnariat individuel.

– Les *sociétés*, dans une logique de participation, conservent en moyenne 5 ans et 6 mois les actions qu'elles détiennent.

– La durée de détention des *non-résidents* (4 ans et 5 mois) apparaît un peu plus importante que la durée de détention moyenne.

– Enfin, la durée de détention des actions par les « *divers* », clientèle d'investisseurs institutionnels, est de 2 ans. On sait que dans ce groupe les entreprises d'assurance conservent assez longtemps les titres qu'elles détiennent.

<sup>1</sup> Source : Société des bourses françaises : niveau des transactions en bourse au premier semestre 1994 rapporté à la capitalisation boursière moyenne de la période

## 2.2. *Les obligations*

### 2.2.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes collectés dans l'enquête représentent environ 13 % du total des transactions sur obligations françaises au premier semestre 1994.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent 23 % de la capitalisation boursière des obligations françaises et 29 % des encours analysés dans l'enquête trimestrielle en stocks à la même échéance. Cependant, comme pour les actions, l'enquête en flux représente mieux la clientèle des banques d'affaires que celle des banques de dépôts (respectivement 42 % et 25 % si l'on compare les encours).

### 2.2.2. Résultats globaux

<b>OBLIGATIONS</b>						
<b>ENCOURS – FLUX – VALORISATION</b>						
	Encours			Variation d'encours au premier semestre 1994		
	Décembre 1993	Juin 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)
	(en montant)		(en pourcentage) (b)	(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en pourcentage) (b)
<b>OBLIGATIONS</b> .....	<b>1 039 369</b>	<b>959 427</b>	<b>- 8,0</b>	<b>42 732</b>	<b>4,3</b>	<b>- 122 674</b>
Françaises.....	936 803	853 452	- 9,3	35 750	4,0	- 119 101
Étrangères.....	102 566	105 975	3,3	6 982	6,7	- 3 573
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b> .....	<b>1 039 369</b>	<b>959 427</b>	<b>- 8,0</b>	<b>42 732</b>	<b>4,3</b>	<b>- 122 674</b>
Ménages .....	156 181	145 305	- 7,2	- 6 288	- 4,2	- 4 588
Sociétés.....	43 351	47 030	8,1	12 086	26,7	- 8 407
Non-résidents.....	222 006	185 065	- 18,1	1 913	0,9	- 38 854
Divers .....	617 831	582 027	- 6,0	35 021	5,8	- 70 825
(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.						
(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période						
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 31 mars 1995						

Au premier semestre 1994, la diminution globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête est du même ordre que celle de la capitalisation boursière (respectivement - 9,3 % et - 5,7 %). Les flux nets positifs (+ 4 %) n'ont compensé qu'en partie la détérioration du marché obligataire, liée à la hausse des taux qui est intervenue à partir de février 1994, après une année 1993 en forte expansion — la variation de l'indice Crédit lyonnais (- 11,2 %) est légèrement inférieure à la moins-value indiquée par cette étude (- 13,3 %).

Au niveau sectoriel, il est intéressant de souligner que pour les *sociétés*, le pourcentage des flux nets par rapport à l'encours moyen du portefeuille représente plus de trois fois l'évolution de ce portefeuille au cours de la période considérée.

Les *sociétés* et les *non-résidents* affichent les dépréciations les plus importantes, de l'ordre de 19 %, alors que celles-ci atteignent près de 12 % pour les « *divers* » et 3 % seulement pour les *ménages*. Ces derniers sont par ailleurs les seuls à avoir réduit leur portefeuille obligataire par des cessions nettes de titres (le flux net représente une diminution d'environ 4 % de l'encours moyen de la période).

Les obligations étrangères, présentes principalement dans le portefeuille des *non-résidents* et des « *divers* » ont subi des moins-values relativement modérées (−3,4 %).

### 2.2.3. Les transactions

<b>OBLIGATIONS TRANSACTIONS (a)</b>					<i>(en millions de francs)</i>
	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions au premier semestre 1994	
	(en montant)			(en montant)	(en pourcentage) (b)
<b>OBLIGATIONS.....</b>	<b>335 107</b>	<b>274 968</b>	<b>17 407</b>	<b>627 482</b>	<b>62,8</b>
Françaises.....	287 855	234 887	17 218	539 960	60,3
Étrangères.....	47 252	40 081	189	87 522	83,9
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>335 107</b>	<b>274 968</b>	<b>17 407</b>	<b>627 482</b>	<b>62,8</b>
Ménages.....	5 149	6 988	4 449	16 586	11,0
Sociétés.....	46 025	32 777	1 162	79 964	176,9
Non-résidents.....	92 932	86 752	4 267	183 951	90,4
Divers .....	191 001	148 451	7 529	346 981	57,8

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements  
 (b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

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

Mise à jour le 31 mars 1995

<b>OBLIGATIONS STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS</b>			<i>(en pourcentage)</i>
	Premier semestre 1994	Année 1993	
<b>OBLIGATIONS.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	
Françaises.....	86,1	90,5	
Étrangères.....	13,9	9,5	
<b>SECTEURS DÉTENTEURS .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	
Ménages.....	2,6	4,3	
Sociétés.....	12,7	8,3	
Non-résidents.....	29,3	44,7	
Divers .....	55,4	42,7	

(a) Transactions : entrées (souscriptions + achats) + ventes + remboursements  
 Réalisation : Banque de France  
 DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 31 mars 1995

Des tableaux ci-dessus, il ressort notamment qu'au premier semestre 1994 :

- les « *divers* » ont réalisé plus de 55,0 % des flux sur obligations françaises et étrangères, contre 29,3 % seulement pour les *non-résidents* qui arrivent en deuxième position ;
- les *sociétés* qui ne détiennent dans cette étude que 5 % des encours ont réalisé près de 13 % des transactions. À l'inverse, les *ménages* ont été assez peu présents sur le marché des obligations au premier semestre 1994 avec 2,6 % seulement des transactions pour des encours représentant environ 15 % du total.

Le taux de rotation du portefeuille d'obligations des *sociétés* apparaît presque trois fois plus élevé que le taux de rotation moyen (176,9 %, contre 62,8 %).

#### 2.2.4. Durée moyenne de détention apparente

OBLIGATIONS DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR LA PÉRIODE				
	Premier semestre 1994		Année 1993	
	1 an	7 mois	1 an	3 mois
<b>OBLIGATIONS.....</b>				
Françaises.....	1 an	8 mois	1 an	3 mois
Étrangères.....	1 an	2 mois	1 an	6 mois
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>				
MÉNAGES.....	9 ans	1 mois	5 ans	1 mois
Françaises.....	9 ans	3 mois	5 ans	1 mois
Étrangères.....	5 ans	5 mois	5 ans	1 mois
SOCIÉTÉS.....	6 mois	24 jours	9 mois	4 jours
Françaises.....	6 mois	10 jours	8 mois	12 jours
Étrangères.....	1 an	6 mois	1 an	9 mois
NON-RÉSIDENTS.....	1 an	1 mois	8 mois	19 jours
Françaises cotées.....	1 an	1 mois	7 mois	2 jours
Étrangères.....	1 an	4 mois	3 ans	–
DIVERS.....	1 an	9 mois	1 an	7 mois
Françaises.....	1 an	10 mois	1 an	8 mois
Étrangères.....	1 an	–	10 mois	18 jours
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
			Mise à jour le 31 mars 1995	

La durée de détention moyenne des *obligations françaises* pour l'ensemble des détenteurs est relativement réduite compte tenu de l'échéance moyenne des titres (11 mois selon les données de la Société des bourses françaises, 1 an et 8 mois selon l'étude).

- Les *ménages* ont la durée de détention la plus longue (9 ans et 3 mois).
- Les durées de détention des *sociétés* et des *non-résidents* (respectivement 6 mois et 1 an) apparaissent beaucoup plus courtes, laissant à penser que ces secteurs utilisent les obligations comme un instrument de placement à court terme.
- Le groupe « *divers* » conserve 1 an et 10 mois les obligations.

## 2.3. Les titres d'OPCVM

### 2.3.1. Représentativité de l'étude

En 1993, les flux recensés représentaient près de 30 % des souscriptions et des rachats de titres d'OPCVM. Cette donnée n'est pas disponible pour le premier semestre 1994 dans la mesure où la base de données des OPCVM est en cours de refonte.

Les encours cohérents avec les flux de titres d'OPCVM français recensés dans cette enquête représentent 30 % de l'actif net des OPCVM (31 % de l'actif net des OPCVM court terme)<sup>1</sup>. Par rapport aux encours analysés dans l'enquête trimestrielle à la même échéance, la couverture de l'enquête en flux atteint 40 %. L'enquête en flux couvre cependant mieux la clientèle des banques d'affaires détentrice de titres d'OPCVM que de celle des banques de dépôts (50 %, contre 39 % des encours de l'enquête trimestrielle sur les portefeuilles).

### 2.3.2. Résultats globaux

<b>TITRES D'OPCVM</b> <b>ENCOURS – FLUX – VALORISATION</b>							
<i>(montant en millions de francs – variation en pourcentage)</i>							
	Encours			Variation d'encours au premier semestre 1994			
	Décembre 1993	Juin 1994	Variation (b)	Flux nets		Valorisation (a)	
	montant	(b)	montant	variation (b)	montant	variation (b)	
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES .....</b>	<b>410 038</b>	<b>415 807</b>	<b>1,4</b>	<b>- 20 288</b>	<b>- 4,9</b>	<b>26 057</b>	<b>6,3</b>
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>							
Ménages.....	195 942	178 085	- 9,5	- 19 565	- 10,5	1 708	0,9
Sociétés.....	109 180	116 041	6,1	- 657	- 0,6	7 518	6,7
Non-résidents.....	3 411	3 683	7,7	1 254	35,4	- 982	- 27,7
Divers .....	101 505	117 998	15,0	- 1 320	- 1,2	17 813	16,2
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM .....</b>	<b>459 586</b>	<b>459 492</b>	<b>0,0</b>	<b>14 993</b>	<b>3,3</b>	<b>- 15 087</b>	<b>- 3,3</b>
Français .....	432 616	429 627	- 0,7	15 784	3,7	- 18 773	- 4,4
Étrangers.....	26 970	29 865	10,2	- 791	- 2,8	3 686	13,0
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>							
Ménages.....	260 629	251 385	- 3,6	3 593	1,4	- 12 837	- 5,0
Sociétés.....	65 895	69 979	6,0	- 1 069	- 1,6	5 153	7,6
Non-résidents.....	6 631	7 270	9,2	1 529	22,0	- 890	- 12,8
Divers .....	126 431	130 858	3,4	10 940	8,5	- 6 513	- 5,1

<sup>1</sup> Source : Commission des opérations de bourse au 30 juin 1994

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période. Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent en outre l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 mars 1995

Les portefeuilles en titres d'OPCVM dans l'enquête ont progressé de 0,6 % au cours du premier semestre 1994 ; au cours de la même période, l'actif net des OPCVM a diminué de 1,1 % selon la Commission des opérations de bourse.

L'écart est également faible entre les deux mesures, s'agissant des seuls titres d'OPCVM court terme (+ 1,4 % pour les titres monétaires dans l'étude et + 0,1 % pour la Commission des opérations de bourse qui ne publie, pour le moment, que l'actif net des OPCVM court terme selon l'ancienne classification).

Le tableau précédent met en évidence :

– pour les *titres d'OPCVM monétaires*, un léger redressement des portefeuilles par rapport à fin 1993, dans la mesure où l'augmentation des encours liée à la capitalisation des intérêts a compensé l'excédent des rachats sur les souscriptions. La valorisation des portefeuilles a atteint ainsi 6,3 % de l'encours moyen de la période, alors que les retraits de fonds effectifs ne représentaient qu'à peine 5 % de cet encours ;

– pour les *autres titres d'OPCVM*, obligataires et actions pour l'essentiel, la faiblesse des souscriptions nettes par rapport à l'encours moyen (3,7 %), qui n'a pas compensé les mauvaises performances des marchés obligataires (- 4,4 %). Les résultats de la première moitié de l'année 1994 contrastent donc avec ceux de l'année 1993, qui avaient été marqués par la bonne orientation du marché obligataire.

Le portefeuille des *ménages* en titres d'OPCVM monétaires a diminué de 9,5 % au cours des six premiers mois de 1994, l'excédent des rachats sur les souscriptions ayant atteint 10,5 % de l'encours moyen. Les autres titres d'OPCVM, qui représentent la composante la plus importante des titres d'OPCVM détenus par les ménages, ont également diminué de 3,6 %, sous l'effet du repli des cours des obligations (- 5 %) et en dépit d'apports équivalents à 1,4 % des encours.

La progression du portefeuille en titres d'OPCVM des *sociétés* (+ 6,1 %) résulte à la fois d'un léger excédent des rachats sur les souscriptions (les flux nets négatifs représentent 1 % de l'encours moyen) et d'un mouvement de valorisation atteignant 7 % de l'encours moyen.

Les titres d'OPCVM ne représentent qu'une faible part du portefeuille des *non-résidents* (moins de 2 %). La progression des encours (+ 9 %) est due aux souscriptions nettes positives réalisées au cours du semestre aussi bien sur les titres d'OPCVM monétaires que sur les autres titres. Celles-ci ont compensé les moins-values réalisées (18 % de l'encours moyen). Toutefois, compte tenu de la mobilité très importante de cette catégorie de clientèle, le partage entre flux et valorisation est à interpréter avec prudence.

Le portefeuille en titres d'OPCVM monétaires des « *divers* », chez lesquels les compagnies d'assurance représentent le secteur dominant, a progressé de 15 % en six mois grâce aux mouvements de valorisation dus aux modifications de la valeur liquidative des titres détenus. Pour les autres titres d'OPCVM, la progression a été moindre (3,4 %), les apports de fonds (8,5 % de l'encours moyen) ayant cependant largement compensé les moins-values subies.

## 2.3.3. Les transactions

<b>TITRES D'OPCVM TRANSACTIONS (a)</b>				
	Souscriptions	Rachats	Transactions au premier semestre 1994	
	(en montant)		(en montant)	(en pourcentage) (b)
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES .....</b>	<b>951 508</b>	<b>971 796</b>	<b>1 923 304</b>	<b>465,8</b>
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>				
Ménages.....	59 986	79 551	139 537	74,6
Sociétés.....	464 673	465 330	930 003	825,9
Non-résidents.....	7 856	6 602	14 458	407,6
Divers .....	418 993	420 313	839 306	764,7
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM .....</b>	<b>183 483</b>	<b>168 490</b>	<b>351 973</b>	<b>76,6</b>
Français .....	173 752	157 968	331 720	76,9
Étrangers.....	9 731	10 522	20 253	71,3
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>				
Ménages.....	60 580	56 987	117 567	45,9
Sociétés.....	66 206	67 275	133 481	196,5
Non-résidents.....	7 326	5 797	13 123	188,8
Divers .....	49 371	38 431	87 802	68,3

(a) Transactions : souscriptions + rachats  
 (b) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période. Ces pourcentages mesurent donc le taux de rotation des encours.

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

Mise à jour le 31 mars 1995

**TITRES D'OPCVM**  
**STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS**

(en pourcentage)

	Premier semestre 1994	Année 1993
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>		
Ménages .....	7,3	12,3
Sociétés .....	48,3	40,8
Non-résidents .....	0,8	1,1
Divers .....	43,6	45,8
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM .....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Français .....	94,2	96,6
Étrangers .....	5,8	3,4
<b>SECTEURS DÉTENTEURS.....</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Ménages .....	33,4	19,2
Sociétés .....	38,0	52,5
Non-résidents .....	3,7	1,2
Divers .....	24,9	27,1
(a) Transactions : souscriptions + rachats		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 31 mars 1995

Au premier semestre 1994, près de 50 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires ont été réalisés par les *sociétés*, qui ne détiennent pourtant qu'à peine 30 % des encours analysés dans cette étude. On observe ainsi que les sociétés continuent d'utiliser ces valeurs comme instrument de trésorerie plutôt que de placement. Le comportement des « *divers* » n'est pas éloigné de celui des sociétés (28 % des encours pour près de 44 % des transactions). À l'inverse, les *ménages*, qui détiennent 43 % des encours, n'ont réalisé que 7 % des transactions. Le phénomène est encore amplifié pour les autres titres d'OPCVM (obligataires pour l'essentiel). Les *sociétés*, qui possèdent 15 % des encours, ont réalisé près de 38 % des transactions alors que la part des ménages (55 % des encours) est inférieure de près de 5 points (33,4 %).

### 2.3.4. Durée moyenne de détention apparente

<b>TITRES D'OPCVM DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR LA PÉRIODE</b>						
	Premier semestre 1994			Année 1993		
	2 mois	17 jours	3 mois	16 jours		
<b>TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES .....</b>						
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>						
Ménages .....	1 an	4 mois	4 jours	1 an	3 mois	23 jours
Sociétés .....		1 mois	14 jours		1 mois	28 jours
Non-résidents .....		3 mois	1 jour		2 mois	28 jours
Divers .....		1 mois	17 jours		1 mois	28 jours
<b>AUTRES TITRES D'OPCVM .....</b>	<b>1 an</b>	<b>3 mois</b>	<b>23 jours</b>	<b>1 an</b>	—	—
Français .....	1 an	3 mois	20 jours		11 mois	20 jours
Étrangers .....	1 an	4 mois	26 jours	1 an	6 mois	13 jours
<b>SECTEURS DÉTENTEURS</b>						
MÉNAGES .....	2 ans	2 mois	6 jours	2 ans	2 mois	9 jours
Français .....	2 ans	2 mois	20 jours	2 ans	3 mois	16 jours
Étrangers .....	1 an	9 mois	15 jours	1 an	7 mois	9 jours
SOCIÉTÉS .....		6 mois	6 jours		3 mois	27 jours
Français .....		5 mois	29 jours		3 mois	20 jours
Étrangers .....	1 an	3 mois	20 jours	1 an	1 mois	10 jours
NON-RÉSIDENTS .....		6 mois	13 jours		11 mois	28 jours
Français .....		8 mois	1 jour		10 mois	14 jours
Étrangers .....		2 mois	24 jours	2 ans	10 mois	25 jours
DIVERS .....	1 an	5 mois	18 jours	—	10 mois	10 jours
Français .....	1 an	5 mois	18 jours		10 mois	7 jours
Étrangers .....	1 an	8 mois	16 jours	1 an	4 mois	15 jours

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 mars 1995

Dans l'étude, les résultats obtenus sont de 2 mois et 17 jours pour les titres d'OPCVM monétaires et de 1 an et 4 mois environ pour les autres titres d'OPCVM. L'analyse des durées de détention montre qu'il existe, comme pour les autres catégories de valeurs mobilières, de fortes disparités selon les secteurs détenteurs.

Les *ménages* conservent leurs OPCVM en moyenne 1 an et 4 mois pour les monétaires et 2 ans et 3 mois environ pour les OPCVM obligataires et autres. Ils utilisent donc ces valeurs comme un placement intermédiaire entre le court terme et le long terme.

Le comportement de détention des *sociétés* apparaît très différent. Le taux de rotation des titres monétaires et des autres titres (dans une moindre mesure) est très élevé puisqu'ils ne sont conservés respectivement que 1 mois et demi et 6 mois.

Les *non-résidents* conservent en moyenne 3 mois leurs OPCVM monétaires et 8 mois les autres titres d'OPCVM.

Les « *divers* » ont un comportement voisin de celui des sociétés pour les titres d'OPCVM monétaires puisque la durée de conservation moyenne est de 1 mois et 17 jours. Pour les autres titres d'OPCVM, leurs résultats sont très proches de la durée moyenne calculée pour l'ensemble des investisseurs (de l'ordre de 1 an et demi).

### 3. Approche par secteurs

FLUX NETS ET STRUCTURES DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS								
	Ménages				Sociétés			
	Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)		Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)	
	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993
ACTIONS .....	9 200	- 5 652	17,8	11,5	6 093	- 2 539	1,8	1,4
Françaises cotées ...	8 912	- 2 680	15,6	9,4	5 633	- 2 365	1,6	1,2
Étrangères .....	288	- 2 972	2,2	2,1	460	- 174	0,2	0,2
OBLIGATIONS.....	- 6 288	16 803	5,0	8,4	12 086	1 937	6,9	6,1
Françaises .....	- 6 370	16 726	4,8	8,2	10 455	947	6,6	5,8
Étrangères .....	82	77	0,2	0,2	1 631	990	0,3	0,3
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	-19 565	- 68 213	41,9	47,7	- 657	- 1 907	79,8	59,3
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	3 593	22 105	35,3	32,4	- 1 069	18 275	11,5	33,2
Français .....	3 923	25 744	31,8	28,0	- 1 119	18 211	11,2	32,8
Étrangers.....	- 330	- 3 639	3,5	4,4	50	64	0,3	0,4
<b>TOTAL.....</b>	<b>- 13 060</b>	<b>- 34 957</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>16 453</b>	<b>15 766</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
	Non-résidents				Divers			
	Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)		Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)	
	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993	1 <sup>er</sup> semestre 1994	Année 1993
ACTIONS .....	5 599	1 264	24,6	8,5	11 736	5 824	5,4	4,7
Françaises cotées ...	5 550	316	23,9	7,9	9 166	5 292	4,1	3,6
Étrangères .....	49	948	0,7	0,6	2 570	532	1,2	1,1
OBLIGATIONS.....	1 913	10 380	65,6	85,5	35 021	18 981	25,8	26,1
Françaises .....	1 215	7 576	52,7	80,9	30 450	12 777	22,3	22,1
Étrangères .....	698	2 804	12,9	4,6	4 571	6 204	3,5	4,0
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	1 254	- 662	5,1	4,1	- 1 320	- 4 525	62,3	55,0
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	1 529	3 975	4,7	1,9	10 940	9 394	6,5	14,2
Français .....	487	4 041	3,3	1,8	11 324	8 976	6,4	14,1
Étrangers.....	1 042	- 66	1,4	0,1	- 384	378	0,1	0,1
<b>TOTAL.....</b>	<b>10 295</b>	<b>14 957</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>56 377</b>	<b>29 674</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82								
Mise à jour le 31 mars 1995								

### 3.1. *Les ménages*

Parmi les secteurs détenteurs de valeurs mobilières analysés dans cette étude, seuls les ménages sont apparus vendeurs nets au premier semestre 1994.

Les flux positifs qui ont fait varier le patrimoine des *ménages* en actions françaises cotées et en titres d'OPCVM actions et obligations n'ont compensé que partiellement les désinvestissements opérés sur les titres monétaires. Près de 74 % des transactions effectuées par les ménages ont concerné des titres d'OPCVM français (42 % pour les titres d'OPCVM monétaires et 32 % pour les autres titres d'OPCVM). Les transactions sur les actions françaises cotées ont été trois fois plus importantes que celles sur les obligations françaises (15,6 %, contre 4,8 %).

### 3.2. *Les sociétés*

Les *sociétés* ont été acheteurs nets au premier semestre 1994. Il convient de remarquer que plus de 90 % des transactions ont concerné les titres d'OPCVM français, dont 80 % de titres d'OPCVM monétaires, les flux se rapportant aux actions et aux obligations françaises étant de ce fait très marginaux (8,2 %).

### 3.3. *Les non-résidents*

Les six premiers mois de 1994 sont caractérisés pour les *non-résidents* par une activité importante sur les obligations françaises auxquelles il faut attribuer plus de la moitié des transactions (52,7 %). Le reste de l'activité s'est réparti entre les actions françaises (24,0 %), les valeurs étrangères (15,0 %) et les titres d'OPCVM français (8,4 %).

### 3.4. *Les « divers »*

Les « *divers* » représentent le groupe qui a réalisé le montant de transactions le plus élevé et qui détient les encours les plus importants. Les transactions ont concerné massivement les titres d'OPCVM français (68,7 % dont 62,3 % d'OPCVM monétaires), les transactions sur obligations françaises n'atteignant que 22,3 %.

On notera enfin que tous les secteurs ont, comparativement à 1993, développé sensiblement leurs transactions sur actions, au détriment, le plus souvent, de celles réalisées sur l'ensemble des autres catégories de titres.

#### 4. Approche par réseaux

DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR LA PÉRIODE DES DIFFÉRENTES VALEURS PAR SECTEURS ET PAR RÉSEAUX							
	Premier semestre 1994				Année 1993		
	Banques d'affaires	Autres banques		Banques d'affaires	Autres banques		
<b>MÉNAGES</b>							
Actions .....	4 ans	6 mois	2 ans	10 mois	3 ans	7 mois	4 ans 4 mois
Obligations .....	4 ans	6 mois	9 ans	4 mois	2 ans	–	5 ans 4 mois
Titres d'OPCVM monétaires .....	1 an	2 mois	1 an	4 mois	1 an	2 mois	1 an 4 mois
Autres titres d'OPCVM .....	1 an	10 mois	2 ans	3 mois	nd		nd
<b>SOCIÉTÉS</b>							
Actions .....	31 ans	2 mois	2 ans	8 mois	22 ans	4 mois	5 ans 6 mois
Obligations .....	3 ans	10 mois	5 mois	10 jours	1 an	10 mois	8 mois 5 jours
Titres d'OPCVM monétaires .....	2 mois	13 jours	1 mois	10 jours	1 mois	28 jours	1 mois 28 jours
Autres titres d'OPCVM .....	9 mois	26 jours	5 mois	22 jours	nd		nd
<b>NON-RÉSIDENTS</b>							
Actions .....	14 ans	2 mois	1 an	4 mois	11 ans	9 mois	5 ans 6 mois
Obligations .....	1 an	2 mois	9 mois	22 jours	8 mois	5 jours	1 an 11 mois
Titres d'OPCVM monétaires .....	2 mois	2 jours	5 mois	–	2 mois	2 jours	5 mois 14 jours
Autres titres d'OPCVM .....	9 mois	–	5 mois	–	nd		nd
<b>DIVERS</b>							
Actions .....	4 ans	4 mois	1 an	4 mois	2 ans	11 mois	1 an 9 mois
Obligations .....	3 ans	6 mois	1 an	4 mois	1 an	8 mois	1 an 6 mois
Titres d'OPCVM monétaires .....	1 mois	17 jours	1 mois	17 jours	1 mois	17 jours	2 mois 2 jours
Autres titres d'OPCVM .....	1 an	9 mois	1 an	5 mois	nd		nd
<b>TOTAL DES SECTEURS</b>							
Actions .....	10 ans	10 mois	1 an	11 mois	8 ans	3 mois	3 ans 7 mois
Obligations .....	1 an	10 mois	1 an	5 mois	11 mois	–	1 an 9 mois
Titres d'OPCVM monétaires .....	2 mois	20 jours	2 mois	17 jours	2 mois	24 jours	3 mois 23 jours
Autres titres d'OPCVM .....	1 an	5 mois	1 an	3 mois	nd		nd

nd : non disponible

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

Mise à jour le 31 mars 1995

Les durées de détention apparente sont sensiblement différentes si l'on compare la clientèle des banques d'affaires, mieux représentée dans l'étude, comme cela a été signalé précédemment, et la clientèle des banques de dépôts.

– Les *actions* appartenant aux *ménages* sont conservées plus longtemps dans les banques d'affaires que dans les banques de dépôts (4 ans et 6 mois, contre 2 ans et 10 mois). Il semble donc que les portefeuilles de moyenne ou faible importance des clients des banques de dépôts soient moins stables que les gros portefeuilles, qui sont plutôt déposés dans les banques d'affaires.

Pour les *autres secteurs*, à l'image de ce qui est observé pour les ménages, les durées de conservation sont bien supérieures dans les banques d'affaires à ce qu'elles sont dans les autres banques.

#### – Les *obligations*

Les *ménages* ont la durée de détention la plus longue, dans les banques d'affaires (4 ans et 6 mois), comme dans les autres banques (9 ans et 4 mois).

Globalement, pour les *autres secteurs*, la durée moyenne est plus longue dans les banques d'affaires que dans les banques de dépôts. Pour les *sociétés* et les « *divers* », les écarts sont de moins d'un an à plus de trois ans.

#### – Les *titres d'OPCVM*

Si l'on compare, au sein de chacun des groupes, le comportement de la clientèle des banques d'affaires et celui de la clientèle des autres banques, on observe peu de différence dans la durée de détention des *titres d'OPCVM monétaires*. Les *ménages*, quelle que soit la catégorie de l'établissement dépositaire, conservent leurs titres monétaires un peu plus d'un an. Pour tous les *autres secteurs*, cette durée dépasse rarement 2 mois.

Pour les *autres titres d'OPCVM*, on observe peu d'écart entre la conservation chez les banques d'affaires, généralement plus longue, et chez les autres banques. Les *ménages* cependant font exception (1 an et 10 mois, contre 2 ans et 3 mois).

D'après les données de l'échantillon, le montant du portefeuille moyen des personnes physiques s'élevait à fin juin 1994 à 1 million de francs dans les banques d'affaires et à 162 000 francs dans les banques de dépôts. L'étude des durées de détention des portefeuilles-titres par établissement met donc simultanément en évidence les différences de comportement entre les petits porteurs et les détenteurs de portefeuilles plus importants.

**ANNEXE**

**REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ENQUÊTE EN FLUX  
PAR RAPPORT À L'ENQUÊTE EN STOCKS AU PREMIER SEMESTRE 1994**

	Ménages	Sociétés	Non-résidents	« Divers »	TOTAL	(en pourcentage)	
						Banques d'affaires	Banques de dépôts
ACTIONS.....	50,3	56,0	64,8	21,6	44,7	50,0	34,9
Françaises cotées .....	50,2	52,1	66,0	21,9	45,7	56,4	37,6
Étrangères.....	50,3	71,3	31,5	20,2	38,8	48,3	30,6
OBLIGATIONS.....	29,9	31,4	41,4	27,0	29,7	42,7	24,5
Françaises .....	29,5	31,0	35,0	28,0	29,3	41,6	24,8
Étrangères.....	53,7	34,7	86,2	19,5	32,4	49,9	19,9
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	41,1	44,0	46,1	44,9	43,0	62,1	45,3
AUTRES TITRES D'OPCVM							
Français .....	33,2	75,4	58,9	37,8	38,0	42,3	34,0
Étrangers.....	89,5	87,0	91,6	32,3	77,2	65,1	86,2
<b>TOTAL.....</b>	<b>37,2</b>	<b>46,3</b>	<b>53,0</b>	<b>28,3</b>	<b>36,0</b>	<b>46,7</b>	<b>31,9</b>

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

Mise à jour le 31 mars 1995

# LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 3 675 déclarations  
et portant sur la période du 3 au 14 janvier 1995)

Entre début octobre 1994 et début janvier 1995, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont légèrement accrus. Sur un an, en dépit d'une légère remontée en fin de période, les taux marquent tous des baisses.

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

## 1. Entre début octobre et début janvier, les taux moyens des crédits aux entreprises se sont légèrement accrus

Les hausses se sont ainsi étagées de 0,03 point pour l'escompte à 0,09 point pour les prêts à moyen et long terme, 0,15 point pour les découverts et 0,19 point pour les autres prêts à court terme.

Sur la même période, les taux de référence ont été orientés à la hausse : le taux moyen au jour le jour a augmenté de 0,04 point, le TIOP à un mois de 0,16 point et le TIOP à trois mois de 0,27 point.

Le TBB, quant à lui, s'est accru de 0,3 point passant de 7,95 % à 8,25 % le 30 décembre 1994.

## 2. Les variations ont été contrastées selon les tranches

Pour les crédits inférieurs ou égaux à 500 000 francs, les relèvements de taux s'étagent de 0,04 point pour les autres crédits à court terme de 100 000 francs à 300 000 francs à 0,47 point pour les prêts à moyen et long terme de 100 000 francs à 300 000 francs.

Au-delà de 500 000 francs, les évolutions ont été contrastées : des baisses ont été notées (0,01 point à 0,02 point pour les prêts à moyen et long terme, 0,36 point pour les encours par escompte supérieurs à dix millions de francs), les hausses ayant été limitées à l'exception des découverts de 500 000 francs à deux millions de francs (0,32 point) et des autres crédits à court terme de deux millions de francs à 10 millions de francs (0,34 point).

### 3. Sur un an, soit entre janvier 1994 et janvier 1995, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent tous des baisses

En dépit d'une remontée durant la dernière période, elles sont comprises entre 0,25 point pour les prêts à moyen et long terme et 0,63 point pour l'escompte.

L'examen par montant fait ressortir une évolution différenciée selon les natures de prêts observés. En effet, les crédits à moyen et long terme connaissent des baisses moins marquées, voire des hausses (de -0,24 point pour les crédits d'un montant inférieur à 100 000 francs à +0,11 point pour les prêts d'un montant compris entre 300 000 francs et 500 000 francs).

Pour les autres natures de crédits, les taux se sont légèrement accrus pour des crédits d'un montant inférieur ou égal à 100 000 francs (de 0,01 point pour les découverts à 0,21 point pour les autres crédits à court terme).

En revanche, pour les prêts d'un montant supérieur à 100 000 francs, tous les taux se sont repliés. Les réductions vont de 0,01 point (pour l'escompte d'un montant compris entre 100 000 francs et 300 000 francs) à 1,03 point (pour l'escompte d'un montant supérieur à 10 millions de francs).

Sur la même période, le TBB a progressé de 0,3 point, passant de 7,95 % début janvier 1994 à 8,25 % en janvier 1995 ; le taux moyen au jour le jour a reculé de 1,15 point, le TIOP à un mois de 0,92 point et celui à trois mois de 0,40 point.

TAUX OBSERVÉS							(en pourcentage)
Catégories de crédit	Par tranche de montant en milliers de francs						Ensemble (Taux moyen)
	≤ 100	>100 et ≤ 300	> 300 et ≤ 500	> 500 et ≤ 2 000	> 2 000 et ≤ 10 000	> 10 000	
ESCOMPTE							
moyen.....	11,27	10,64	10,06	9,42	8,21	6,56	7,98
Taux minimum..	6,81	6,26	5,72	5,85	5,66	5,73	
maximum..	14,36	14,36	14,36	14,36	11,10	9,25	
DÉCOUVERT							
moyen.....	12,73	11,20	10,13	9,14	7,45	6,75	7,76
Taux minimum..	5,55	5,55	5,93	5,71	5,71	5,81	
maximum..	15,95	15,95	15,90	14,65	10,55	10,70	
AUTRES							
COURT TERME							
moyen.....	9,88	9,88	9,77	8,34	7,15	6,35	6,68
Taux minimum..	6,95	6,12	6,01	5,88	5,81	5,36	
maximum..	14,36	14,36	13,80	13,80	10,00	11,80	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen.....	8,88	8,83	8,75	8,11	7,49	(a)	8,03
Taux minimum..	6,45	6,63	6,76	5,87	6,02	(a)	
	12,15	12,25	11,50	11,50	10,50	(a)	

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

## ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

# BULLETIN OFFICIEL

# BULLETIN OFFICIEL

---

## Bulletin officiel de la Banque de France, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

### Banque de France

#### **Décision n° 95-01 du Conseil général**

– en date du 26 janvier 1995

relative à l'émission d'une nouvelle coupure de 500 francs.

Le Conseil général de la Banque de France,

Vu la loi n° 93-980 du 4 août 1993 modifiée, relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, notamment ses articles 5 et 11 ;

vu le décret n° 93-1278 du 3 décembre 1993 sur la Banque de France, notamment son article 40 ;

Après en avoir délibéré,

décide :

Article premier : La Banque de France émet, à compter du 22 mars 1995, une coupure d'une valeur faciale de 500 francs (cinq cents francs) à l'effigie de Pierre et de Marie Curie, physiciens et chimistes, prix Nobel 1903 et 1911. Les caractéristiques de ce billet sont les suivantes :

– Format : 153 mm x 80 mm

– Filigrane : portrait de Marie Curie

– Couleur dominante : vert

– Description générale :

au recto

– les portraits de Pierre et de Marie Curie

– la représentation sous forme stylisée ou symbolique :

– du monde dit subatomique (quatre petites figures circulaires en haut à gauche)

– d'une des voitures radiologiques baptisées « les Petites Curie » (en haut à gauche du portrait de Marie Curie)

– des rayonnements  $\alpha$ ,  $\beta$  et  $\gamma$  (en bas à gauche du portrait de Marie Curie)

au verso

– un laboratoire de chimie

– la représentation sous forme stylisée ou symbolique :

– d'une configuration atomique (en haut à gauche du filigrane)

– des rayonnements  $\alpha$ ,  $\beta$  et  $\gamma$

Principaux éléments de sécurité :

– Système de transfert réfléchissant anti-photocopie (STRAP) constitué par une bande verticale discontinue réfléchissante (à gauche du portrait de Marie Curie)

– Fil de sécurité intégré dans l'épaisseur du papier et situé à droite du STRAP

– Encre à couleur changeante, variant du vert au bleu selon l'inclinaison du billet, utilisée pour l'impression symbolique du monde dit subatomique

– Encre incolore brillante utilisée pour l'impression, au recto, du symbole du radium (en dessous du filigrane)

226

Ra

88

– Transvision (rayonnement et lettre  $\beta$  imprimés au recto et au verso avec des couleurs qui se complètent lorsqu'elles sont vues par transparence et dont les contours coïncident parfaitement)

Article 2 : Les billets de 500 francs à l'effigie de Pascal conservent le cours légal et peuvent donc circuler concurremment avec ceux qui sont à l'effigie de Pierre et Marie Curie.

Article 3 : La présente décision sera publiée au Journal officiel de la République française.

**Communiqué du Conseil de la politique monétaire relatif à la suspension des opérations de 5 à 10 jours**

– en date du 8 mars 1995

À l'issue d'une délibération du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France a décidé de suspendre ses opérations de 5 à 10 jours et de consentir des pensions à 24 heures. Le taux de ces pensions à 24 heures est fixé à 8 % jusqu'à nouvel ordre.

---

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

du 1<sup>er</sup> au 31 mars 1995

**Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,50 % avril 2005, 8,50 % octobre 2008 (Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 28 février 1995

Le jeudi 2 mars 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

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

1. OAT 7,50 % avril 2005 de 2 000 francs

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 150 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2005.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1994 au 27 mars 1995, soit 138,08 francs par obligation.

2. OAT 8,50 % octobre 2008 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2008.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 27 mars 1995, soit 71,26 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 27 mars 1995.

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

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

- jusqu'au jeudi 2 mars 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 3 mars 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 7,50 % AVRIL 2005</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
96,62	1 000 000 000	1 000 000 000	96,62
96,60	4 150 000 000	5 150 000 000	96,60
96,58	8 350 000 000	13 500 000 000	96,59
96,56	1 360 000 000	14 860 000 000	96,59
96,56	5 440 000 000	20 300 000 000	96,58
96,54	4 000 000 000	24 300 000 000	96,57
96,52	850 000 000	25 150 000 000	96,57
96,50	850 000 000	26 000 000 000	96,57
96,48	300 000 000	26 300 000 000	96,57
96,46	500 000 000	26 800 000 000	96,57
96,40	1 000 000 000	27 800 000 000	96,56
96,36	1 000 000 000	28 800 000 000	96,55
96,20	1 500 000 000	30 300 000 000	96,54
Prix limite retenu : 96,56 % (taux de rendement : 8,01 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 20,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 96,59 % (taux de rendement : 8,00 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 2 février 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	15 750	14 860	- 890
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	8,13	8,01	- 0,12
– au prix moyen pondéré.....	8,13	8,00	- 0,13

<b>OAT 8,50 % OCTOBRE 2008</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
103,32	800 000 000	800 000 000	103,32
103,30	2 600 000 000	3 400 000 000	103,30
103,28	600 000 000	4 000 000 000	103,30
103,28	600 000 000	4 600 000 000	103,30
103,26	1 150 000 000	5 750 000 000	103,29
103,24	500 000 000	6 250 000 000	103,29
103,22	300 000 000	6 550 000 000	103,28
103,20	400 000 000	6 950 000 000	103,28
103,18	200 000 000	7 150 000 000	103,28
103,16	250 000 000	7 400 000 000	103,27
103,10	550 000 000	7 950 000 000	103,26
103,04	1 000 000 000	8 950 000 000	103,24
Prix limite retenu : 103,28 % (taux de rendement : 8,08 %)			
Demandes servies à ce prix limite : 50,00 %			
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 103,30 % (taux de rendement : 8,08 %)			

**COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION**

	Séance du 2 février 1995	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	2 500	4 000	1 500
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	8,21	8,08	- 0,13
– au prix moyen pondéré .....	8,21	8,08	- 0,13

– *Résultat global de l'adjudication  
du 3 mars 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 2 mars 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives avant la séance à concurrence de 484 millions de francs.

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 18 860 millions de francs.

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 19 344 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant la séance	Après séance	
OAT 7,50 % avril 2005 .....	14 860	339		15 199
OAT 8,50 % octobre 2008 .....	4 000	145		4 145
<b>Total.....</b>	<b>18 860</b>	<b>484</b>		<b>19 344</b>

Source et réalisation : Banque de France  
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67

**Adjudication d'obligations assimilables  
du Trésor 6,75 % avril 2002 en écus  
(Communiqué de la Banque de France)**

– *en date du 6 mars 1995*

Le mercredi 8 mars 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % avril 2002 en écus.

Le montant global émis sera compris entre 200 millions d'écus et 400 millions.

OAT 6,75 % avril 2002 de 500 écus

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 33,75 écus payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2002.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1994 au 22 mars 1995, soit 30,605 écus par obligation.

Règlement des fonds et cotation le 22 mars 1995.

Les soumissions seront présentées, soit par télétransmission à l'aide du système Telsat, soit

au moyen de fiches déposées au siège de la Banque de France (2<sup>e</sup> étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives jusqu'au jeudi 9 mars 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 (septembre et novembre 1994 et janvier 1995).

<b>OAT 6,75 % AVRIL 2002 DE 500 ÉCUS</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
90,00	15 000 000	15 000 000	90,00
89,98	5 000 000	20 000 000	90,00
89,96	5 000 000	25 000 000	89,99
89,94	25 000 000	50 000 000	89,96
89,92	20 000 000	70 000 000	89,95
89,90	40 000 000	110 000 000	89,93
89,88	20 000 000	130 000 000	89,92
89,86	60 000 000	190 000 000	89,90
89,84	22 000 000	212 000 000	89,90
89,84	33 000 000	245 000 000	89,89
89,82	70 000 000	315 000 000	89,87
89,80	135 000 000	450 000 000	89,85
89,78	30 000 000	480 000 000	89,85
89,76	45 000 000	525 000 000	89,84
89,74	50 000 000	575 000 000	89,83
89,72	30 000 000	605 000 000	89,83
89,70	10 000 000	615 000 000	89,82
89,64	20 000 000	635 000 000	89,82
89,62	20 000 000	655 000 000	89,81
89,60	30 000 000	685 000 000	89,80
89,54	20 000 000	705 000 000	89,80
89,50	10 000 000	715 000 000	89,79
89,40	5 000 000	720 000 000	89,79

Prix limite retenu : 89,84 %  
(taux de rendement : 8,73 %)  
Demandes servies à ce prix limite : 40,00 %  
Prix moyen pondéré des titres adjugés : 89,90 %  
(taux de rendement : 8,71 %)

– *Résultat global de l'adjudication  
du 8 mars 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) en écus du 8 mars 1995, le montant des offres non compétitives présentées par les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) s'élève à 9 millions

d'écus. Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des obligations assimilables du Trésor souscrites par voie de soumission compétitive pour un montant de 212 millions d'écus.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 221 millions d'écus se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives	Soumissions non compétitives	Total
OAT 6,75 % avril 2002 en écus.....	212	9	221
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67			

**Journal officiel du 17 mars 1995 –****Seuils de l'usure applicables****à compter du 1<sup>er</sup> avril 1995****TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE***(en pourcentage)*

	Taux effectifs pratiqués au 1 <sup>er</sup> trimestre 1995	Seuils de l'usure applicable à compter du 1 <sup>er</sup> avril 1995
<b>CRÉDITS AUX PARTICULIERS</b>		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe .....	9,29	12,39
– Prêts à taux variable.....	9,16	12,21
– Prêts relais.....	10,48	13,97
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	16,46	21,95
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	14,49	19,32
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	11,91	15,88
<b>CRÉDITS AUX ENTREPRISES</b>		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament montant unitaire ≤ à 300 000 francs .....	12,96	17,28
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	8,31	11,08
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,73	12,97
– Découverts en compte (a) montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	12,35	16,47
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	11,95	15,93

*Note :* Les taux moyens ont été calculés à partir des données des enquêtes sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers effectuées par la Banque de France.

(a) *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 de janvier 1995 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois. La commission de plus fort découvert a été calculée à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

***Textes législatifs et gouvernementaux***

JO DU 5 MARS 1995

- Arrêté du 2 mars 1995 modifiant l'arrêté du 19 janvier 1990 relatif aux taux de rendement des bons du Trésor à intérêt progressif émis à compter du 1<sup>er</sup> janvier 1995.

JO DU 9 MARS 1995

- Arrêté du 23 février 1995 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels en écus 7,50 % mars 1997.

JO DU 10 MARS 1995

- Arrêté du 7 mars 1995 relatif aux crédits de prêts ouverts du Fonds de développement économique et social pour 1995.

JO DU 17 MARS 1995

- Arrêté du 19 janvier 1995 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 7,25 % août 1997 et de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 7,75 % avril 2000.

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

JO DU 18 MARS 1995

- Arrêté du 6 mars 1995 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de janvier 1995.

- Arrêté du 7 mars 1995 portant reconnaissance du London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE).

- Arrêté du 14 mars 1995 fixant la valeur du coupon à échéance du 15 mars 1995 des obligations assimilables du Trésor 8,50 % mars 2002 en écus (codes Sicovam n° 11930 et n° 11931).

JO DU 22 MARS 1995

- Avis relatif à la décision n° 95-01 du Conseil général de la Banque de France du 26 janvier 1995 relatif à l'émission d'une nouvelle coupure de 500 francs.

JO DU 30 MARS 1995

- Arrêté du 21 mars 1995 portant modification de l'arrêté du 11 octobre 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de sept pièces commémoratives de 500 francs et de six pièces commémoratives de 100 francs.

JO DU 31 MARS 1995

- Arrêté du 28 mars 1995 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 7,75 % octobre 2005.