

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 20

AOÛT 1995

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

La modération de l'activité se confirme au Royaume-Uni et en Allemagne et aucune reprise ne se manifeste au Japon. Aux États-Unis, les chiffres récemment publiés témoignent d'un ralentissement au premier semestre, mais certains signes suggèrent la possibilité d'un rebond dans les mois à venir.

La hausse des prix de détail s'est modérée dans l'ensemble en juillet. Dans la plupart des pays, la détente de taux d'intérêt à court terme s'est poursuivie, alors que la baisse s'est interrompue dans le compartiment du long terme.

L'évolution des principales devises en juillet

Le dollar a connu des évolutions contrastées, s'appréciant vivement en début de période — tant contre deutschemark que contre yen, suite à la détente des conditions monétaires aux États-Unis et au Japon —, avant de se replier vis-à-vis des principales monnaies européennes mais en conservant son avance à l'égard de la devise nipponne. La livre sterling a généralement accompagné, de façon amortie, les fluctuations du dollar, pâtissant en outre, en fin de mois, du ralentissement de l'économie anglaise mis en évidence par plusieurs indicateurs. Le franc suisse s'est temporairement effrité à la suite de la réduction d'un demi-point du taux d'escompte de la Banque nationale suisse à la mi-juillet. La lire italienne, soutenue par l'avancement du projet de réforme des pensions et par des taux à court terme élevés, s'est globalement appréciée, de même que la couronne suédoise qui, bénéficiant du relèvement du taux des pensions de la Banque royale de Suède, a gagné près de 3,5 % par rapport au deutschemark. Au sein du mécanisme de change européen, la progression de la peseta a été particulièrement notable, compte tenu des difficultés politiques rencontrées par le gouvernement espagnol, et la bonne tenue de la couronne danoise a permis à la Banque nationale du Danemark d'abaisser ses taux. En revanche, le deutschemark s'est replié, d'une fin de mois à l'autre, par rapport à la plupart des monnaies européennes, et plus particulièrement vis-à-vis du franc français, qui s'est apprécié de 1,2 % pendant la période dans un contexte de nette détente des taux à court terme.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en juillet

L'indice provisoire des prix de détail a enregistré une baisse de 0,2 % en juillet, qui a succédé à une stabilité en juin, et marque une hausse de 1,5 % sur un an. Au premier trimestre, le PIB a progressé de 0,7 % en volume. L'activité dans le BTP s'est légèrement redressée au deuxième trimestre, mais pour l'ensemble des six premiers mois de l'année, le nombre des logements commencés a diminué de 1 % par rapport à la période correspondante de 1994. L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre, comme au premier, et le taux de chômage au sens du BIT est revenu de 11,6 % en mai à 11,5 % en juin.

La balance des paiements en mai

En données FAB-FAB cvs, l'excédent *commercial* est resté à un niveau élevé (8,8 milliards de francs), proche de la moyenne des douze derniers mois, après le record atteint en avril (12,1 milliards de francs). Le solde positif cumulé sur cinq mois est fortement supérieur à celui de la période correspondante de 1994, tant en données cvs (51,2 milliards de francs, contre 30,5 milliards), qu'en données brutes (48,2 milliards de francs, au lieu de 28,1 milliards).

L'excédent du *compte des transactions courantes* se maintient à un haut niveau : 5,2 milliards de francs en données brutes et 7,4 milliards de francs en données cvs, contre respectivement 8,1 milliards et 10,2 milliards en avril. En cinq mois, il a plus que doublé par rapport à la période correspondante de l'an passé (63,2 milliards de francs en données cvs, au lieu de 25,8 milliards).

Le *compte financier* a enregistré des entrées de 16,7 milliards de francs. Pour les cinq premiers mois de l'année, les *flux financiers à long terme* se traduisent par des sorties en très nette réduction par rapport à la période correspondante de l'an dernier (- 22,6 milliards de francs, contre - 176,6 milliards). En mai, les non-résidents ont poursuivi, mais de façon plus modérée qu'en avril, leurs achats de valeurs françaises (bons du Trésor en particulier) et les résidents ont repris leurs acquisitions de titres étrangers, après un répit en mars et avril. Faiblement positifs en mai (+ 11,1 milliards de francs), les *flux financiers à court terme (hors avoirs de réserve)* sont à l'origine de sorties de 11,5 milliards de francs depuis le début de l'année. Les *avoirs de réserve (bruts)* ont diminué de 0,2 milliard de francs en mai, après une augmentation de 0,6 milliard en avril.

Les marchés de capitaux en juillet

Les marchés de taux ont enregistré une nette amélioration, notamment sur les échéances les plus courtes.

La poursuite de l'appréciation du franc sur les marchés de change a stimulé cette évolution, permettant au Conseil de la politique monétaire d'abaisser de 25 points de base à deux reprises le taux des pensions de 5 à 10 jours, le ramenant de 7,50 % à 7,0 %.

Les taux longs ont suivi une tendance baissière moins forte, dans un contexte international marqué par les tensions subies par le marché américain dans la seconde moitié du mois.

Le recul des taux courts a cependant permis au marché obligataire français d'enregistrer une détente sensible. D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare à 10 ans est passé de 7,63 % à 7,43 %. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund a continué à se resserrer quelque peu, cédant 5 points de base, pour se situer à 63 points de base le 31 juillet.

L'encours global des titres de créances négociables a perdu 21 milliards de francs. Ce reflux est dû essentiellement à la diminution de l'encours des certificats de dépôt, qui baisse de 16 milliards de francs, et de celui des bons des institutions financières, qui se réduit de 4 milliards. L'encours des bons à moyen terme négociables reste stable, ainsi que celui des billets de trésorerie.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité s'est ralentie, amorçant dès la mi-juillet la traditionnelle pause estivale.

Bien orientée durant la première quinzaine, la Bourse de Paris a ensuite suivi une tendance moins favorable. Sur l'ensemble du mois, l'indice CAC 40 a néanmoins progressé de 3,2 %.

Les agrégats monétaires

En juin, l'agrégat de monnaie M3 a augmenté de 0,5 %, après avoir progressé de 0,4 % le mois précédent (chiffre rectifié). Cet accroissement est surtout imputable aux moyens de paiements (M1), en hausse de 1,9 %, alors que les avoirs sur livrets rémunérés à taux réglementés (M2 – M1) sont restés stables. Les placements rémunérés à taux de marché se contractent légèrement (– 0,2 %), après deux mois de hausse soutenue. L'essor des dépôts à terme (+ 2,3 %) et des titres d'OPCVM monétaires (+ 0,4 %) a été moins rapide qu'en mai.

Sur un an, entre moyennes trimestrielles centrées, M1 présente une croissance modérée de 0,4 %, tandis que l'augmentation des autres agrégats est plus soutenue : 4,2 % pour M2 et 3,9 % pour M3.

Le développement de l'épargne contractuelle (P1) s'est de nouveau raffermi (11,2 % sur un an). En rythme annuel, les plans d'épargne-logement ont augmenté de 13,3 % et les plans d'épargne populaire de 15,1 %.

À fin mai, la croissance de l'endettement intérieur total a été de 4,4 % en glissement sur douze mois. La progression des financements de marché reste soutenue (12,3 %). Les crédits à l'économie marquent une reprise, en variation mensuelle, pour le quatrième mois consécutif (0,1 %) et présentent une légère croissance en glissement annuel (0,3 %).

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les privatisations

- 7 juillet** L'offre publique de vente des titres Usinor-Sacilor a rencontré un accueil réservé auprès des particuliers (800 000 souscripteurs), mais 129 millions d'actions ont été placées auprès des investisseurs institutionnels, dont 31,5 % auprès d'investisseurs français.

Les actions en faveur de l'emploi

- 10 juillet** Le Premier ministre annonce que des guichets initiative-emploi seront mis en place dans tous les départements d'ici à fin octobre. Cette structure, installée dans les chambres de commerce et les agences de l'ANPE, devrait permettre aux employeurs d'obtenir une information sur les différentes modalités d'embauche.
- 12 juillet** Le Conseil des ministres approuve un projet de loi instaurant un allégement des charges applicable dès le 1^{er} septembre et qui prendra la forme d'une ristourne, égale à FRF 800 pour un salarié payé au SMIC et dégressive jusqu'à 1,2 fois le SMIC, sur les cotisations sociales dues par les employeurs.
- 28 juillet** L'Assemblée nationale adopte en première lecture les deux projets de loi instituant le contrat initiative-emploi (CIE) et allégeant les charges sur les bas salaires.

Les finances publiques

- 28 juillet** L'Assemblée nationale et le Sénat adoptent définitivement le collectif budgétaire qui porte le déficit prévisionnel pour 1995 à FRF 321,6 milliards.

La réforme de la Constitution

- 31 juillet** Le Congrès du Parlement, réunissant députés et sénateurs à Versailles, adopte la neuvième réforme de la Constitution de 1958 étendant le champ du référendum, instaurant la session parlementaire unique de neuf mois et modifiant le régime de l'immunité parlementaire.

La Banque de France et la politique monétaire

- 6 juillet** La Banque de France ramène le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 7,50 % à 7,25 %.

- 18 juillet** Le gouverneur de la Banque de France demande aux établissements de crédit de mettre de l'ordre dans la pratique de la « vente à perte » en informant, chaque trimestre, leurs conseils d'administration, leurs commissaires aux comptes et la Commission bancaire des conditions offertes à leurs clients, dès lors que celles-ci sont inférieures à un certain seuil.
- 20 juillet** La Banque de France abaisse le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 7,25 % à 7,0 %
- 3 août** La Banque de France réduit le taux de ses prises en pension de 5 à 10 jours de 7,0 % à 6,50 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels

La production industrielle

- 21 juillet** Après une baisse de 2,0 % en avril, l'indice de la production industrielle a progressé de 2,2 % en mai, retrouvant son niveau du mois de mars.

Les créations et les défaillances d'entreprises

- 12 juillet** Le nombre des créations d'entreprises s'est élevé à 23 930 (cvs) en juin, contre 23 870 en mai.
- 24 juillet** Selon l'INSEE, de décembre 1994 à février 1995, le nombre des défaillances d'entreprises (cvs) a baissé de 2,3 % par rapport aux trois mois précédents et de 8,7 % par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Les immatriculations d'automobiles

- 3 juillet** En juin, elles ont fait un bond de 46,3 % sur un an, portant à 7,8 % la progression du premier semestre par rapport à la période correspondante de 1994.

Les mises en chantier de logements

- 25 juillet** Au premier trimestre, elles ont baissé de 1,3 % par rapport à la période correspondante de 1994.

La consommation des ménages

- 25 juillet** En juin, la consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté de 4,2 %, après une hausse de 1,4 % en mai. Sur l'ensemble du trimestre, elle s'est accrue de 2,8 %, contre une baisse de 0,1 % au cours des trois mois précédents.

L'emploi

- 1^{er} juillet** En mai, le nombre des demandeurs d'emploi a diminué de 0,5 %, revenant à 3,25 millions (cvs). Sur un an, le recul atteint 2,7 %. Le taux de chômage est resté stable à 11,6 %.

Les salaires

- 10 juillet** En 1994, le salaire brut moyen dans les secteurs privé et semi-public s'est élevé à FRF 12 682, le salaire médian s'établissant à FRF 10 530. Compte tenu de la hausse des prélèvements sociaux, le pouvoir d'achat du salaire net moyen a diminué de 0,8 %.

Les prix

- 21 juillet** En juin, l'indice définitif des prix à la consommation est resté stable, sa hausse en glissement annuel se maintenant à 1,6 %.

Le coût de la construction

- 18 juillet** L'indice du coût de la construction s'est établi à 1 011 à la fin du premier trimestre 1995. La moyenne des quatre derniers indices ressort à 1 017, contre 1 015,25 un an plus tôt.

Les comptes extérieurs

- 12 juillet** En avril, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de FRF 10,4 milliards (cvs), après 6,7 milliards en mars et 8,5 milliards en février.

- 26 juillet** En mai, la balance commerciale a enregistré un solde positif de FRF 8,8 milliards. Sur les cinq premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 50 milliards, contre 30,5 milliards pour la période correspondante de 1994.

2.2. Étranger

- 3 juillet** Aux États-Unis, l'indice national des directeurs d'achat (NAPM) ressort à 45,7 en juin (contre 46,1 en mai) ; les revenus des ménages diminuent de 0,2 % en mai (après + 0,3 % en avril).
- 4 juillet** La Banque royale de Suède augmente le taux d'intérêt sur les prises en pension de 25 points, à 8,91 %.
- 5 juillet** En Allemagne, la balance commerciale est en excédent de 6,3 milliards de deutschemarks en avril (contre 6,2 milliards en avril 1994).
En Italie, le PIB du premier trimestre 1995 est en progression de 4,0 % en rythme annuel (après 2,9 % au dernier trimestre 1994).
- 6 juillet** Aux États-Unis, recul de 0,2 % des indicateurs avancés en mai.
Au Japon, excédent commercial de USD 10,01 milliards en mai (contre 12,47 milliards en avril).
En Allemagne, taux de chômage stable à 9,0 % en juin, baisse de 0,8 % en rythme annualisé de M3 en mai (chiffre définitif).
La Banque nationale du Danemark abaisse de 6,0 % à 5,75 % le taux des dépôts et de 6,35 % à 6,20 % le taux de ses pensions à deux semaines.
En Italie, hausse de 0,5 % des prix à la consommation en juin (5,8 % sur l'année).
À l'issue du Comité fédéral de l'open market, le Système de réserve fédérale ramène de 6,0 % à 5,75 % l'objectif de taux des fonds fédéraux (*Fed funds*).
- 7 juillet** Forte injection de liquidités par la Banque du Japon, qui provoque un repli d'environ 0,50 % des taux monétaires nippons.
Aux États-Unis, repli de 5,7 % à 5,6 % du taux de chômage en juin et création de 215 000 emplois non agricoles.
Les principales banques américaines réduisent de 9,0 % à 8,75 % leur taux de base.
- 10 juillet** Annonce par la Banque du Canada d'une baisse de 7,0 % à 6,75 % du taux au jour le jour.
- 12 juillet** En Allemagne occidentale, hausse de 0,4 % des prix de détail en juin (2,4 % sur douze mois).
- 13 juillet** Aux États-Unis, baisse de 0,1 % en juin des prix à la production.
Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne décide de laisser inchangés le taux d'escompte et le taux Lombard à 4 % et 6 % respectivement. La fourchette-objectif de croissance de l'agrégat monétaire M3 pour 1995 par rapport au quatrième trimestre 1994 est maintenue à 4 %-6 %, alors que le rythme observé depuis le début de l'année est inférieur à la limite basse. Le Conseil décide de ramener, à compter du 1^{er} août, le taux des réserves obligatoires de 5 % à 2 %

pour les dépôts à vue et de 2,0 % à 1,5 % pour les livrets d'épargne. Celui relatif aux placements à terme demeure inchangé à 2 %. Les banques ne seront toutefois plus autorisées à soustraire les billets en caisse du montant des réserves à constituer. Celui-ci, qui est de DEM 42 milliards actuellement, serait ainsi réduit de DEM 7 milliards.

En dépit du maintien des taux directeurs de la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque nationale suisse baisse son taux d'escompte, qui n'a toutefois qu'une valeur symbolique, de 0,5 point, à 2,5 %.

- 14 juillet** Aux États-Unis, progression de 0,7 % des ventes de détail en juin et hausse de 0,7 % des prix de détail en juin (3 % sur l'année).
- 15 juillet** En Italie, approbation par la Chambre des Députés du projet de loi sur les retraites.
- 17 juillet** Au Japon, excédent commercial de USD 11,57 milliards en juin (dont 4,19 milliards avec les États-Unis), contre 6,99 milliards en mai (dont 3,3 milliards avec les États-Unis).
En Espagne, les nationalistes catalans retirent leur soutien à M. Gonzales.
- 18 juillet** Aux États-Unis, déficit de USD 11,43 milliards de la balance des biens et services en mai.
- 19 juillet** Aux États-Unis, baisse de 0,1 % des mises en chantier de logements en juin.
Audition, par le Congrès, de M. Greenspan (Humphrey Hawkins Testimony).
- 21 juillet** En Italie, le chiffre préliminaire fait ressortir une inflation modérée en juillet (+ 0,1 %, soit + 5,6 % sur un an).
Au Royaume-Uni, progression de 0,6 % du PIB au deuxième trimestre et déficit du commerce extérieur hors Union européenne au plus haut niveau depuis décembre 1994 (GBP 765 millions en juin).
- 25 juillet** Aux États-Unis, hausse de 6,5 % des ventes de maisons en juin.
- 26 juillet** En Allemagne occidentale, le chiffre préliminaire d'inflation en juillet fait apparaître une baisse de 0,1 % (+ 2,3 % en rythme annuel).
- 27 juillet** Aux États-Unis, recul de 0,1 % des commandes de biens durables en juin.
La Banque nationale du Danemark réduit de 6,20 % à 6,05 % les taux des pensions à deux semaines.
- 28 juillet** Aux États-Unis, le taux de croissance du PIB pour le deuxième trimestre 1995 s'établit à + 0,5 % en rythme annuel.
Au Japon, en juin, taux de chômage de 3,1 %, recul de 0,1 % des prix à la consommation et de 0,8 % de la production industrielle.
- 28 juillet** La Banque centrale du Danemark réduit le taux de prise en pension à deux semaines de 6,20 % à 6,05 %. Le taux d'escompte et le taux des dépôts restent inchangés à 5,75 %.
- 31 juillet** Aux États-Unis, hausse de 0,4 % en rythme annuel du revenu des ménages et de 0,2 % des dépenses de consommation, en juin.

- 2 août** Le ministère des Finances japonais annonce la mise en place de mesures destinées à promouvoir les investissements japonais à l'étranger. Ce plan vise à réduire l'excédent de la balance des paiements et à faire baisser le yen.
- 3 août** La Banque centrale du Danemark abaisse son taux d'escompte de 5,75 % à 5,50 %. Le taux des prises en pension à deux semaines est également réduit de 6,05 % à 5,90 %. La précédente diminution, de même ampleur, avait eu lieu le 27 juillet.
- 7 août** La Banque fédérale d'Allemagne alloue 53,5 milliards lors de son appel d'offres hebdomadaire, dont 35 % au taux minimum de 4,45 %, en légère baisse par rapport au taux retenu depuis début avril 1995 (4,51 %-4,50 %).
- 9 août** La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 4,50 % à 4,45 %. Le taux au jour le jour est lui aussi abaissé de 5,75 % à 5,70 %. Le taux des avances hors-plafond et le taux d'escompte demeurent inchangés respectivement à 8,75 % et 4,0 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

La modération de l'activité se confirme au Royaume-Uni et en Allemagne, et aucune reprise ne se manifeste au Japon. Aux États-Unis, les chiffres récemment publiés confirment le ralentissement au premier semestre, mais certains signes suggèrent la possibilité d'un rebond dans les mois à venir. La hausse des prix de détail s'est modérée dans l'ensemble en juillet. Dans la plupart des pays, la détente des taux d'intérêt à court terme s'est poursuivie, alors que la baisse dans le compartiment du long terme s'est interrompue.

La hausse des **prix de détail**, qui avait marqué une légère accélération en juin dans certains pays, s'est modérée en juillet. Ainsi, en Allemagne occidentale, le glissement annuel est revenu à 2,3 %, contre 2,4 % en juin. En Belgique et aux Pays-Bas, le même mouvement a été observé. En Italie, le recul a été plus prononcé : l'accroissement mensuel, qui avoisinait 0,6 point en moyenne depuis février, est revenu à 0,1 point, ce qui s'est traduit par un ralentissement de la progression annuelle de 5,8 % en juin, à 5,6 % en juillet. En juin, aux États-Unis, le glissement annuel est revenu à 3,0 %, contre 3,2 % en mai. Au Japon, la variation des prix de détail a été négative (- 0,1 %) sur un mois et est restée très faible, à 0,3 %, en glissement annuel. Au Royaume-Uni, les prix de détail ont progressé de 3,5 % sur un an en juin, après 3,4 % en mai.

La baisse graduelle des **taux d'intérêt** à long terme, qui était observée depuis avril, s'est atténuée au Japon et a fait place à une légère remontée en Allemagne et aux États-Unis. À court terme, en revanche, la détente s'est poursuivie pour les taux à trois mois aux États-Unis et au Japon ; en Allemagne, les taux sont restés quasiment stables, et une remontée est intervenue au Royaume-Uni.

Aux **États-Unis**, selon des résultats préliminaires, la croissance du PIB est revenue de

2,7 % en rythme annuel au premier trimestre à 0,5 % seulement au deuxième, soit la progression la plus faible depuis le quatrième trimestre 1991. Certes, la consommation est mieux orientée (+ 2,5 %, après + 1,6 %), les ménages ayant compensé la décélération de leurs revenus par une ponction sur leur épargne, dont le taux a baissé d'un point, à 4,1 %, d'un trimestre à l'autre. Mais la construction de logements s'est contractée encore plus fortement qu'au premier trimestre (- 14,2 %, après - 3,4 %) et les entreprises ont limité aussi bien leurs investissements (+ 11,8 %, contre + 21,5 %) que leurs stocks. Les exportations de biens et services ont retrouvé une certaine vigueur par rapport au trimestre précédent (+ 7,2 %, après + 4,8 %), mais, compte tenu de la progression toujours vive des importations, la contribution de l'extérieur à la croissance est restée négative.

Les indicateurs ayant un caractère précurseur suggèrent une amélioration de la conjoncture dans les prochaines semaines. Les ménages bénéficient en effet de revenus disponibles légèrement croissants depuis le mois de mai, et leur taux d'épargne s'est stabilisé en juin à 4,1 %. Toutefois, certains facteurs de ralentissement subsistent : en juin, les commandes de biens durables ont reculé, après une hausse temporaire en mai, les mises en chantier de logements se sont repliées et le taux d'utilisation des capacités de production est revenu à 83,5 %, contre 83,7 % le mois précédent. Par ailleurs, le taux de chômage est passé de 5,6 % en juin, à 5,7 % en juillet, interrompant trois mois de lente décrue.

Au **Japon**, l'activité ne montre aucun signe de reprise. La production industrielle a baissé en juin ($-0,8\%$), pour le troisième mois consécutif. Les mises en chantier de logements se replient depuis mars. La situation sur le marché du travail s'est dégradée : des destructions d'emplois ont eu lieu dans le secteur manufacturier, et le taux de chômage, dans l'ensemble de l'économie, est remonté à $3,2\%$ en juin, contre $3,1\%$ en mai et $2,9\%$ un an plus tôt. L'orientation défavorable de l'activité est également reflétée par l'évolution des échanges commerciaux. En juin, l'excédent exprimé en dollars s'est certes accru, à USD 11,6 milliards en données brutes, soit $+2,1\%$ sur un an. Mais les indices de volume montrent un net ralentissement, par rapport aux mois précédents, de la progression des exportations ($+3,1\%$ sur un an, après $+11,2\%$ en mai), comme de celle des importations ($+11,3\%$, après $+15,5\%$).

En **Allemagne**, le ralentissement de l'activité semble se confirmer. D'après les statistiques très fragiles actuellement disponibles, et susceptibles d'être plusieurs fois révisées, la production industrielle aurait fortement reculé au premier trimestre ($-4,1\%$), puis se serait redressée temporairement en avril avant de pratiquement stagner en mai ($+0,1\%$). Les commandes à l'industrie, stables en mars, ont fléchi de $0,8\%$ en avril. En mai, elles se seraient toutefois accrues de $2,9\%$, grâce au redressement des ordres en provenance de l'étranger. Dans la partie occidentale, les ventes au détail n'ont enregistré, en avril comme en mai, qu'un faible redémarrage ($+1\%$), après une nette contraction en mars (-7%). Le taux de chômage, en données cvs, est demeuré à $8,3\%$ en juillet ; pour l'ensemble de l'Allemagne, en données brutes, il s'est établi à $9,4\%$.

Au **Royaume-Uni**, le PIB, selon des données provisoires, n'aurait progressé que de $0,6\%$ au deuxième trimestre, après $0,7\%$ au premier. Sur un an, sa croissance s'est ralentie à $2,9\%$, contre $3,8\%$. Les données sur les composantes du PIB

ne sont pas encore disponibles. Il semble toutefois que la consommation privée, déjà en recul au premier trimestre, soit restée très faible au cours des derniers mois : les ventes au détail ont stagné en juin, après une brève remontée en mai, et leur progression sur un an est revenue de $1,2\%$ à $1,1\%$. Le manque de vigueur de la production industrielle, constaté depuis le mois d'avril, conduit aussi à supposer que l'investissement des entreprises a pu continuer à décliner. Enfin, la diminution du nombre de personnes au chômage s'est nettement ralentie en juin, laissant le taux de chômage inchangé à $8,3\%$ pour le troisième mois consécutif. Seuls les échanges avec l'extérieur constituent un réel soutien à l'activité : d'après les statistiques publiées pour le mois de mai, les exportations auraient augmenté de $15,5\%$ sur un an en valeur (après $+10,5\%$ en avril), contre $+13,1\%$ pour les importations (après $+15,8\%$).

En **Italie**, l'amélioration de la conjoncture, sensible depuis le début de l'année, se confirme. Le dynamisme des investissements des entreprises et la vigueur des exportations restent le principal soutien de l'activité. Toutefois, la consommation privée apparaît également mieux orientée : les ventes au détail ont régulièrement augmenté depuis le début de l'année ($+6,9\%$ en valeur sur un an en avril, dernière donnée disponible), et l'indice de confiance des ménages s'est très sensiblement redressé sur la période la plus récente.

En **Espagne**, l'activité reste soutenue. La production industrielle a progressé de $9,8\%$ sur un an en mai, après $+0,4\%$ en avril. Ce fort accroissement porte à $8,2\%$ l'augmentation au cours des cinq premiers mois par rapport à la période correspondante de 1994. Le dynamisme des exportations reste aussi patent ($+24,7\%$ en valeur sur un an en mai). Il s'accompagne cependant d'une poussée des importations ($+29,9\%$), qui s'est traduite par un élargissement très marqué du déficit commercial ($+47\%$ en mai 1995, par rapport à mai 1994).

3.2. L'évolution des principales devises

Le dollar a connu au mois de juillet des évolutions contrastées, puisqu'il s'est apprécié assez nettement par rapport au yen tout en demeurant stable par rapport au deutschemark. La monnaie allemande s'est par ailleurs repliée vis-à-vis de la plupart des devises européennes, et plus particulièrement vis-à-vis du franc, qui s'est apprécié de 1,2 % sur la période.

La détente de 25 points de base, à 5,75 %, des conditions monétaires du Système de réserve fédérale initiée à l'issue du Comité fédéral de l'open market du 6 juillet, puis la baisse de 1,25 % à 0,75 % du taux au jour le jour de la Banque du Japon ont permis une vive appréciation du **dollar** au début du mois de juillet, tant contre deutschemark que contre yen, dans la mesure où elles ont donné à penser aux opérateurs qu'un accord existait entre les principales puissances industrielles pour favoriser son redressement. Par la suite, le dollar s'est replié vis-à-vis des principales monnaies européennes mais a pu conserver une partie de son avance contre la devise japonaise. En effet, le maintien inchangé, à l'issue du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne du 13 juillet, des taux directeurs allemands a déçu l'attente des marchés et suscité un recul assez net de la devise américaine face au deutschemark, encore aggravé par l'annonce d'un déficit commercial des États-Unis qui a atteint 11,43 milliards de dollars en mai. La réaction négative des marchés obligataire et boursier américains aux propos de M. Greenspan devant le Congrès (Humphrey Hawskings Testimony), dont ils ont tiré le sentiment qu'une nouvelle baisse des taux était exclue dans l'immédiat, a également pesé sur la tenue du dollar. Face au **yen**, la monnaie américaine a bénéficié de la réduction de l'excédent japonais des paiements courants (de 11,35 milliards de dollars en avril à 8,94 milliards en mai) et a été soutenu par des rumeurs d'interventions de banques centrales.

Parmi les principales devises flottantes, la **livre sterling** a généralement accompagné, de façon amortie, les fluctuations du dollar. Elle a également varié au gré de considérations domestiques. Ainsi, la victoire de M. Major au détriment de M. Redwood lors des élections au sein du Parti conservateur a favorisé en début de période une remontée de la livre sterling, qui bénéficiait également des anticipations de hausse des taux du Royaume-Uni, alimentées par un indice des directeurs d'achats pour le mois de juin meilleur qu'attendu. Par la suite, la monnaie britannique a un peu pâti d'une réduction moins forte que prévue du besoin de financement du secteur public (à 3,28 milliards de livres sterling en juin, après un chiffre de 4,19 milliards en mai qui avait déjà déçu), du ralentissement de l'économie mise en évidence par la dernière enquête de tendance du patronat britannique, ainsi que d'une stabilité en juin des ventes de détail (+ 1,1 % en rythme annuel) et du taux de chômage (à 8,3 %).

Le **franc suisse** s'est temporairement effrité à la suite de la réduction d'1/2 point, à 2,5 % du taux d'escompte de la Banque nationale suisse, le 13 juillet.

La **lire italienne** s'est nettement appréciée, en liaison avec les progrès enregistrés par l'examen du projet de réforme des pensions puis avec son adoption par la Chambre des Députés et le vote de confiance obtenu par le gouvernement de

M. Dini. Par la suite, elle s'est temporairement repliée, du fait de craintes de tensions inflationnistes, mais la publication d'un chiffre d'inflation meilleur que prévu pour le mois de juillet (+ 0,1 %, soit + 5,6 % en rythme annuel, contre + 5,9 % attendu), alors que le PIB a progressé de 4,0 % en rythme annuel au premier semestre 1995, a permis à la lire, alors que ses taux à court terme restaient élevés, de se redresser et de renouer avec une tendance à la hausse.

La **couronne suédoise** a gagné près de 3,5 % par rapport au deutschemark. Elle a bénéficié de la décision de la Banque royale de Suède de relever son taux des « repo » de 25 points de base, à 8,91 %, qui, en témoignant de sa volonté de lutter contre les pressions inflationnistes, a rassuré les marchés. On a donc pu noter d'importants achats de titres du Royaume par les non-résidents et une bonne orientation générale du marché obligataire, qui s'est encore accentuée, après l'annonce d'une progression plus faible que prévue des prix à la production en juin (+ 0,3 %, soit + 11,1 % en rythme annuel).

D'une fin de mois à l'autre, le **deutschemark** s'est replié par rapport à la plupart des monnaies du mécanisme de change européen. La monnaie allemande a été relativement soutenue en début de mois par les propos de M. Issing, membre du Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne, indiquant que les chiffres d'inflation pour juin étaient décevants, ce qui semblait écarter l'hypothèse d'une baisse des taux dans l'immédiat, puis par une croissance de l'agrégrat monétaire M3, légèrement supérieure aux anticipations (de + 0,3 % cvs en taux annualisé en juin, par rapport au quatrième trimestre 1994), et par la décision de la Banque fédérale d'Allemagne de laisser ses taux directeurs et le taux de son opération hebdomadaire de refinancement inchangés à la veille de sa trêve estivale. Mais l'annonce d'une contraction de 0,1 % de l'indice des prix à la consommation en Allemagne de l'Ouest en juillet (après une hausse de 0,4 % en juin), soit + 2,3 % en rythme annuel (contre + 2,4 %), a par la suite quelque peu relancé les anticipations de baisse

des taux et pesé sur le deutschemark, qui a par ailleurs souffert du raffermissement de certaines devises européennes, et en particulier du franc français. En Allemagne, la production industrielle a augmenté de 0,1 % en mai (après + 2,5 % en avril), l'excédent commercial pour avril s'est établi à DEM 6,3 milliards, tandis le déficit des paiements courants ressortait à DEM 1,6 milliard en avril.

La progression de la **peseta** a été particulièrement notable, dans la mesure où le gouvernement espagnol a été confronté sur la période à des difficultés politiques : décision du Parti catalan de retirer son soutien au gouvernement, implication du Premier ministre dans les activités illicites du GAL. La devise espagnole continuait de bénéficier de l'impact positif des déclarations de M. Solbes, ministre de l'Économie, indiquant que l'Espagne n'était pas favorable aux dévaluations compétitives et que l'objectif de réduire le déficit budgétaire, à 4,4 % du PIB d'ici 1996, n'était pas négociable.

La bonne tenue de la **couronne danoise** a permis à la Banque nationale du Danemark d'abaisser son taux des dépôts de 6,0 % à 5,75 % et son taux des pensions à deux semaines de 6,35 % à 6,20 % puis à 6,05 %.

Le **franc français** s'est particulièrement bien comporté au cours du mois de juillet. En début de période, le gouverneur de la Banque de France avait indiqué que « le Conseil de la politique monétaire jugeait que les conditions nécessaires à une baisse ordonnée des taux d'intérêt avec un franc solide étaient réunies » et que « la valeur moyenne à venir du franc était son cours pivot bilatéral avec les monnaies les plus crédibles du mécanisme de change européen ». Les cours du deutschemark sur notre place ont progressivement baissé, le franchissement de seuils de résistance technique entraînant quelques liquidations de positions de non-résidents à la baisse sur notre monnaie, et un regain d'intérêt des investisseurs, notamment japonais, pour le

LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

L'évolution des principales devises

franc et les actifs libellés en francs. Les baisses successives qui ont fait passer le taux au jour le jour de 7,16 % à 6,37 %, comme la décision du Conseil de la politique monétaire de réduire de 25 points de base, à 7,25 % (le 9 juillet), puis à 7,0 % (le 20 juillet) le taux des pensions de 5 à 10 jours, ont accompagné cette amélioration ; elles ont été bien accueillies par le marché et ont permis une nette détente des taux à court terme. De

même, l'écart OAT-Bund s'est réduit, passant de 70 points de base le 30 juin à 63 points de base le 31 juillet. Plusieurs indicateurs économiques favorables, (excédent cvs du commerce extérieur de FRF 8,2 milliards en mai, produit intérieur brut progressant de 0,7 % au premier trimestre 1995, inflation nulle en juin, baisse du chômage), ont également contribué au renforcement du franc.

COURS DE CHANGE À PARIS

		(en francs)		
Principales monnaies étrangères à Paris		30 juin 1995	31 juillet 1995	Variation (en pourcentage)
États-Unis.....	1 USD	4,853	4,767	-1,77
Écu privé	1 XEU	6,452	6,4225	-0,46
Allemagne	100 DEM	350,27	345,76	-1,29
Belgique	100 BEF	17,0355	16,818	-1,28
Pays-Bas.....	100 NLG	312,70	308,59	-1,31
Danemark.....	100 DKK	89,72	88,93	-0,88
Espagne	100 ESP	4,0005	4,021	0,51
Portugal	100 PTE	3,315	3,31	-0,15
Irlande	1 IEP	7,963	7,8615	-1,27
Royaume-Uni	1 GBP	7,7405	7,6415	-1,28
Italie.....	1 000 ITL	2,9595	3,0085	1,66
Grèce	100 GRD	2,154	2,133	-0,97
Suède		66,61	67,74	1,70
Finlande.....	100 SEK	113,36	113,92	0,49
Autriche.....	100 FIM	49,81	49,154	-1,32
Norvège.....	100 ATS	78,60	78,00	-0,76
Suisse	100 NOK	421,45	416,44	-1,19
Japon	100 CHF	5,7195	5,4282	-5,09
	100 JPY			

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

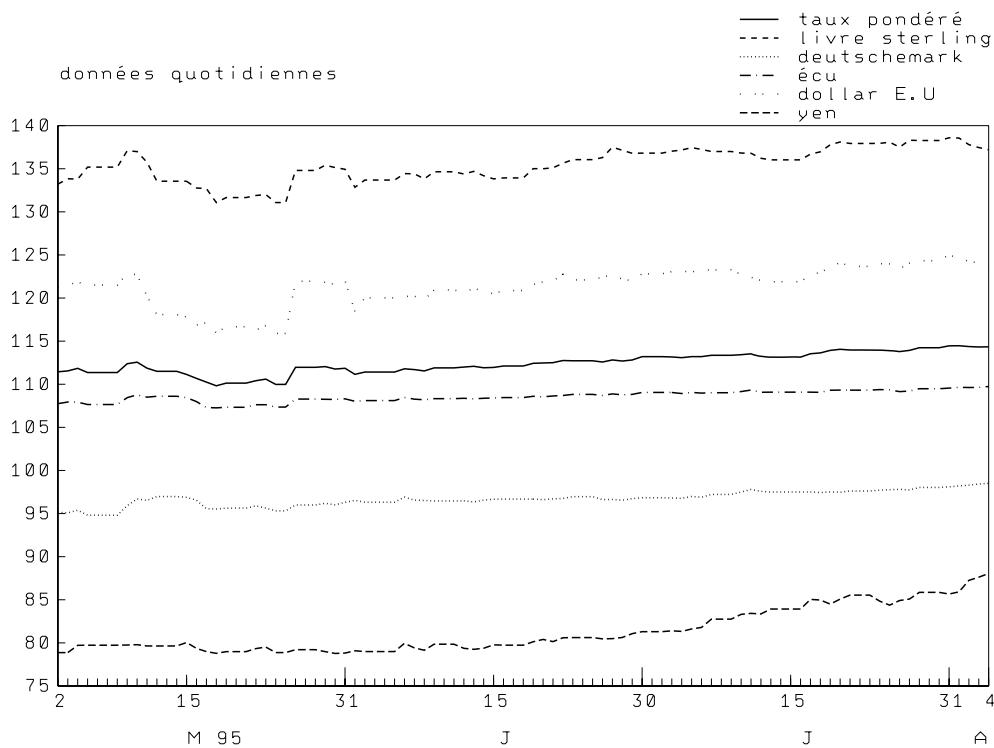
	1 mois		3 mois	
	30 juin 1995	31 juillet 1995	30 juin 1995	31 juillet 1995
Dollar	6,063	5,813	6,00	5,813
Livre sterling.....	6,687	6,75	6,875	6,812
Deutschmark.....	4,531	4,50	4,531	4,50
Franc suisse	3,00	2,625	3,00	2,687
Franc français.....	6,995	6,31	6,87	6,185

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

Mise à jour le 31 juillet 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 19 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

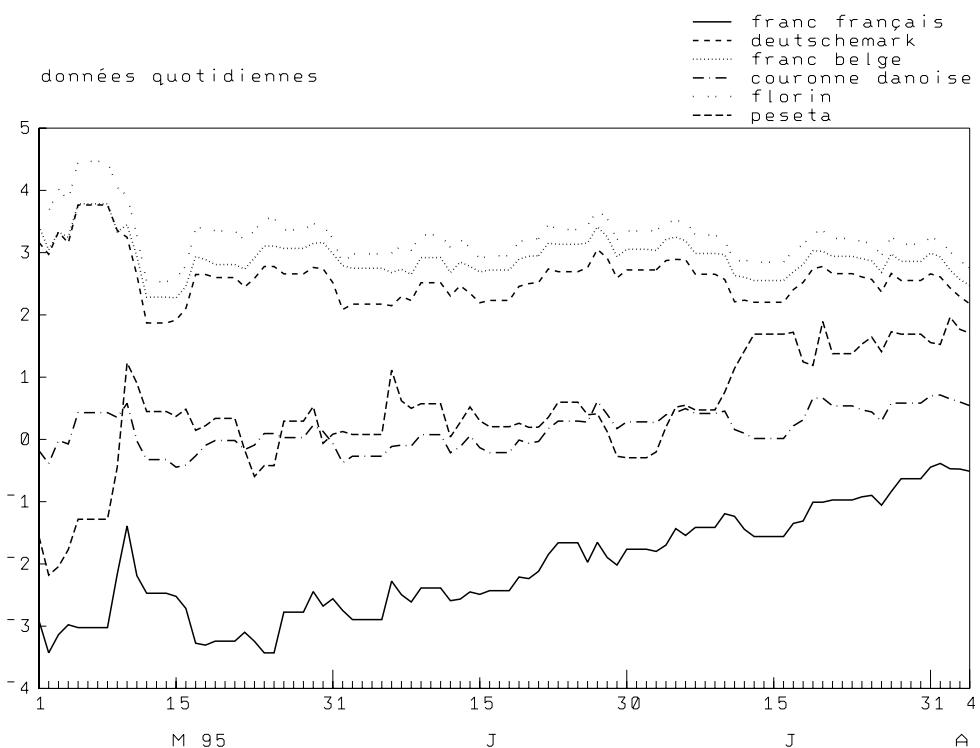
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

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

Mise à jour le 7 août 1995

Au mois de juillet, le franc s'est régulièrement apprécié vis-à-vis du deutschemark et est resté stable vis-à-vis de l'écu. Notre devise s'est également appréciée par rapport au dollar et à la livre sterling. Enfin, la progression du franc a été particulièrement nette à l'égard du yen.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



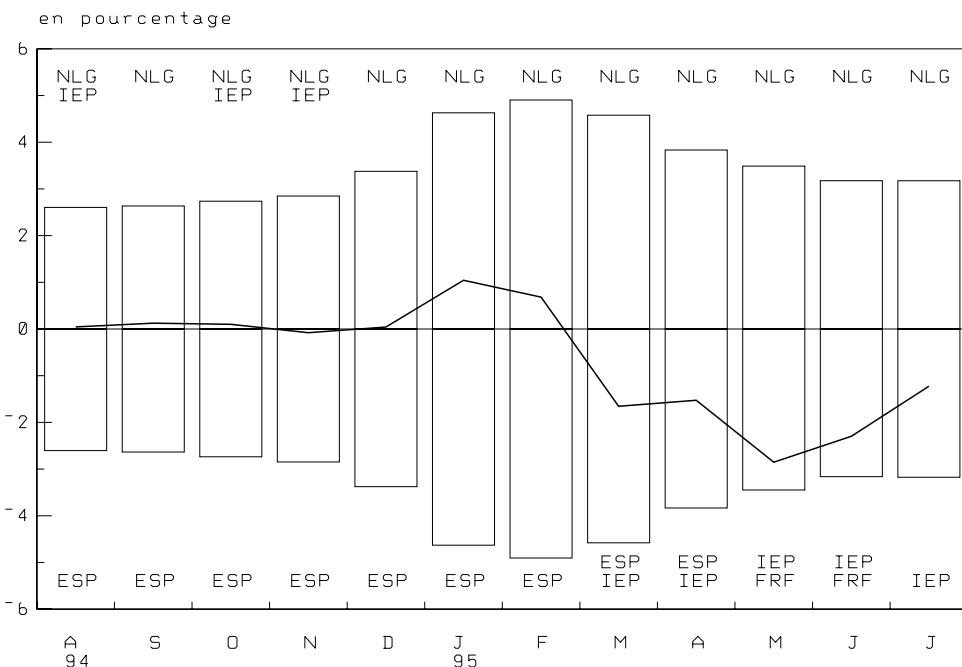
Ce graphique permet de représenter l'évolution des positions de quelques-unes des monnaies appartenant au Système monétaire européen. Au sein du mécanisme de change, la « prime » (ou décote) entre deux monnaies (déterminée par le rapport des cours de marché sur les cours pivot) ne peut excéder 15 % (à 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 7 août 1995

Durant la période considérée, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen s'est rapprochée de celle des monnaies du noyau dur (deutschmark, florin, franc belge) et de la couronne danoise. La situation de la peseta s'est elle aussi nettement améliorée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



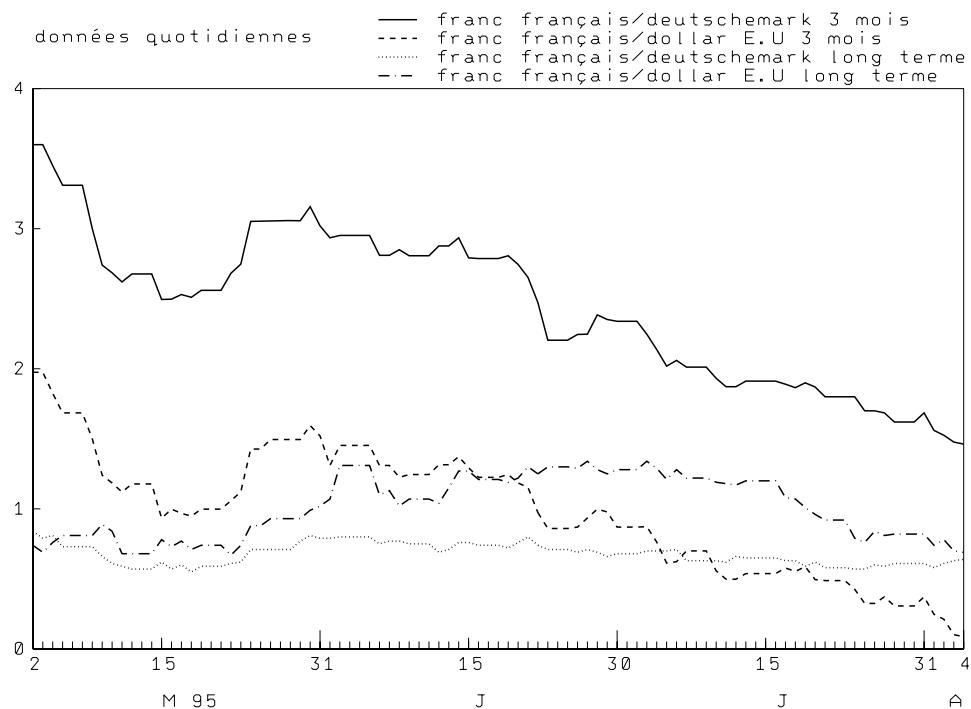
Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure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

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

Mise à jour le 7 août 1995

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin néerlandais est resté durant tout le mois en opposition avec la livre irlandaise qui a enregistré l'écart négatif moyen le plus important. Globalement l'écart entre les extrêmes n'a pas varié.

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 7 août 1995

L'écart de taux court avec l'Allemagne a continué à diminuer pour atteindre 150 points de base à la suite des baisses du taux au jour le jour français et malgré la détente des taux à 3 mois allemands provoquée par des anticipations de poursuite d'une politique de détente monétaire par la Banque fédérale d'Allemagne. Cet écart s'est aussi réduit avec les États-Unis où les taux sont restés stables.

Les taux longs français et allemands ont eu des évolutions parallèles n'entraînant pas de changement significatif pour l'écart de taux entre l'OAT et le *Bund*. L'écart de taux long avec les États-Unis s'est réduit à la suite de la correction qu'a subi le marché américain.

3.3. Le marché de l'or

Dans un marché estival calme, le prix de l'once d'**or** est demeuré dans une bande de fluctuation allant de 380 dollars à 390 dollars. Dominé par le marché physique, le cours du métal fin est limité à la hausse par les ventes à terme des producteurs et à la baisse par une demande soutenue en provenance du Moyen-Orient et d'Extrême-Orient.

Plutôt orienté à la hausse en début de mois, le prix de l'or est revenu, en fin de mois, au bas de sa fourchette, pour finalement clôturer à 383,35 dollars l'once. Pour leur part, les taux d'intérêt sur l'or demeurent supérieurs à 1 % sur toutes les échéances.

COURS DE L'OR			
	Au 30 juin 1995	Au 31 juillet 1995	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	60 300	58 800	-2,49
Lingot (le kg).....	61 100	58 600	-4,09
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	347	337	-2,88
Vreneli	351	343	-2,28
Union latine	350	341	-2,57
Souverain	448	446	-0,45
20 dollars	122	120	-1,64
Peso mexicain.....	2 250	2 200	-2,22
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)...	387,60	383,35	-1,10
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35	Mise à jour le 31 juillet 1995		

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en juillet 1995¹

Les indicateurs

En juillet, selon l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont enregistré une baisse de 0,2 %, succédant à une stabilité en juin. Sur un an, la hausse des prix a été de 1,5 % (contre 1,6 % en juin).

Les comptes nationaux relatifs au premier trimestre 1995 font ressortir une augmentation du PIB de 0,7 % en volume (après + 0,8 % au trimestre précédent).

L'activité dans le BTP s'est légèrement redressée au deuxième trimestre 1995 après avoir fléchi au premier. Le nombre de logements commencés au cours des six premiers mois de l'année est en baisse de 1 % par rapport à la période correspondante de 1994.

Après une progression de 0,4 % au premier trimestre, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a augmenté de 0,4 % au deuxième trimestre 1995, pour atteindre 14 756 100 emplois.

En juin, le nombre de demandeurs d'emploi (cvs) inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) est passé à 3 233 500, en baisse de 0,5 % comme en mai. En glissement annuel, le chômage a poursuivi sa décélération, diminuant de 3,2 %, après une baisse de 2,7 % en mai.

Le taux de chômage au sens du BIT s'établit à 11,5 %, contre 11,6 % en mai. Sur un an, il a fléchi de 0,9 point.

¹ La Banque de France ne réalise pas d'enquête mensuelle de conjoncture pour le mois de juillet, faute d'un nombre suffisant d'informateurs.

4.2. La balance des paiements en mai 1995

Le maintien d'un fort excédent du *commerce extérieur* de marchandises en mai (+ 6,8 milliards de francs en données brutes FAB-FAB), après un mois d'avril exceptionnel (+ 16,4 milliards), est à l'origine d'un excédent toujours élevé du *compte de transactions courantes* (+ 5,2 milliards en données brutes et + 7,4 milliards de francs en données corrigées des variations saisonnières, au lieu de + 8,1 milliards et + 10,2 milliards respectivement en avril). Le léger tassemement, constaté en mai, sur les marchandises a été fortement atténué par la bonne orientation des *revenus* dont le solde est devenu excédentaire (+ 0,5 milliard de francs, contre - 5,6 milliards le mois précédent), alors que le déficit des *transferts courants* s'est quelque peu approfondi. Sur cinq mois, l'excédent des transactions courantes a plus que doublé par rapport à la période correspondante de l'an passé (+ 63,2 milliards de francs en données cvs, au lieu de + 25,8 milliards).

Compte tenu de l'impact du poste d'ajustement (- 21,8 milliards de francs en mai et - 12,3 milliards sur les cinq premiers mois de l'année), le *compte financier* enregistre des entrées en mai (+ 16,7 milliards de francs). Les *flux financiers à long terme* se traduisent sur les cinq premiers mois de l'année par des sorties en très nette réduction par rapport à la période correspondante de 1994 (- 22,6 milliards de francs, contre - 176,6 milliards). En mai, les non-résidents ont poursuivi, mais de façon plus modérée qu'en avril, leurs achats de valeurs françaises au lendemain des élections présidentielles (+ 18,3 milliards de francs, après + 26 milliards en avril), en se portant particulièrement sur les bons du Trésor, et les résidents ont repris leurs acquisitions de titres étrangers (- 14,6 milliards) après un répit en mars et avril. Le solde des investissements directs a été à nouveau proche de l'équilibre avec des mouvements en progression assez marquée sur le mois précédent.

Les *flux financiers à court terme (hors avoirs de réserve)* ont suivi la tendance inverse, en raison des financements bancaires correspondant aux achats de titres par les non-résidents. Faiblement positifs en mai (+ 11,1 milliards de francs), ils sont à l'origine de sorties de 11,5 milliards, depuis le début de l'année.

Enfin, les *avoirs de réserve* ont peu fluctué sur le mois de mai, comme les mois précédents.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
(en données brutes – en millions de francs)								
	Année 1994 (a)	Janvier 1995 (b)	Février 1995 (b)	Mars 1995 (b)	Avril 1995 (c)	Mai 1995 (c)	5 mois de 1994 (a)	5 mois de 1995 (c)
1. COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	44 743	30 933	-2 875	8 106	8 127	5 209	13 868	49 500
dans : Biens et services	146 649	8 977	8 696	17 742	17 741	10 121	50 493	63 277
2. COMPTE DE CAPITAL.....	-25 537	-188	-151	-120	-291	-70	-2 396	-820
3. COMPTE FINANCIER	-42 522	-13 277	-4 626	-12 925	-22 201	16 686	-13 716	-36 343
3.1. Flux financiers (hors avoirs de réserve)	-29 017	-11 022	-5 016	-12 974	-21 623	16 461	-6 877	-34 174
3.1.1. Long terme								
– Investissements directs	332	-940	-230	-1 720	952	278	-6 711	-1 660
– Investissements de portefeuille.....	-308 187	-23 106	-20 198	-1 795	30 249	3 393	-187 006	-11 457
– Autres investissements.....	51 917	-9 042	-3 521	-2 203	3 571	1 682	17 070	-9 513
3.1.2. Court terme								
– Secteurs des autorités monétaires et des administrations publiques.....	-56 652	-13 494	-3	5 731	5 481	-40	-68 130	-2 325
– Secteur bancaire.....	273 247	35 345	9 872	-2 716	-87 106	-3 115	267 123	-47 720
– Autres secteurs.....	10 326	215	9 064	-10 271	25 230	14 263	-29 223	38 501
3.2. Avoirs de réserve (bruts)	-13 505	-2 255	390	49	-578	225	-6 839	-2 169
4. ERREURS ET OMISSIONS NETTES.....	23 316	-17 468	7 652	4 939	14 365	-21 825	2 244	-12 337
(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 8 août 1995	

4.2.1. Les résultats du mois de mai 1995

4.2.1.1. Le compte de transactions courantes (en données cvs)

L'excédent des transactions courantes s'est contracté en mai, revenant de 10,2 milliards de francs en avril à 7,4 milliards. Il ressort ainsi, en moyenne mensuelle, à 12,6 milliards de francs depuis le début de l'année, contre 5,2 milliards sur la période correspondante de 1994, soit + 63,2 milliards de francs, au lieu de + 25,8 milliards en cinq mois. Les évolutions les plus significatives au cours du mois ont concerné l'excédent des services, en repli, et le solde des revenus, devenu positif.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE
Compte de transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Avril 1995 (a)	Mai 1995 (a)	5 mois de 1994 (b)	5 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	8 127	5 209	13 868	49 500
<i>Biens</i>	9 291	2 387	12 213	28 442
– Marchandises générales	8 732	2 016	8 953	25 663
<i>Services.....</i>	6 650	6 034	26 139	26 449
– Transports.....	-288	140	-1 638	-1 123
Transports maritimes.....	-460	-424	-2 830	-2 522
Transports non maritimes	172	564	1 192	1 399
– Voyages.....	4 456	5 031	21 921	20 742
– Services techniques.....	712	1 368	1 266	1 373
– Autres services	343	308	-1 999	1 117
<i>Autres biens et services</i>	1 800	1 700	12 141	8 386
<i>Revenus.....</i>	-5 632	522	-32 660	-13 764
<i>Transferts courants.....</i>	-3 982	-5 434	-3 965	-13
– dont : Transferts du secteur des administrations publiques.....	-3 623	-5 163	-3 075	1 183

(en données cvs – en millions de francs)

	Avril 1995 (a)	Mai 1995 (a)	5 mois de 1994 (b)	5 mois de 1995 (a)
COMPTE DE TRANSACTIONS COURANTES	10 198	7 387	25 784	63 191
<i>Marchandises générales.....</i>	5 386	5 172	10 123	27 479
<i>Services.....</i>	7 196	5 381	31 221	31 987
– Transports maritimes.....	-444	-477	-2 686	-2 353
– Transports non maritimes	-39	763	1 600	1 785
– Voyages.....	4 137	5 150	26 506	25 179
<i>Autres biens et services</i>	1 805	1 776	12 659	8 745
<i>Revenus.....</i>	-2 304	1 779	-23 418	-4 865

(a) Chiffres provisoires

(b) Chiffres définitifs

Source et

réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85

Mise à jour le 8 août 1995

Les principales évolutions du commerce extérieur de marchandises
 (source Douanes)

Évolution globale (en données FAB-FAB)

Le solde du mois de mai (+ 8,8 milliards de francs en données cvs) est revenu à un niveau élevé, proche de la moyenne des douze derniers mois, après l'excédent record établi en avril (+ 12,1 milliards de francs en données corrigées des variations saisonnières) qui était imputable à la conjonction de plusieurs opérations exceptionnelles dans le secteur des biens d'équipement professionnels, dont notamment l'exportation d'un satellite vers la Guyane pour une valeur proche de 4 milliards de francs. Cette transaction n'a pas été intégrée en balance des paiements, les agents économiques des DOM-TOM étant considérés comme résidents.

En hausse de 4,5 % d'un mois sur l'autre, les importations établissent un nouveau record, à 111,4 milliards de francs, tandis que les exportations dépassent, comme en février, la barre des 120 milliards de francs, à la suite d'une progression de 1,3 %.

L'excédent cumulé sur cinq mois est fortement supérieur à celui de la période correspondante de 1994, tant en données cvs (+ 51,2 milliards de francs, contre + 30,5 milliards), qu'en données brutes (+ 48,2 milliards de francs, au lieu de + 28,1 milliards).

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

*dynamisme persistant des exportations
 mais repli des importations de biens d'équipement professionnels,
 baisse marquée des importations d'automobiles*

Les échanges agro-alimentaires progressent de 3,8 % dans les deux sens, dans le secteur des produits bruts comme dans celui des industries agro-alimentaires (IAA), l'excédent demeurant inchangé à 3,9 milliards de francs. L'excédent sur les douze derniers mois s'inscrit en net retrait (+ 47,4 milliards de francs à mai 1995, contre + 54,8 milliards pour les douze mois arrêtés à mai 1994).

Continuant d'osciller autour de 5 milliards de francs, le déficit énergétique s'allège en mai, sous l'effet d'une contraction d'environ 17 % des approvisionnements. Le déficit cumulé sur douze mois diminue légèrement (- 62,3 milliards de francs à mai 1995, contre - 65,3 milliards).

L'excédent industriel (y compris le matériel militaire) revient de 10,5 milliards de francs à 5,7 milliards, évolution imputable au repli, prévisible après les opérations exceptionnelles d'avril, de l'excédent des biens d'équipement professionnels. L'excédent cumulé sur douze mois se renforce très sensiblement (+ 66,4 milliards de francs à mai 1995, contre + 46,8 milliards).

Le secteur des biens intermédiaires, dont le solde varie assez peu (- 0,3 milliard de francs, après - 0,6 milliard), se caractérise par une forte hausse des masses (de l'ordre de 7 % d'un mois sur l'autre). En effet, les échanges de produits métalliques se redressent spectaculairement (environ + 10 %), tandis que ceux portant sur les demi-produits non métalliques poursuivent leur progression, stimulés notamment par les produits chimiques de base.

L'excédent des biens d'équipement professionnels se réduit de moitié (+ 5,4 milliards de francs, au lieu de + 10,6 milliards), non seulement à la suite de la contraction déjà mentionnée des exportations (- 9 %), mais aussi du fait d'une poussée de 8 % des importations. Les échanges de matériel électrique et d'équipements mécaniques connaissent notamment un essor persistant. L'excédent cumulé sur douze mois progresse fortement (+ 57,9 milliards de francs à mai 1995, contre + 32,7 milliards).

Les échanges liés à l'équipement automobile des ménages font apparaître une nette avance : + 9 % à l'export, + 14 % à l'import à l'approche de l'expiration des mesures d'aide gouvernementale. Pour sa part, le solde s'éloigne peu de l'équilibre (- 0,3 milliard de francs).

Enfin, la tendance au rééquilibrage des échanges des *biens de consommation courante*, observée depuis 1993, semble remise en cause depuis deux mois (– 1,1 milliard de francs, après – 0,7 milliard) du fait d'une montée de 4 % des importations, qui traduit le raffermissement de la consommation des ménages au cours des derniers mois.

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs) :

nouvelle diminution des échanges avec les partenaires de l'Union européenne

Le solde envers les pays de l'*Union européenne* passe d'un quasi-équilibre à un excédent de 3 milliards de francs (contre 1,9 milliard en moyenne au cours des douze derniers mois), les exportations augmentant de 7 %, pour s'établir à un niveau record.

À l'exception du *Royaume-Uni*, les échanges progressent avec tous les principaux partenaires et aboutissent à une amélioration du solde de l'ordre de 0,3 milliard de francs avec chacun d'entre eux. On remarquera la réalisation d'un solde excédentaire avec l'*Allemagne* (+ 0,2 milliard de francs, contre – 1,2 milliard en avril et – 0,4 milliard en moyenne sur les douze derniers mois), une hausse de 14 % portant les exportations à un niveau jamais atteint.

L'excédent global avec les pays de l'*Union européenne* au cours des douze derniers mois se réduit (+ 23,1 milliards de francs à mai 1995, contre + 31,6 milliards pour les douze mois précédents). Le solde se dégrade avec l'*Allemagne* (– 5,4 milliards de francs, contre + 1,4 milliard), l'*UEBL* (– 3,9 milliards de francs, contre – 1,1 milliard), et les *Pays-Bas* (– 4,8 milliards de francs, contre – 1,2 milliard). En dépit de la dépréciation de leurs devises par rapport au franc, le solde s'améliore légèrement vis-à-vis de l'*Italie* (– 4,7 milliards de francs, contre – 6,7 milliard) et du *Royaume-Uni* (+ 25,4 milliards de francs, contre + 22,5 milliards) tandis qu'il se stabilise avec l'*Espagne* (+ 14,9 milliards de francs, contre + 14,6 milliards).

Les flux échangés avec les pays de l'*OCDE hors Union européenne*, qui s'érodaient fortement depuis le début de l'année, se redressent d'environ 6 % dans les deux sens par rapport à avril, le déficit étant quasi inchangé à 2,1 milliards de francs. On notera que les ventes réalisées depuis deux mois avec le *Japon*, dans le cadre de grands contrats (aéronautique et combustible nucléaire), compensent provisoirement la tendance au tassement des exportations vers les *États-Unis*.

Le solde cumulé sur douze mois est quasi inchangé à – 27,3 milliards de francs envers l'ensemble de la zone. On observe cependant une accentuation du déficit à l'égard des *États-Unis* (– 18,2 milliards de francs, contre – 16 milliards) et un allégement du déficit envers le *Japon* (– 18,7 milliards de francs, contre – 24 milliards).

Hors *OCDE*, les plus forts excédents sont réalisés avec l'*Afrique* (+ 2,5 milliards de francs) et les *pays d'Asie à économie en développement rapide* (+ 0,8 milliard de francs). Enfin, la chute de l'excédent apparaissant au poste *Reste du monde* (+ 0,8 milliard de francs, contre + 5,9 milliards) s'explique par l'enregistrement en avril de l'exportation d'un satellite (cf. supra).

Sur douze mois cumulés, il faut remarquer l'ampleur du retournement du solde avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide* (+ 9,1 milliards de francs à mai 1995, contre – 9,6 milliards à mai 1994).

Évolution des principaux postes du compte de transactions courantes

Les biens

(en données cvs)

L'excédent de ce poste s'est légèrement affermi en mai, par rapport au mois précédent (+ 5,7 milliards de francs, au lieu de + 5,2 milliards en avril), alors que les flux d'exportations et d'importations marquaient une progression sensible (respectivement, + 9,9 % et + 10,0 %).

Les services

(en données cvs)

L'excédent des services, après le niveau élevé observé au cours des deux mois précédents (un peu plus de 7 milliards de francs) s'est infléchi, à 5,4 milliards, du fait de l'évolution moins favorable de divers postes (redevances, services commerciaux, autres services) qui se caractérisent par une assez forte instabilité à très court terme. En revanche, on notera que l'excédent des voyages s'est redressé (5,2 milliards de francs, après 4,1 milliards en avril), pour retrouver un montant proche de la valeur mensuelle moyenne de l'année précédente ; de fait, des achats anticipés de devises, essentiellement de dollars des États-Unis, avaient pesé sur le résultat du mois précédent. L'amélioration du résultat des opérations de transport doit également être soulignée, confirmant la tendance plus favorable que l'on observe depuis plusieurs mois.

Apprécié sur les douze derniers mois, le solde positif des services reste proche du montant enregistré en 1994, soit 75 milliards de francs environ. Toutefois, quelques évolutions intéressantes apparaissent en ce qui concerne certaines composantes de cet ensemble d'échanges. Ainsi, l'excédent des voyages, premier solde positif de la balance des transactions courantes, tend à s'effriter quelque peu, en raison du dynamisme des dépenses. Les divers postes correspondant à des prestations techniques consolident, pour leur part, leur excédent. Enfin, le solde des autres services, principalement sous l'effet de l'évolution des interventions sur les marchés à terme, s'est inversé favorablement. En revanche, les opérations d'assurance se sont traduites par un excédent plus modéré, tandis que, en liaison avec le développement des échanges de biens, le déficit des services commerciaux s'est amplifié (commissions versées sur les ventes à l'étranger).

Les autres biens et services

Le solde positif de cette ligne, résultat du rapprochement entre les transactions douanières, les règlements de marchandises correspondants et les crédits commerciaux, est demeuré inchangé à + 1,8 milliard de francs.

Les revenus

(en données cvs)

Après un déficit de 2,3 milliards de francs en avril, cette composante du compte courant a dégagé en mai un excédent de 1,8 milliard. De fait, les revenus des investissements ont été excédentaires de 1,8 milliard de francs, contre un déficit de 1,9 milliard le mois précédent, pour l'essentiel sous l'effet d'une forte contraction, au-delà du mouvement saisonnier habituel, du versement de coupons aux non-résidents.

Ainsi, le déficit cumulé des revenus des investissements depuis le début de l'année ne ressort qu'à - 6,7 milliards de francs, au lieu de - 22,7 milliards pour la période correspondante de l'année précédente. Apprécié en cumul sur les douze derniers mois, ce déficit atteint - 38,6 milliards de francs, à rapprocher d'un montant de - 45,5 milliards sur l'ensemble de 1994. L'allégement de la charge nette trouve son origine, pour une dizaine de milliards, dans la réduction sensible des débits pour les coupons sur titres (y compris les coupons courus payés lors de négociations de titres de créances), tandis que les encaissements nets d'intérêts, notamment pour le secteur des administrations publiques, progressaient globalement de près de 6 milliards de francs.

Graphiques non disponibles

Les transferts courants

(en données brutes)

Le déficit de ces transferts courants s'est légèrement accentué d'un mois sur l'autre, à - 5,4 milliards de francs, au lieu de - 4 milliards en avril. Les administrations publiques sont de nouveau à l'origine de l'évolution observée, les autres opérations se caractérisant en général par une relative stabilité. De fait, le solde net des transferts avec les institutions de l'Union européenne s'est creusé de près de 1,5 milliard de francs (à - 4,6 milliards), sous l'effet de la contraction des remboursements perçus auprès du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole.

Cumulé sur les cinq premiers mois de l'année, le solde de ces transferts est quasiment équilibré, au lieu d'un déficit de - 4 milliards de francs sur la période correspondante de 1994. L'essentiel de l'écart, qui subsiste fin mai, provient du montant exceptionnel de recettes nettes en provenance des institutions européennes enregistrées en janvier 1995 (20,3 milliards de francs, contre 12,8 milliards en janvier 1994).

4.2.1.2. Le compte de capital

Depuis le début de l'année, les transferts en capital ont atteint un montant plus restreint qu'au cours de la période correspondante de 1994 (0,8 milliard de francs, contre 2,4 milliards), le mois sous revue s'étant caractérisé par de très faibles opérations. On notera, toutefois, qu'il s'est agi, pour une large part, de moins-values lors de cessions de créances bancaires sur le marché secondaire, alors qu'en 1994, sur cette période, le montant enregistré correspondait essentiellement à des abandons consentis dans le cadre d'opérations de titrisation.

4.2.1.3. Le compte financier¹

Au cours du mois de mai 1995, le compte financier a dégagé un solde positif de 16,7 milliards de francs, dont 0,2 milliard au titre des avoirs de réserve (bruts).

Flux financiers à long terme

Le solde des investissements directs s'est inscrit à 0,3 milliard de francs, les investissements à l'étranger (3,4 milliards de francs) équilibrant presque les investissements étrangers en France (3,7 milliards de francs).

Les opérations sur titres ont donné lieu à des entrées de 3,4 milliards de francs, sous l'effet des achats par les non-résidents de titres français (18,3 milliards de francs) et notamment de bons du Trésor à hauteur de 13,3 milliards de francs. À l'inverse, les résidents, contrairement au mois précédent, se sont portés sur les titres étrangers (14,5 milliards de francs) et particulièrement sur les obligations.

Dans les autres investissements, le secteur des administrations publiques a suscité des sorties à long terme limitées à 0,9 milliard de francs sous forme de prêts à l'étranger.

Les prêts bancaires à long terme ont été à l'origine de 2,5 milliards de francs d'entrées, les prêts reçus de l'étranger (1,9 milliard de francs) excédant les remboursements de prêts accordés à l'étranger (0,6 milliard de francs).

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

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 11,1 milliards de francs en mai 1995.

Les opérations à court terme du secteur bancaire sont à l'origine de sorties nettes de 3,1 milliards de francs. Le comportement des non-résidents vis-à-vis du franc a suscité 42,1 milliards de francs de sorties, principalement sous l'effet d'emprunts de francs (36 milliards de francs), mais aussi de ventes à terme nettes (13,6 milliards de francs). La clientèle résidente a été à l'origine d'entrées de capitaux (7,5 milliards de francs), en raison de dénouements d'achats à terme de devises.

En outre, la politique de banques résidentes en matière de transformation d'échéance en devises est à l'origine de sorties de 0,3 milliard de francs, après les sorties d'avril de 4,1 milliards.

Les opérations du secteur des autorités monétaires et des administrations publiques sont équilibrées en mai 1995, après les entrées en avril de 5,5 milliards de francs.

Les flux financiers à court terme des autres secteurs ont dégagé des entrées nettes de 14,3 milliards de francs, principalement sous la forme de rapatriements de placements à l'étranger (17,2 milliards de francs).

**Avoirs de réserve
(bruts)**

Les *avoirs de réserve* (bruts) ont diminué de 0,2 milliard de francs sur le mois de mai, après une augmentation de 0,6 milliard en avril.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

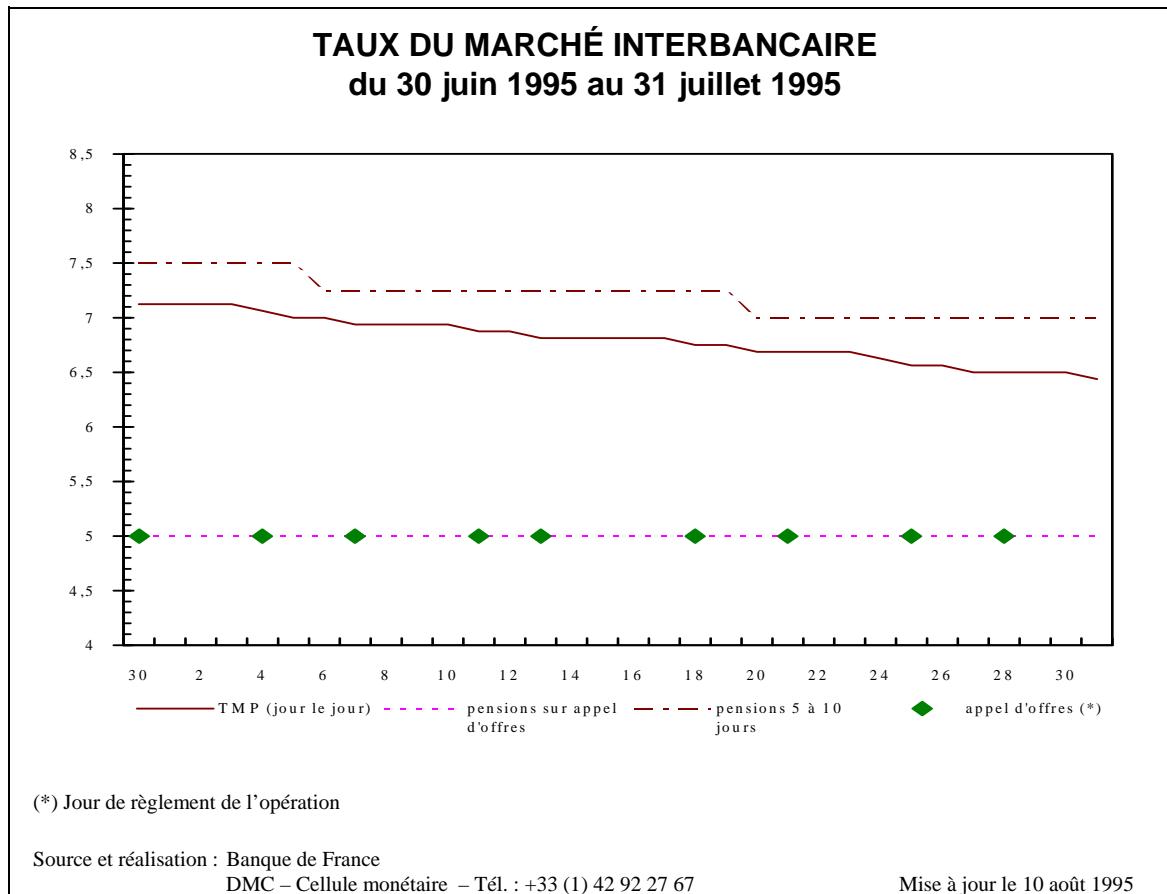
Durant le mois de juillet, les marchés de taux ont enregistré une nette amélioration, notamment sur les échéances les plus courtes.

La poursuite de l'appréciation du franc sur les marchés de change a stimulé cette évolution, permettant au Conseil de la politique monétaire d'abaisser à deux reprises le taux des pensions de 5 à 10 jours de 25 points de base, le ramenant de 7,50 % à 7,0 %.

Les taux longs ont suivi une tendance baissière moins forte, dans un contexte international marqué par les tensions subies par le marché américain dans la seconde moitié du mois.

Le recul des taux courts a cependant permis au marché obligataire français d'enregistrer une détente sensible. D'une fin de mois à l'autre, le taux de l'emprunt phare à 10 ans français est passé de 7,63 % à 7,43 %, soit une réduction de 20 points de base. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund a continué à se resserrer quelque peu, cédant 5 points de base, pour se situer à 63 points de base le 31 juillet.

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



D'une fin de mois à l'autre, le loyer de l'argent au jour le jour a enregistré un net repli de 7 1/16-3/16 % à 6 3/8-1/2 %. Le taux moyen mensuel s'est établi à 6,79 %, contre 7,37 % le mois précédent.

Le Conseil de la politique monétaire a procédé à deux nouvelles baisses du taux des pensions de 5 à 10 jours, les 6 et 20 juillet. Le taux de ces opérations a été ainsi ramené de 7,50 % à 7,25 %, puis à 7,0 %.

Le volume des concours de la Banque de France a quelque peu diminué, de 117 milliards de francs le 30 juin à 108,6 milliards le 31 juillet.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 juin-15 juillet ont atteint 20,5 milliards de francs (dont 13,5 milliards d'encaisses en billets), pour une moyenne requise de 19,3 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Juin 1995	Juillet 1995	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-242,8	-249,3	-6,5
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,4	-7,3	-0,9
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	121,5	125,4	3,9
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	7,7	4,6	-3,1
DIVERS	10,7	8,8	-1,9
TOTAL	-109,3	-117,8	-8,5
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	97,0	95,6	-1,4
– Autres pensions	4,9	5,9	1,0
– Bons du Trésor achetés ferme	21,5	22,0	0,5
– Opérations d'escompte net	0,3	0,3	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-14,5	-6,0	8,5
TOTAL	109,3	117,8	8,5

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

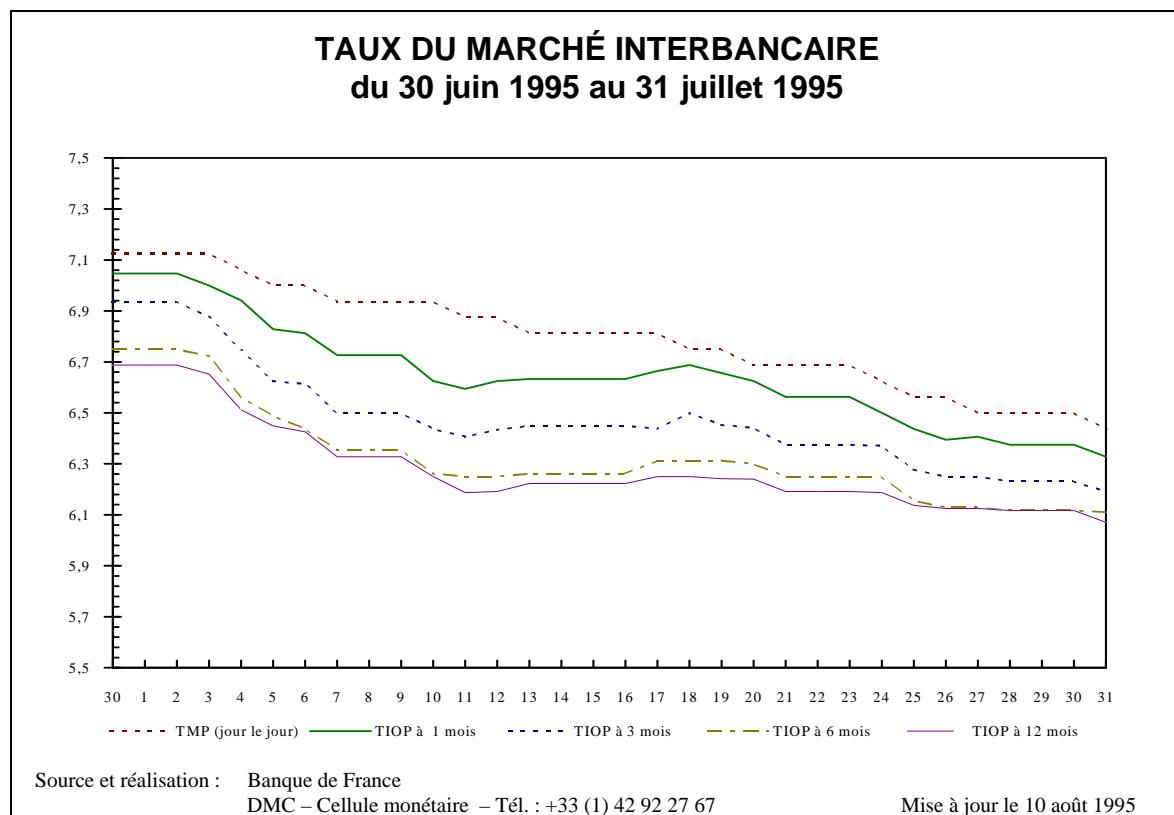
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 10 août 1995

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



Accompagnés par une baisse graduelle du loyer de l'argent au jour le jour et une réduction du taux des pensions de 5 à 10 jours, les taux interbancaires ont continué à se détendre sensiblement sous l'effet, notamment, de la poursuite de l'appréciation du franc.

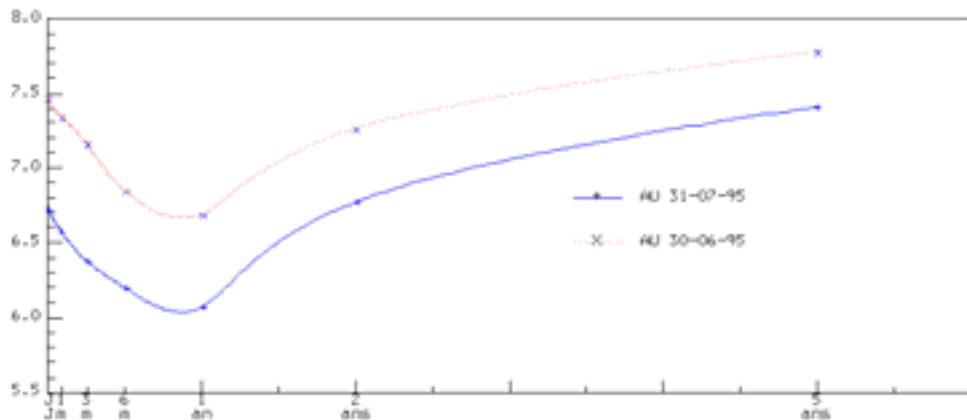
Ce mouvement a été particulièrement accentué au cours des 10 premiers jours du mois dans un contexte international favorable : le 6 juillet, le Système de réserve fédérale abaissait son objectif pour le taux des fonds fédéraux de 6,0 % à 5,75 % et la Banque du Japon poursuivait également l'assouplissement de sa politique monétaire, le taux de l'argent au jour le jour revenant de 1,25 % à 0,75 %. Après avoir quelque peu marqué le pas en milieu de mois, la détente des taux se dessinait de nouveau durant le dernier tiers du mois. En Europe, la Banque nationale du Danemark a desserré sa politique monétaire en abaissant, le 27 juillet, son taux des prises en pension à 2 semaines de 6,20 % à 6,05 %.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	30 juin 1995	31 juillet 1995	Variation
TIOP à 1 mois.....	7,0469	6,3281	-0,7188
TIOP à 3 mois.....	6,9375	6,1914	-0,7461
TIOP à 6 mois.....	6,75	6,1094	-0,6406
TIOP à 1 an.....	6,6875	6,0703	-0,6172
Taux à 2 ans.....	7,26	6,77	-0,49
Taux à 5 ans.....	7,78	7,41	-0,37

D'une fin de mois à l'autre, les rendements interbancaires se détendent de manière très nette sur l'ensemble des échéances : le TIOP 1 mois cède 72 points de base et le 1 an 62 points de base.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



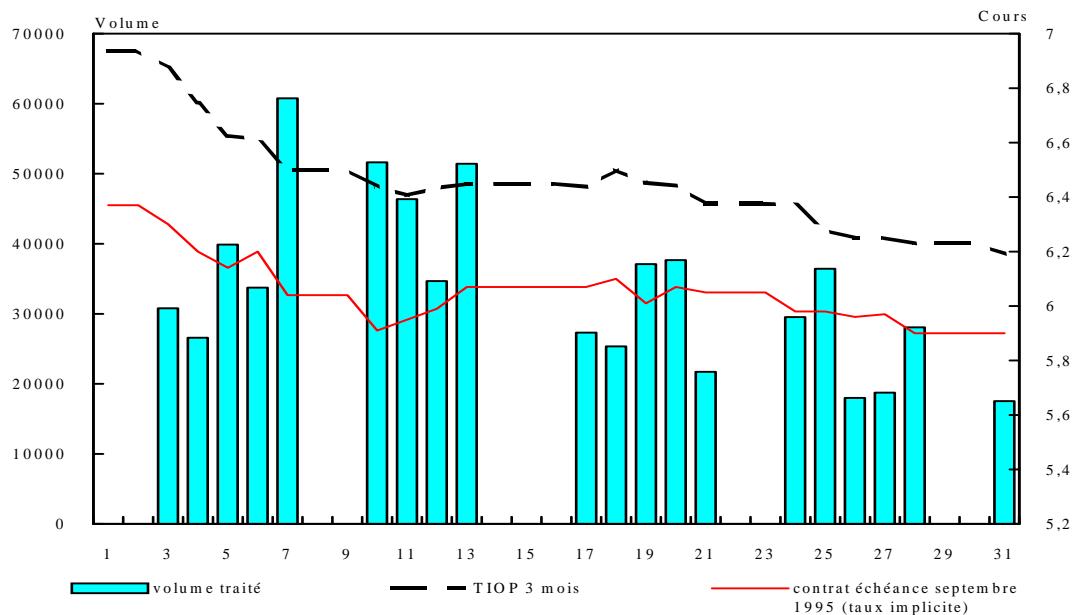
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 10 août 1995

On constate, d'une fin de mois à l'autre, la poursuite de la tendance à l'aplatissement de la partie la plus courte de la courbe des rendements, l'écart entre les taux à 1 mois et à 1 an revenant de 36 points de base à 26 points de base (contre 85 points de base fin mai).

Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois échéance septembre a suivi la tendance observée au comptant en l'atténuant quelque peu. Au cours du mois, il a cédé 48 points de base, contre 75 points de base pour le TIOP 3 mois. À la fin du mois de juillet, le contrat Pibor 3 mois se situait sur l'échéance septembre, à un niveau inférieur d'une trentaine de points à celui enregistré sur le marché interbancaire à 3 mois, cet écart reflétant la persistance des anticipations de baisse des taux.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 30 juin 1995 au 31 juillet 1995



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

Mise à jour le 10 août 1995

Les volumes traités sur le contrat Pibor ont connu un tassement sensible par rapport au mois précédent, revenant de 170 000 à 98 000 en moyenne.

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de juillet, le Trésor a procédé à l'adjudication de 117,2 milliards de bons à taux fixe en francs (95,4 milliards de BTF et 21,8 milliards de BTAN).

L'encours total de bons en circulation a poursuivi sa progression à 1 074 milliards de francs le 31 juillet, contre 1 065 milliards le 30 juin et 898,9 milliards à la fin de l'année 1994. Il convient d'y ajouter 5,9 milliards de bons en écus, montant inchangé par rapport au mois précédent.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES								
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis-sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)	Taux actuariel annuel moyen (f)	Taux inter-bancaire (f)
					(d)			
3 juillet 1995	BTF	13 sem.	47 780	16 760	1 832	6,60	6,63	6,89
3 juillet 1995	BTF	48 sem.	19 800	3 356	355	6,36	6,38	6,47
10 juillet 1995	BTF	13 sem.	57 010	14 134	161	6,18	6,20	6,43
10 juillet 1995	BTF	26 sem.	17 858	3 048	54	5,96	5,98	6,14
17 juillet 1995	BTF	13 sem.	42 796	12 006	166	6,21	6,22	6,46
17 juillet 1995	BTF	46 sem.	13 562	3 009	42	5,97	6,00	6,09
20 juillet 1995	BTAN 9 %	5 ans	31 213	21 849	2 724	99,99	99,90	7,01
24 juillet 1995	BTF	13 sem.	44 689	16 090	172	6,09	6,11	6,33
24 juillet 1995	BTF	28 sem.	13 523	4 343	365	5,92	5,94	6,11
31 juillet 1995	BTF	13 sem.	53 792	18 139	2 227	5,95	5,99	6,20
31 juillet 1995	BTF	44 sem.	19 423	4 542	561	5,81	5,82	5,92
(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 10 août 1995

On observe sur les BTF 13 semaines une forte décrue des taux à l'émission (– 69 centimes au total entre le 3 et le 31 juillet), en raison de l'intérêt prononcé des investisseurs et du mouvement général de détente des rendements courts.

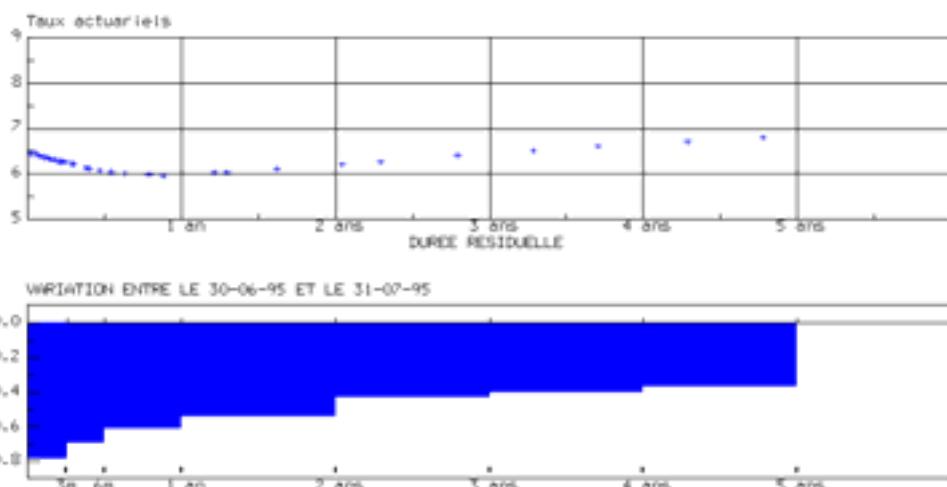
En revanche, pour les BTAN 5 ans émis le 20 juillet, on note une quasi-stabilité des taux à l'émission par rapport aux résultats de la précédente adjudication tenue le 15 juin (7,01 %, contre 7,02 %).

Marché secondaire

Le marché secondaire des bons du Trésor s'est sensiblement amélioré au cours du mois de juillet, soutenu par la très nette détente des taux courts interbancaires.

Tous les compartiments de ce marché ont bénéficié de cette tendance qui a été toutefois plus marquée pour les échéances les plus courtes.

**BONS DU TRÉSOR
TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE
au 31 juillet 1995**

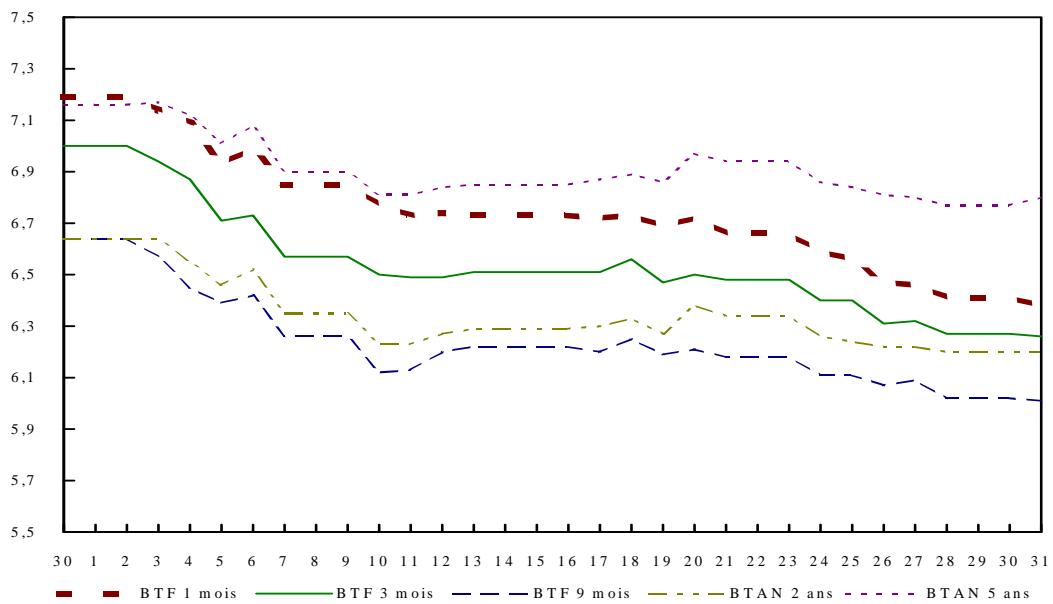


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 10 août 1995

Le repli des rendements des bons du Trésor s'est effectué principalement au cours de la première décennie : les propos du gouverneur Trichet sur la poursuite de la baisse ordonnée des taux, la baisse du taux des pensions de 5 à 10 jours de 7,50 % à 7,25 % ainsi qu'un contexte international favorable venaient soutenir un courant acheteur légèrement plus nourri que les mois précédents. Par la suite, le rythme d'amélioration se réduisait, les BTAN longs subissant, même ponctuellement, une légère dégradation en liaison avec la moins bonne tenue du marché obligataire américain.

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 30 juin 1995 au 31 juillet 1995



Source et réalisation : Banque de France

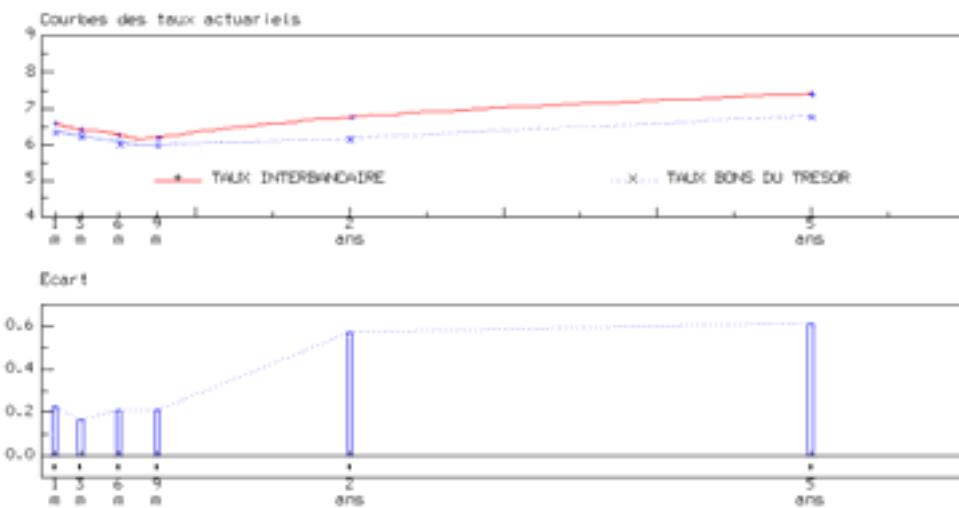
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 10 août 1995

Au total, les taux des BTF se sont détendus de 80 points de base à 60 points de base, ceux des BTAN cèdent 45 points de base à 35 points de base (le repli étant décroissant avec la durée résiduelle des bons).

La pente de la courbe des taux des bons du Trésor s'est très nettement accentuée entre les échéances 2 ans et 5 ans : l'écart entre ces maturités est passé de 52 points de base à 60 points de base, soit un niveau historiquement élevé depuis le retour à une pente ascendante sur cette portion de la courbe (début de l'année 1994).

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



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

Mise à jour le 10 août 1995

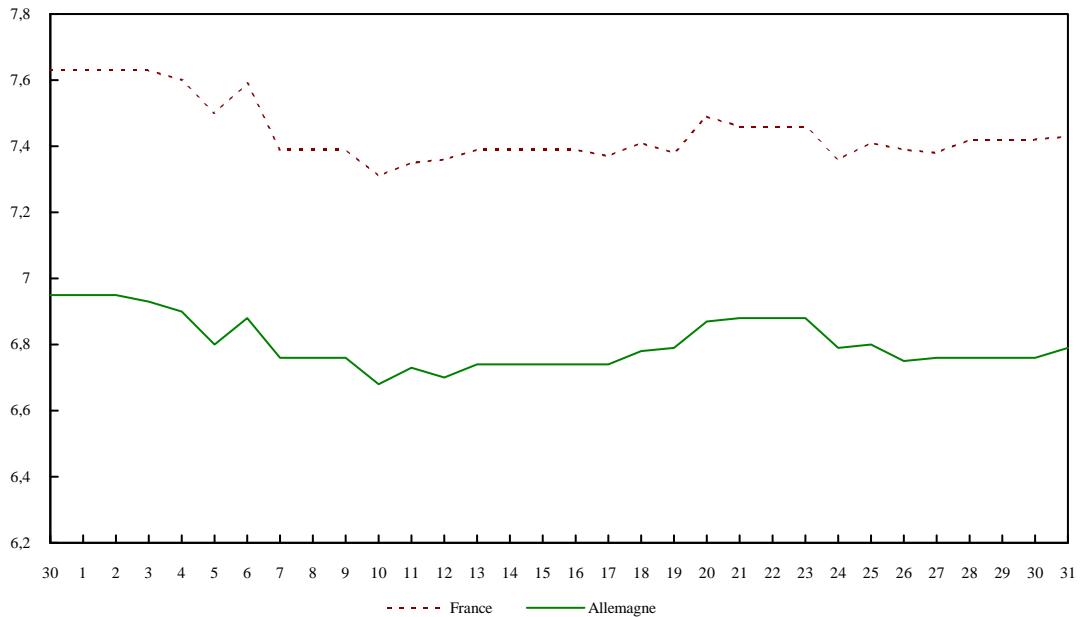
L'écart de rendements entre le marché interbancaire et le marché des bons du Trésor est toujours de l'ordre d'une vingtaine de points de base s'agissant des BTB (à l'exception de l'échéance 3 mois).

Pour les BTAN, l'écart se réduit légèrement à 55 points de base pour l'échéance 2 ans et se stabilise à 60 points de base pour les échéances plus lointaines.

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le mois de juillet s'est traduit par une baisse sensible du rendement des titres d'État français. Ainsi, la détente des taux sur les compartiments à court terme et le raffermissement du franc sur les marchés de change ont permis une baisse du rendement de l'emprunt phare à 10 ans de 20 points de base à 7,43 %, en dépit d'un contexte international qui s'est rapidement révélé peu porteur avec la correction marquée du marché américain au cours de la seconde partie du mois. Parallèlement, les cours du contrat notionnel ont progressé de 114,08 à 115,84 sur l'échéance septembre dans un volume d'échanges qui a été globalement peu étayé, en recul de 48,2 % par rapport au mois de juin. Cette orientation favorable du marché des titres d'État français s'est accompagnée d'une repentification sensible de la courbe des rendements, les titres entre 2 ans et 5 ans ayant bénéficié de l'appréciation la plus forte (respectivement 49 points de base et 33 points de base). L'écart de rendement entre les titres à 2 ans et 10 ans est passé de 95 points de base à 124 points de base.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 30 juin 1995 au 31 juillet 1995



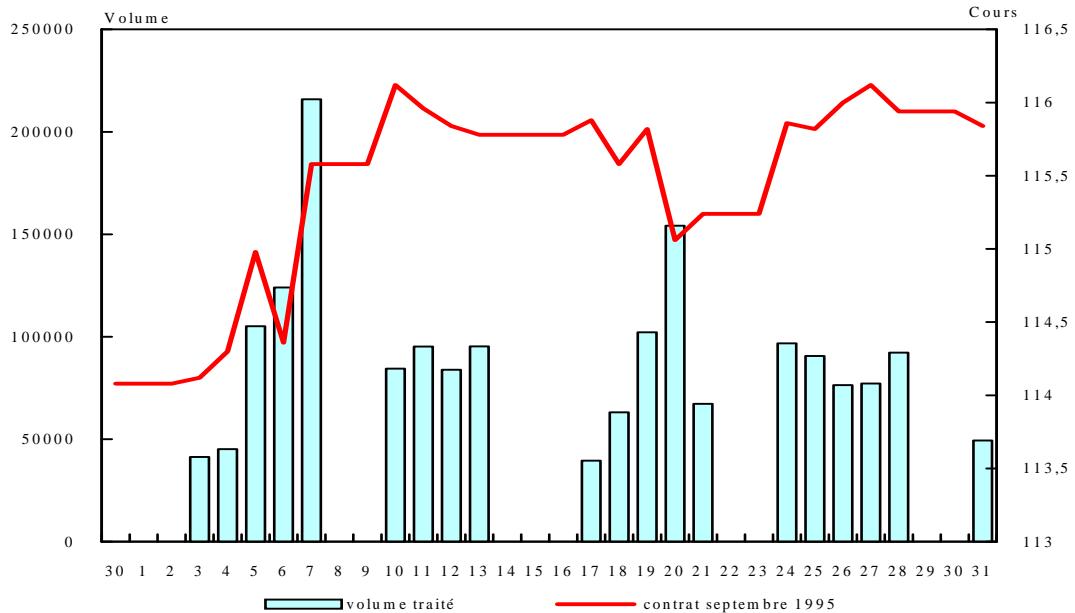
Taux de négociation sur le marché secondaire de la ligne d'emprunt d'État considérée comme la plus représentative

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

Mise à jour le 10 août 1995

Ces évolutions ont été principalement acquises en début de période, à la faveur de la progression du marché américain précédant l'annonce de la réduction du taux des fonds fédéraux le 6 juillet et de la détente du marché des taux courts français soutenue par le raffermissement du franc sur les marchés de change. Par la suite, le maintien d'une orientation favorable des marchés de taux courts français, ponctuée par le retour du taux des pensions de 5 à 10 jours à 7 %, permettait aux titres d'État de bien résister à un contexte international défavorable. En effet, à partir du 10 juillet, les marchés allemand et américain, exposés à des anticipations de baisse des taux courts moins fortes, enregistraient un mouvement de correction de la tendance positive qui prévalait jusqu'alors. Le redressement du marché allemand à partir du 21 juillet permettait au marché français de bénéficier d'une nouvelle impulsion favorable qui laissait place ensuite à une phase de stabilisation dans un volume d'échanges peu étayé.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 30 juin 1995 au 31 juillet 1995**



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

Mise à jour le 10 août 1995

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

(arrêtée au 8 août)

Les marchés de taux d'intérêt ont continué leur détente dans les premiers jours du mois d'août.

Les rendements courts interbancaires ont enregistré un net repli en raison de la hausse du franc sur les marchés de change et de la poursuite de la baisse du loyer de l'argent au jour le jour, ponctuée par une réduction du taux des pensions de 5 à 10 jours de 7,0 % à 6,50 % le 3 août.

Les taux obligataires ont également été favorablement orientés, soutenus par le repli des taux courts et malgré un contexte international difficile du fait des tensions enregistrées par le marché américain. Le taux de l'emprunt phare cède 11 points de base, passant de 7,42 % le 31 juillet à 7,31 % le 8 août.

L'écart OAT-Bund demeure stable à 63 points de base.

5.2. Les émissions

Au cours du mois de juillet, l'encours global des titres de créances négociables a perdu 21 milliards de francs. Ce reflux est dû essentiellement à la diminution de l'encours des certificats de dépôt, qui baisse de 16 milliards de francs, ainsi que celui des bons des institutions financières qui se rétracte de 4 milliards. L'encours des bons à moyen terme négociables reste stable ainsi que celui des billets de trésorerie.

Sur le marché primaire obligataire, l'activité s'est ralentie, amorçant dès la mi-juillet la traditionnelle pause estivale.

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

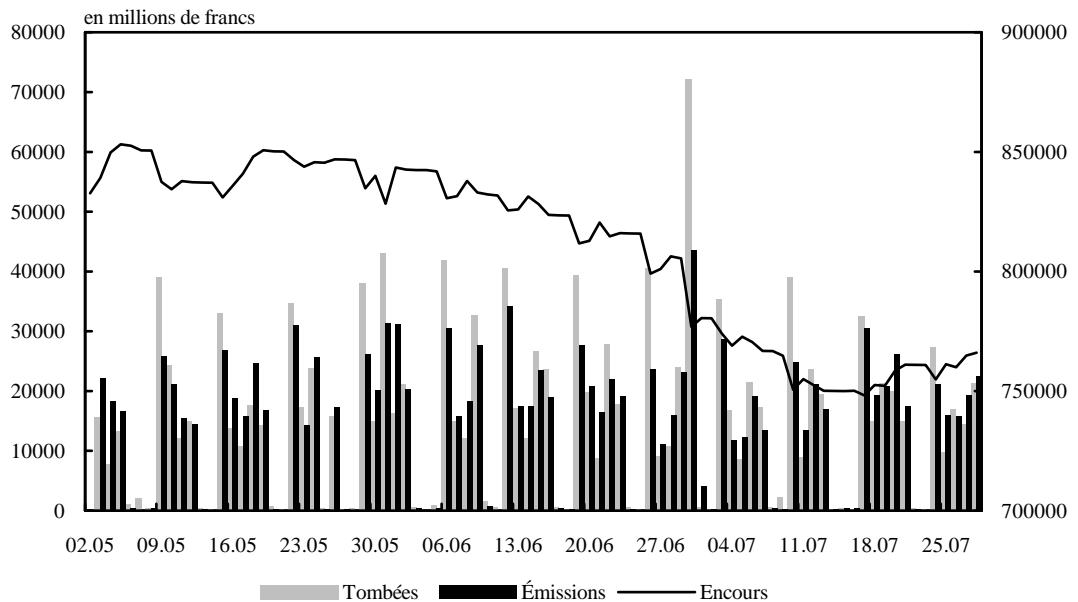
Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'établissait en données provisoires à 760,5 milliards de francs le 28 juillet, contre 776,9 milliards le 30 juin et 846,8 milliards le 26 mai.

Les émissions réalisées entre le 1^{er} et le 28 juillet ont atteint 372 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 560,3 milliards en juin et 365,5 milliards en mai (388,3 milliards, contre 630,3 milliards et 340 milliards pour les tombées).

Les encours de deux émetteurs ont progressé de 3 milliards de francs entre le 30 mai et le 28 juin. Il s'agit de la Caisse des dépôts et consignations (3,3 milliards de francs) et de la Banque Paribas (3,2 milliards).

Dans le même temps, trois émetteurs ont enregistré une baisse de leur encours supérieure à un milliard de francs. Elle concerne la Banque nationale de Paris (- 3,9 milliards de francs), la Banque Indosuez (- 1,6 milliard), et la Lyonnaise de banque (- 1,9 milliard).

CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES

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

Mise à jour le 8 août 1995

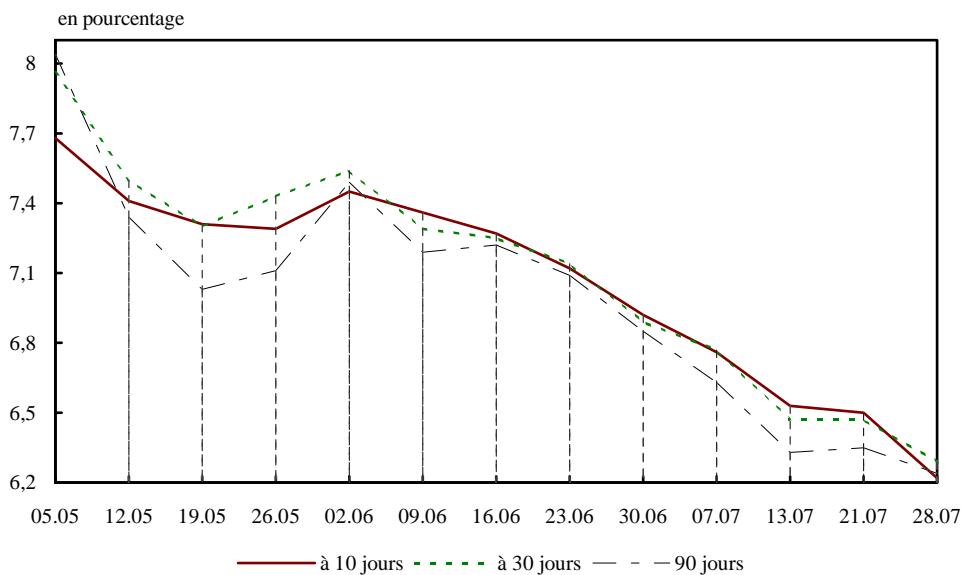
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 382, le 28 juillet 1995.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	3 au 7 juillet	10 au 13 juillet	17 au 21 juillet	24 au 28 juillet
Certificats à 10 jours (moyenne).....	6,76	6,53	6,50	6,22
Certificats à 30 jours (moyenne).....	6,77	6,47	6,47	6,29
Certificats à 90 jours (moyenne).....	6,63	6,33	6,35	6,24
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	6,25	5,86	5,70	5,90
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	6,95	6,85	6,56	6,49

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

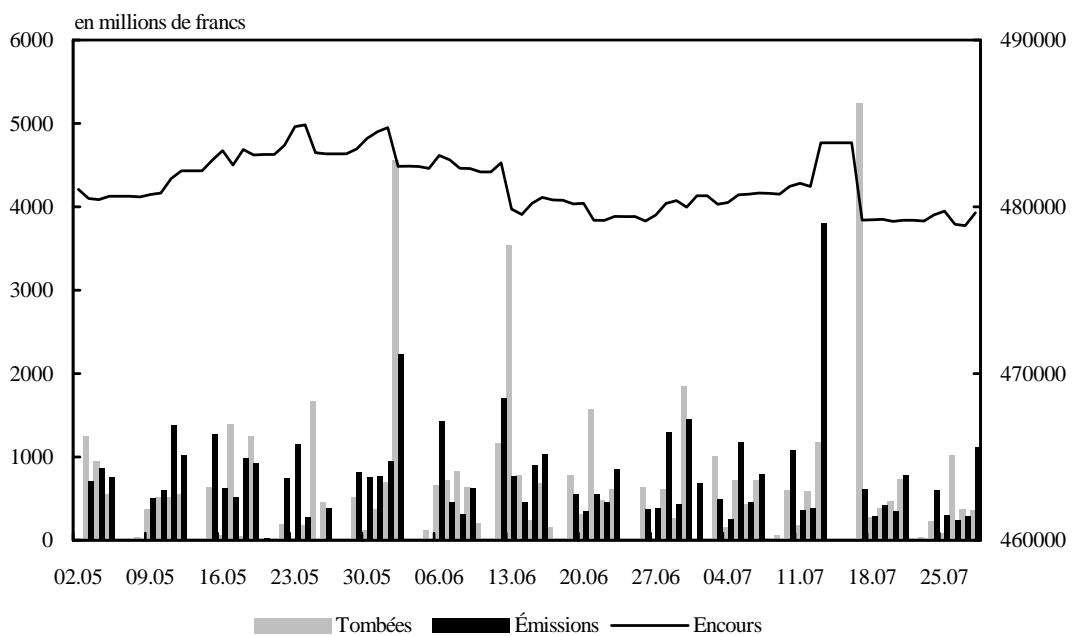
Mise à jour le 8 août 1995

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 479,4 milliards de francs le 28 juillet (dernier chiffre provisoire disponible), contre 480 milliards le 30 juin et 483,2 milliards le 31 mai.

Les émissions se sont élevées à 14,3 milliards de francs entre le 1^{er} et le 28 juillet, contre 19,9 milliards en juin et 13,5 milliards en mai.

Enfin, 230 émetteurs avaient un encours en gestion au 28 juillet, contre 233 à fin juin et fin mai.

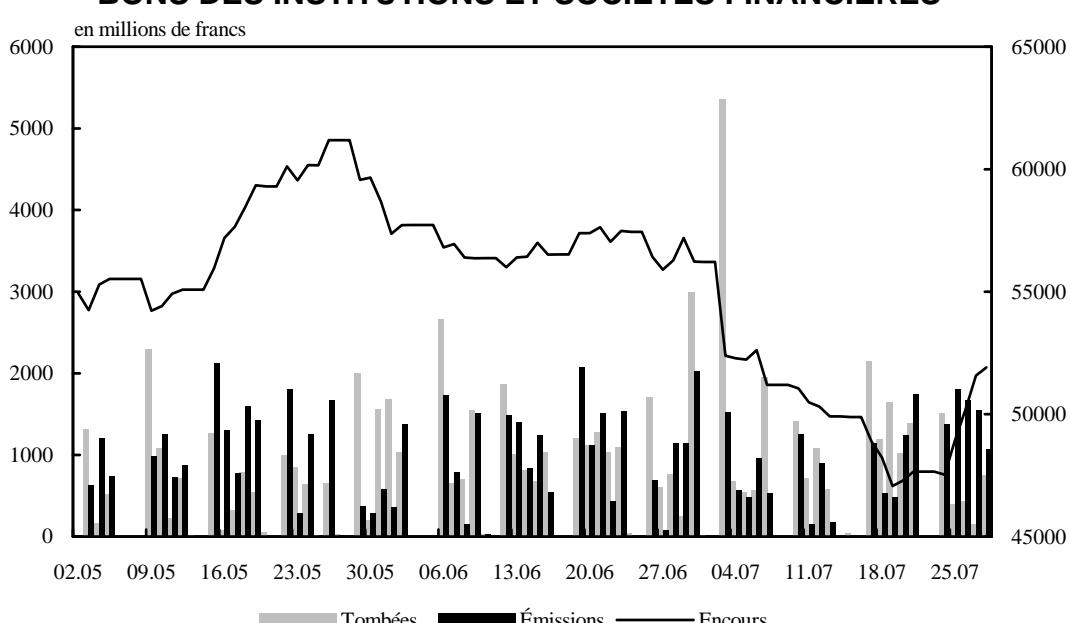
BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES

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

Mise à jour le 8 août 1995

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 51,9 milliards de francs le 28 juillet (dernier chiffre provisoire disponible), contre 56,2 milliards le 30 juin et 61,2 milliards le 31 mai. Le montant des émissions s'est établi à 19,2 milliards de francs pour le mois de juillet, contre 24,5 milliards en juin et 20,1 milliards en mai.

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 8 août 1995

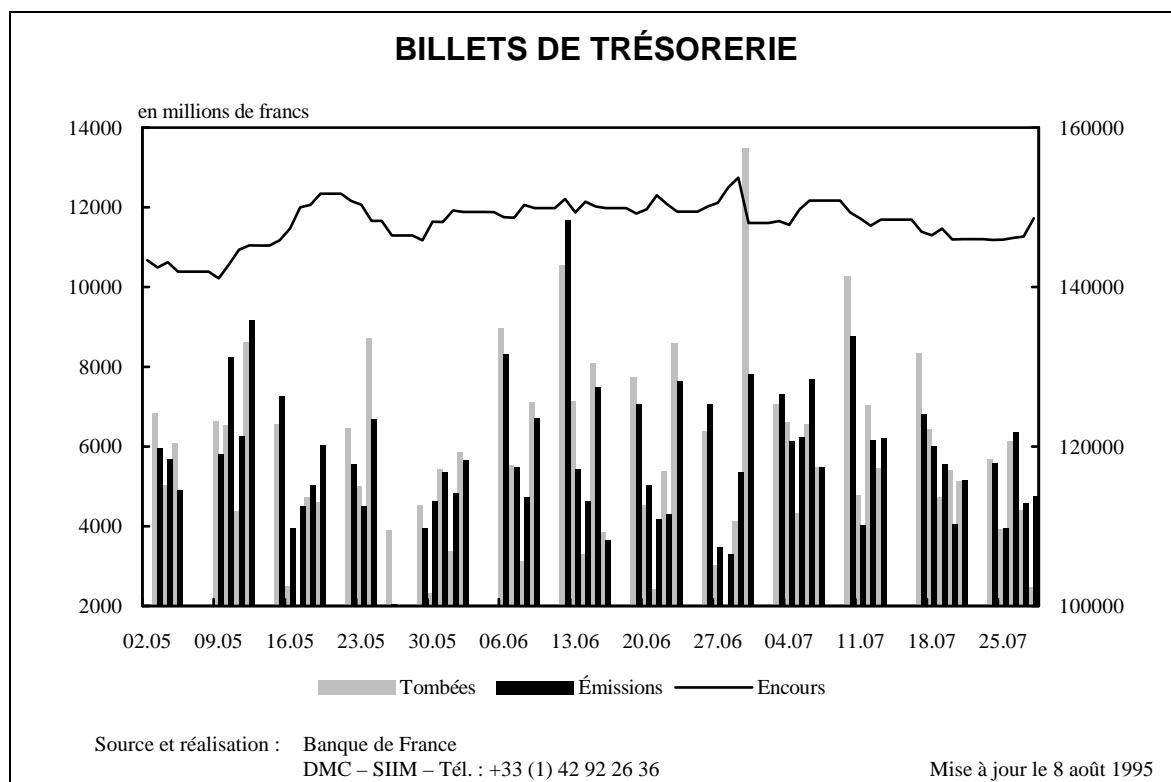
Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 148,4 milliards de francs le 28 juillet (dernier chiffre provisoire disponible), contre 148 milliards le 30 juin et 146,5 milliards le 26 mai.

Le montant des émissions intervenues entre le 1^{er} et le 28 juillet a atteint 110,6 milliards de francs, contre 136,1 milliards en juin et 96,6 milliards en mai (respectivement 110,2 milliards de francs, contre 136,1 milliards et 95,1 milliards pour les tombées).

L'augmentation d'encours la plus importante observée entre le 30 juin et le 28 juillet concerne Thomson SA (+ 1,1 milliard de francs).

Les réductions d'encours les plus sensibles ont concerné Pechiney (- 0,6 milliard de francs), et Rhône Poulenc SA (- 0,5 milliard).

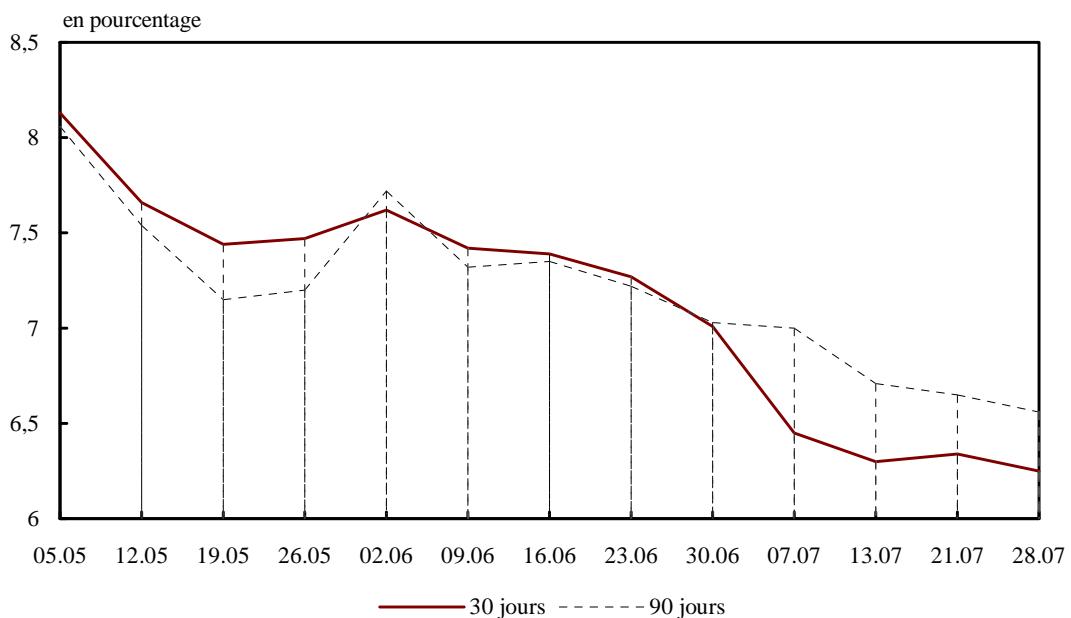


Le 28 juillet, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 102 ; 41 banques étaient domiciliaires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 47 % de l'encours global.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		3 au 7 juillet	10 au 13 juillet	17 au 21 juillet	24 au 28 juillet
		Plus bas	6,45	6,30	6,34
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus haut		7,00	6,71	6,65
					6,56
TIOP à 1 mois	Plus bas		6,73	6,59	6,56
	Plus haut		7,00	6,63	6,69
					6,50

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

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

Mise à jour le 8 août 1995

Répartition par catégorie de détenteurs

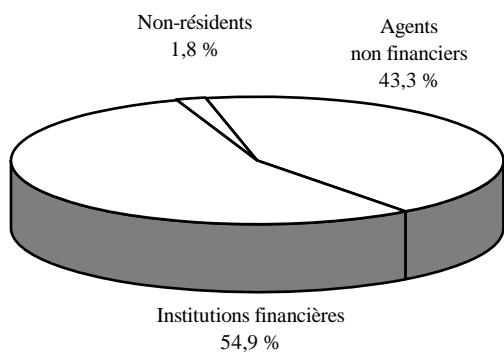
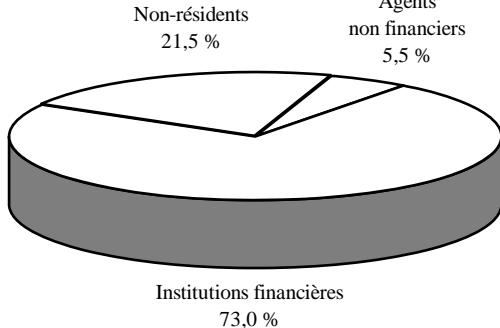
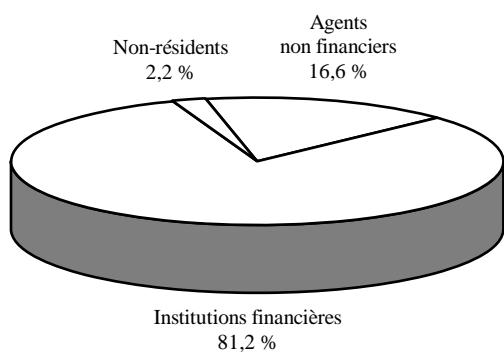
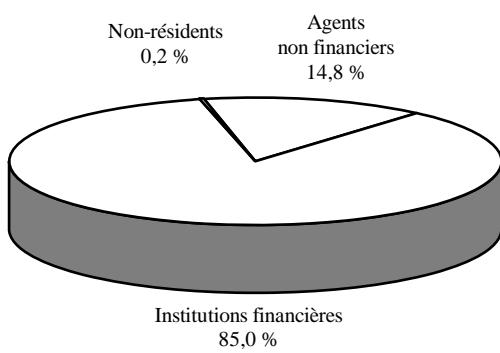
(statistiques à fin juin 1995)

L'encours de l'ensemble des titres de créances négociables est passé de 2 629,4 milliards de francs à 2 604,4 milliards d'une fin de mois à l'autre. L'encours des certificats de dépôt s'est replié de 50,8 milliards de francs, pour atteindre 834,3 milliards en juin. Le volume émis en bons du Trésor en francs a progressé de 33,2 milliards de francs et s'élève à 1 065 milliards, ceux en devises se sont établis à 38,2 milliards.

La part de détention des agents non financiers s'est repliée assez nettement sur les billets de trésorerie (- 2,3 points) et de façon moindre sur les certificats de dépôt (- 1,4 point), pour ne progresser que très légèrement sur les bons du Trésor et les BMTN en francs.

Le portefeuille des non-résidents s'est accru sur les bons du Trésor (1,1 point).

La détention des institutions financières s'est renforcée sur les billets de trésorerie (+ 2,6 points) et les certificats de dépôt en francs (+ 1,2 point), mais s'est réduite surtout sur les bons du Trésor (- 1,2 point).

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

5.2.2. Les Sicav

En juin, l'actif net global des Sicav est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 1 691,4 milliards de francs à 1 670,2 milliards. Les rachats nets ont atteint 22,6 milliards de francs, soit 136,1 milliards depuis le début de l'année. Sur un an, ce mouvement de retrait ne s'est interrompu qu'en janvier et mai 1995.

L'actif net des Sicav monétaires s'est réduit de 10 milliards de francs pour revenir à 909 milliards. Les rachats nets ont atteint 15,2 milliards de francs, après des souscriptions nettes de 13,5 milliards en mai.

L'encours des Sicav « obligations et autres titres de créances » a atteint 472,4 milliards de francs, en contraction de 5,8 milliards, du fait, notamment, des rachats nets (5,3 milliards).

L'actif net des Sicav « actions » et celui des Sicav « diversifiées » se sont respectivement établis à 172,8 milliards de francs et 114,7 milliards. Les rachats nets les concernant ont été très limités (respectivement 0,6 milliard de francs et – 1,4 milliard).

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)

		(en milliards de francs)			
		1994		1995	
		Décembre	Avril	Mai	Juin
Sicav monétaires	Actif net	976,0	898,3	919,0	909,0
	Souscriptions mensuelles nettes	-73,3	-5,4	13,5	-15,2
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année.....	-153,7	-83,8	-70,3	-85,5
Sicav obligations	Actif net	501,2	473,7	478,2	472,4
	Souscriptions mensuelles nettes	-15,7	-4,9	-4,4	-5,3
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année.....	-107,1	-29,7	-34,2	-39,5
Sicav actions	Actif net	182,5	175,0	176,5	172,8
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,9	-0,3	-0,5	-0,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année.....	12,7	-2,9	-3,4	-4,0
Sicav diversifiées	Actif net	124,4	114,8	116,3	114,7
	Souscriptions mensuelles nettes	-1,5	-0,6	-0,6	-1,4
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année.....	-6,5	-5,0	-5,7	-7,1
Sicav garanties	Actif net	1,4	1,2	1,4	1,3
	Souscriptions mensuelles nettes	0,0	0,0	0,1	0,0
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année.....	0,1	0,0	0,1	0,0
Total Sicav	Actif net	1785,5	1 663,0	1691,4	1 670,2
	Souscriptions mensuelles nettes	-92,4	-11,2	8,0	-22,6
	Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année.....	-254,5	-121,5	-113,5	-136,1

(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 10 juillet 1995

5.2.3. Le marché primaire obligataire en juillet

Les flux d'émissions en francs et en écus

(cotées à la Bourse de Paris)

Dans un contexte dominé par la poursuite d'une détente des taux d'intérêt à court terme en France, l'activité sur le marché primaire obligataire du franc s'est ralenti, amorçant dès la mi-juillet la traditionnelle pause estivale.

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, en effet, atteint 42 milliards de francs, après 41 milliards en juin. Près de 85 % des titres réglés en juillet ont été émis en francs sur le marché intérieur et 10 % l'ont été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par marché								
				En date de règlement	Nettes			
Juillet 1995	7 mois 1995	7 mois 1994	Année 1994		Juillet 1995	7 mois 1995	7 mois 1994	Année 1994
MARCHÉ INTÉRIEUR								
29,6	159,6	148,1	261,5	État	13,7	115,5	120,8	195,1
8,3	36,2	40,6	67,9	Établissements de crédit et assimilés	2,4	3,5	-24,3	- 16,0
2,4	23,9	35,9	44,4	Sociétés non financières	- 1,0	8,5	11,0	6,1
-	-	23,6	24,6	Autres émetteurs résidents	- 0,5	- 2,4	21,3	19,0
40,3	219,6	248,2	398,4	Ensemble des résidents	14,6	125,1	128,9	204,2
-	6,0	5,0	5,0	Non-résidents	-	4,8	3,7	3,7
40,3	225,7	253,2	403,4	TOTAL	14,6	129,8	132,6	207,9
4,4	8,9	4,9	8,7	dont émissions en écus (b)	4,4	8,9	3,3	6,5
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
-	1,9	40,5	46,3	Établissements de crédit et assimilés	- 3,3	- 14,3	28,4	32,1
1,0	2,8	12,0	14,4	Sociétés non financières	1,0	2,3	9,5	11,9
-	-	0,8	0,8	Autres émetteurs résidents	-	-	0,5	0,5
1,0	4,7	53,3	61,6	Ensemble des résidents	- 2,3	- 12,0	38,4	44,5
1,0	27,3	52,6	78,7	Non-résidents	- 1,0	10,4	44,2	67,9
2,0	31,9	105,9	140,3	TOTAL	- 3,3	- 1,6	82,6	112,4
-	-	5,0	5,0	dont émissions en écus	- 1,8	- 8,6	- 2,5	- 4,3
-	-	4,3	4,3	dont émissions en écus des résidents	- 1,8	- 4,5	1,4	-

(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 3 août 1995

La **collecte des résidents** est ressortie à 41 milliards de francs (35 milliards en juin), soit la quasi-totalité des émissions réglées en juillet.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)							
ventilation par devise							
				(en milliards de francs)			
Brutes				En date de règlement	Nettes		
Juillet 1995	7 mois 1995	7 mois 1994	Année 1994		Juillet 1995	7 mois 1995	7 mois 1994
				ÉMISSIONS en FRANCS			
25,2	150,7	143,2	252,8	État	9,4	106,6	117,6
8,3	38,0	76,8	109,9	Établissements de crédit et assimilés	1,0	- 6,3	2,4
3,4	26,7	47,9	58,9	Sociétés non financières	-	10,8	20,5
-	-	24,4	25,4	Autres émetteurs résidents	- 0,5	- 2,4	22,2
37,0	215,5	292,3	447,0	Ensemble des résidents	9,7	108,7	162,7
1,0	33,3	56,9	83,1	Non-résidents	- 1,0	19,3	51,7
38,0	248,8	349,2	530,1	TOTAL	8,8	128,0	214,3
35,9	216,8	248,3	394,8	dont émissions intérieures	10,2	121,0	129,3
35,9	210,8	243,3	389,8	dont émissions intérieures des résidents	10,2	116,2	125,6
				ÉMISSIONS en ÉCUS			
4,4	8,9	4,9	8,7	État	4,4	8,9	3,3
-	-	4,3	4,3	Établissements de crédit et assimilés	- 1,8	- 4,5	1,7
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	- 0,3
4,4	8,9	9,3	13,0	Ensemble des résidents	2,6	4,4	4,6
-	-	0,7	0,7	Non-résidents	-	- 4,2	- 3,8
4,4	8,9	9,9	13,7	TOTAL	2,6	0,2	0,8
4,4	8,9	4,9	8,7	dont émissions intérieures	4,4	8,9	3,3
4,4	8,9	4,9	8,7	dont émissions intérieures des résidents	4,4	8,9	3,3

(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 3 août 1995

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 29,6 milliards de francs (21 milliards en juin). L'essentiel des fonds (25,2 milliards de francs) a été levé en francs sur trois lignes, l'OAT 7,75 % octobre 2005 créée en avril dernier¹, l'OAT 8,50 % octobre 2008 et l'OAT 6 % octobre 2025. Lors de l'adjudication du 6 juillet, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 20,8 milliards de francs, soit le haut de la fourchette annoncée (19 milliards à 21 milliards de francs), auquel il faut ajouter 3 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans s'est établi à 7,56 %, en hausse de 8 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 12 juillet et qui portait sur une nouvelle ligne 7,50 % avril 2005. Le montant nominal émis s'est élevé à 694 millions d'écus, soit 4,5 milliards de francs. Le taux de rendement est ressorti à 7,80 %, en hausse de 9 points de base par rapport à l'adjudication de mai dernier.

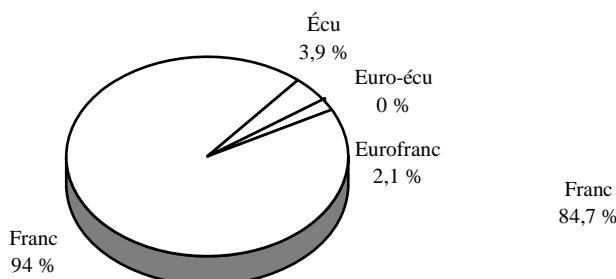
¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 6 au 24 juillet) ont atteint 1,4 milliard de francs. Son taux de rendement actuariel a été fixé à 7,28 %.

Hors État, la collecte des résidents, réalisée en quasi-totalité sur le marché intérieur¹, a atteint 12 milliards de francs (14 milliards en juin et 3 milliards en mai). Les **établissements de crédit** ont levé un peu plus de 8 milliards de francs et les **sociétés non financières** 3 milliards de francs.

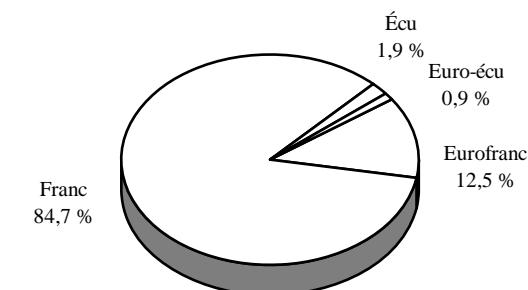
Les **non-résidents** ont levé 1 milliard de francs, après 6 milliards en juin.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

7 mois 1995

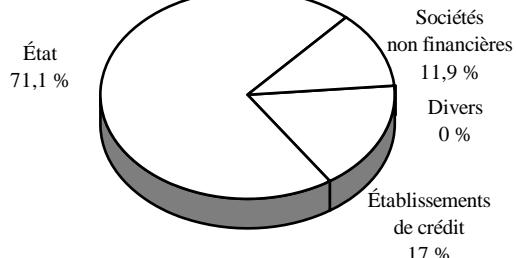


Année 1994

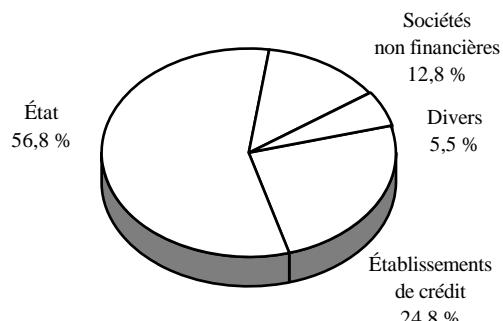


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

7 mois 1995



Année 1994



Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 3 août 1995

Au terme des sept premiers mois, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 224 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à celle de 1994 (302 milliards de francs) qui recensait l'emprunt de 22 milliards de francs émis par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) et d'importantes émissions des établissements de crédit.

Globalement, les résidents ont pratiquement cessé de faire appel au compartiment international (seulement 2 % du montant de leurs emprunts en 1995, contre plus de 13 % pour l'ensemble de l'année 1994). La proportion des émissions libellées en écus a légèrement augmenté d'une période sur l'autre. La part de l'État a représenté près de 71 % de la collecte brute globale en francs et en écus effectuée en 1995 auprès des résidents sur l'ensemble des compartiments (à hauteur de 98 % sur le marché intérieur), contre 57 % en 1994.

¹ 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.

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

En début de mois, le Trésor a annoncé une révision de son programme de financement. En raison de la diminution des recettes de privatisation (estimées à 40 milliards de francs, au lieu de 55 milliards prévus précédemment), l'objectif total des émissions a été porté de 470 milliards de francs à 495 milliards, dont 260 milliards d'OAT.

À l'occasion de la privatisation de la société Usinor-Sacilor¹, un peu moins de 7 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997, soit 670 millions de francs environ, ont été annulés fin juillet dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public². L'encours nominal des titres de l'emprunt d'État restant en circulation, après cette septième offre publique de vente, s'élève à un peu moins de 101 milliards de francs.

5.2.4. Le marché primaire des actions en juin³

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	Mai 1995	Juin 1995	6 mois 1995	6 mois 1994	Année 1994
TOTAL ÉMIS (a).....	11.47	11.78	106.97	134.41	267,55
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	1.36	1.84	9.47	41.8	74,61
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	0.56	1.84	13.24	42.59	77,25
(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 (jusqu'en mars 1995)					
Source : Société des bourses françaises et Banque de France (depuis avril 1995)					
Réalisation : Banque de France					
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09					Mise à jour le 3 août 1995

Les émissions d'actions réglées en numéraire sont restées stables d'un mois sur l'autre, avec un peu plus de 11 milliards de francs.

Au terme du premier semestre, leur montant (107 milliards de francs) a fléchi de 29 milliards d'une année sur l'autre. Les émissions de titres cotés ont, pour leur part, très fortement diminué. Elles ont atteint 9 milliards de francs en 1995, soit 9 % du montant total des émissions, contre 28 % pour l'ensemble de l'année 1994.

¹ L'offre publique de vente, intervenue du 27 juin au 4 juillet 1995, portait sur 34,9 millions d'actions (au prix unitaire de FRF 86) pour un montant de 3 milliards de francs. Cette offre a été majorée de 12,9 millions d'actions prélevées sur la tranche du placement garanti.

² Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

³ Les données postérieures au mois de mars 1995 sont élaborées conjointement par la Banque de France et la Société des bourses françaises.

5.3. Le marché secondaire des actions

Bien orientée durant la première quinzaine du mois de juillet, la Bourse de Paris a ensuite suivi une tendance moins favorable. Néanmoins, sur l'ensemble du mois, l'indice CAC 40 a progressé de 3,20 %.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La Bourse de Paris a d'abord été orientée à la hausse en liaison avec l'évolution des marchés de taux, la tendance des principales bourses mondiales, New York notamment, et l'appréciation du franc.

À partir du milieu du mois, la Bourse de Paris a subi une dégradation dans le sillage du repli observé aux États-Unis sur les marchés obligataires et boursiers.

En fin de période, le marché s'inscrivait globalement à la hausse mais la tendance demeurait fragile, dans un contexte caractérisé par la faiblesse saisonnière des volumes échangés.

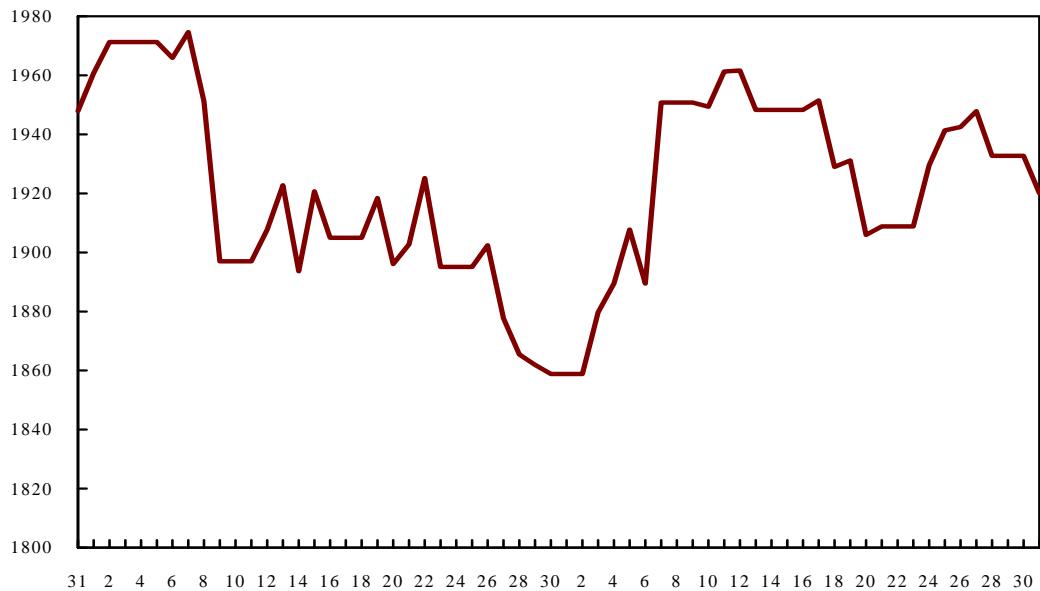
Les principales bourses étrangères, Tokyo notamment, ont été orientées à la hausse.

INDICES BOURSIERS				
	30 juin 1995	31 juillet 1995	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1995
New York (Dow Jones)	4 556,10	4 708,47	3,30	22,79
Londres (FT 100)	3 314,00	3 463,30	4,50	12,98
Tokyo (Nikkei)	14 517,40	16 677,53	14,80	-15,44
Paris (CAC 40)	1 858,82	1 920,04	3,20	2,07
Francfort (Dax)	2 083,93	2 218,74	6,40	5,32

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

Mise à jour le 8 août 1995

**ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40
du 31 mai 1995 au 31 juillet 1995**



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

Mise à jour le 8 août 1995

5.3.2. La tendance au début du mois d'août (arrêtée au 8)

La Bourse de Paris a été orientée à la hausse, soutenue par la détente des taux courts. L'indice CAC 40 a progressé de 1,8 %, depuis le 31 juillet. Les principaux autres marchés ont également évolué favorablement, mais dans des proportions moindres.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Au cours du mois de juin, l'*agrégat de monnaie M3* a augmenté de 0,5 %, après avoir progressé de 0,4 % le mois précédent (chiffre rectifié). Cette progression est surtout imputable aux moyens de paiement (M1), en hausse de 1,9 %, alors que les avoirs sur livrets rémunérés à taux réglementés (M2 – M1) sont restés stables. Les placements rémunérés à taux de marché se contractent légèrement (– 0,2 %), après deux mois de hausse soutenue. L'essor des dépôts à terme (+ 2,3 %) et des titres d'OPCVM monétaires (+ 0,4 %), a été moins rapide qu'au cours du mois précédent.

Sur un an, entre moyennes trimestrielles centrées, M1 présente une croissance modérée de 0,4 %, tandis que le développement des autres agrégats est plus soutenu : 4,2 % pour M2 et 3,9 % pour M3.

Le développement de l'*épargne contractuelle (P1)* s'est de nouveau raffermi (11,2 % sur un an). En rythme annuel, les plans d'épargne-logement ont progressé de 13,3 % et les plans d'épargne populaire de 15,1 %.

À fin mai, la croissance de l'*endettement intérieur total* a été de 4,4 % en glissement sur douze mois. Le développement des financements de marché reste soutenu (12,3 %). Les crédits à l'économie marquent une reprise, en variation mensuelle, pour le quatrième mois consécutif (0,1 %) et présentent une légère croissance en glissement annuel (0,3 %).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les agrégats de monnaie et de placement

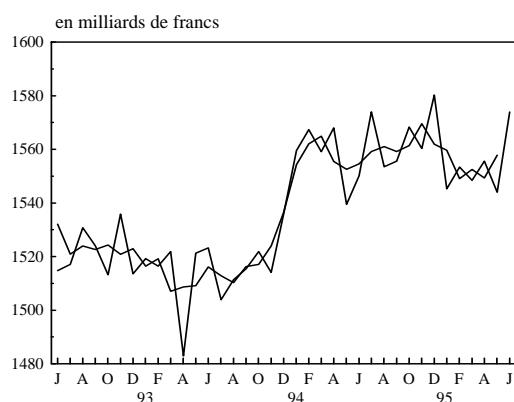
AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin juin 1995	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Avril 1995 (a) en pourcentage	Mai 1995 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 595,2	1,9	-0,4	0,4
– M2	2 925,8	1,1	3,9	4,2
– M3	5 268,4	0,5	3,3	3,9
– M4	5 352,0	0,5	3,9	4,4
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 515,5		11,0	11,2
Statistiques à fin mai 1995			Variations sur 12 mois en glissement	
AGRÉGATS DE CRÉDIT			Mars 1995 en pourcentage	Avril 1995 en pourcentage
– Endettement intérieur total	10 315,7	4,3	4,2	4,4
– Ensemble des crédits à l'économie.....	6 341,3	0,3	0,3	0,4
– Crédits des banques à l'économie	3 566,3	-0,8	-0,4	-0,4

(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés :
M1 : -0,4 % ; M2 : 4,0 % ; M3 : 3,3 % ; M4 : 3,9 % ; P1 : 11,1 %

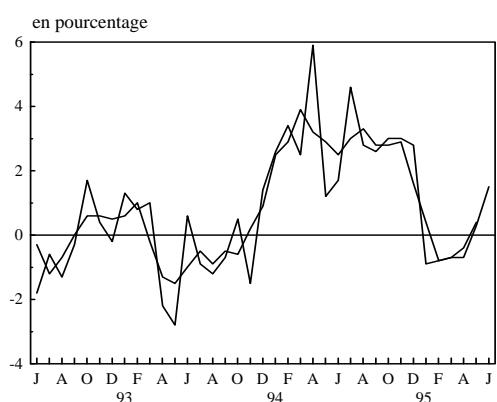
Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 2 août 1995

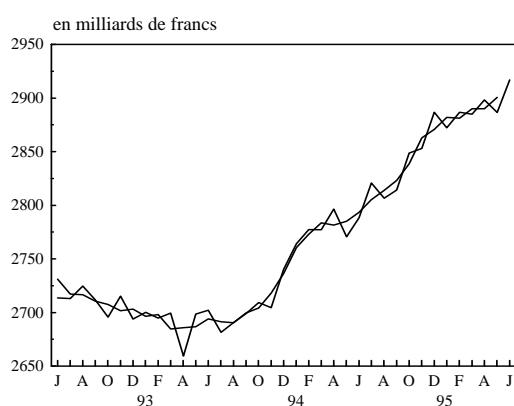
M1
Encours cvs



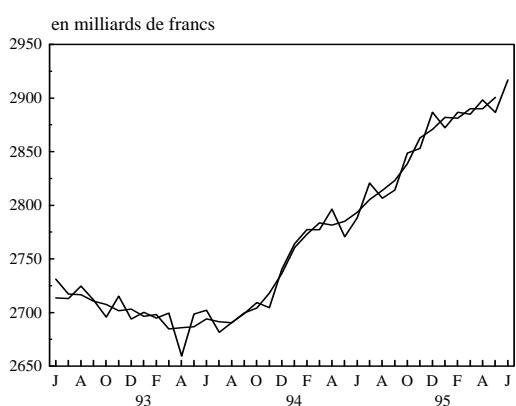
M1
Glissements sur 12 mois



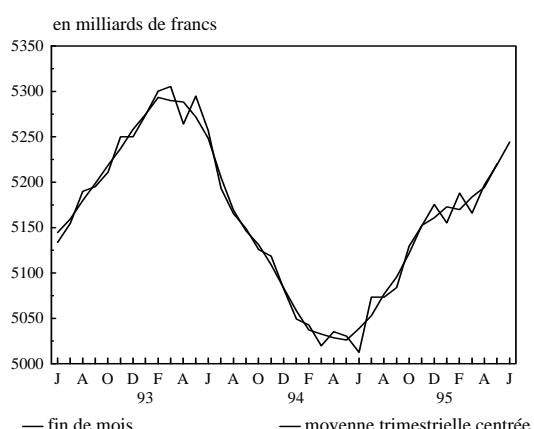
M2
Encours cvs



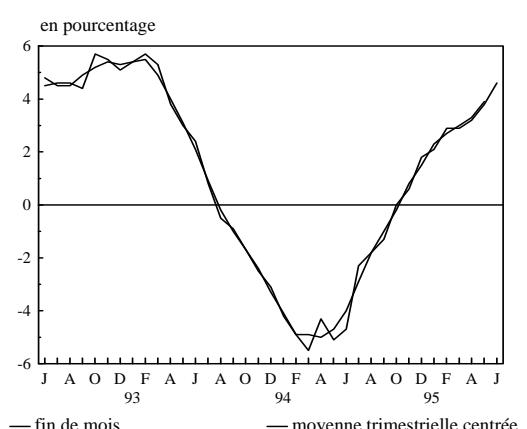
M2
Glissements sur 12 mois



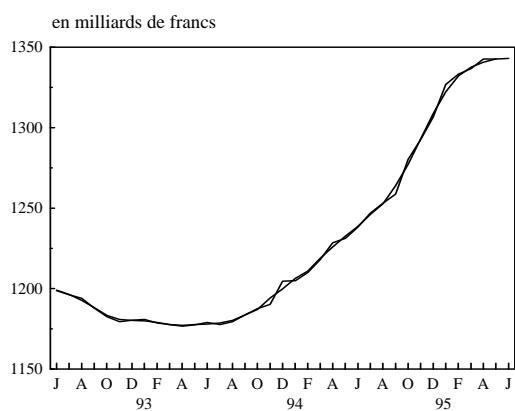
M3
Encours cvs



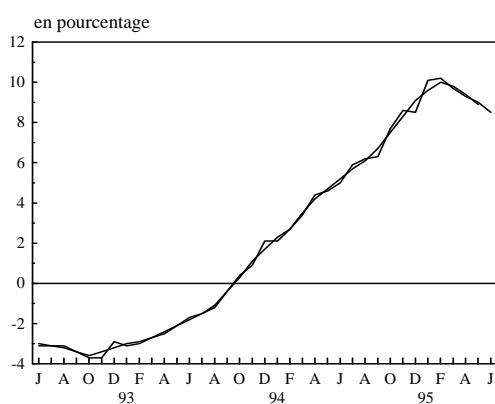
M3
Glissements sur 12 mois



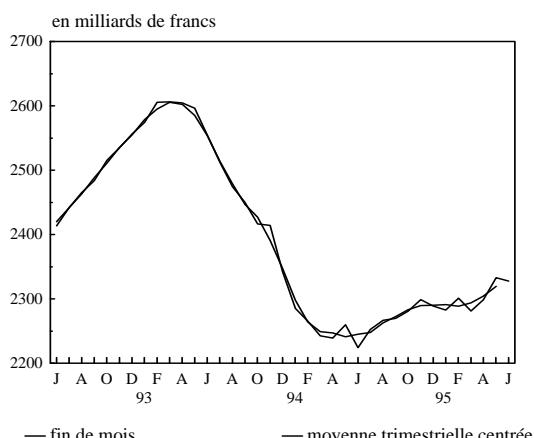
M2 – M1
Encours cvs



M2 – M1
Glissements sur 12 mois



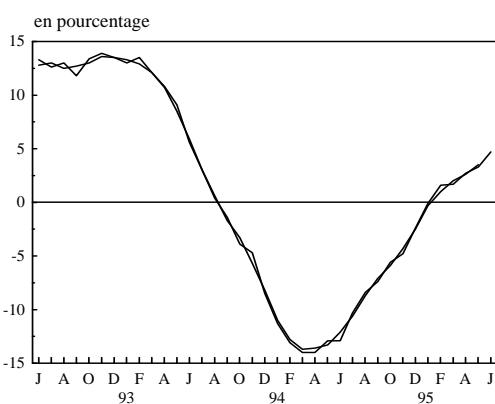
M3 – M2
Encours cvs



— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

M3 – M2
Glissements sur 12 mois



— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

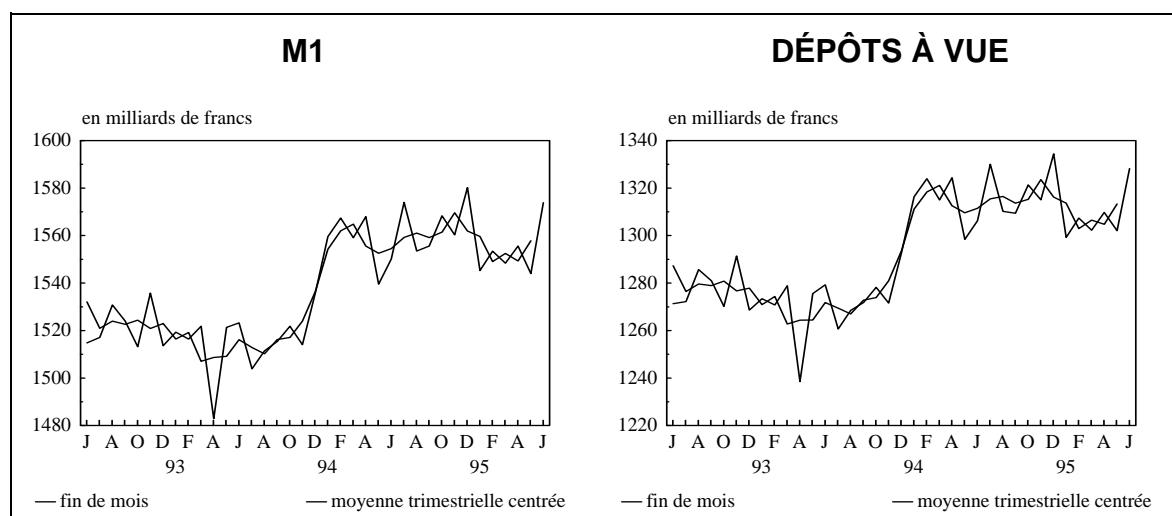
Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle¹

(statistiques à fin juin 1995)

M1

En juin, l'agrégat M1 s'est accru de 1,9 % après plusieurs mois de variations plus modérées (+ 0,5 % en avril et - 0,7 % en mai). En rythme annuel, il s'établit en croissance de 0,4 % à fin juin, rompant ainsi avec une tendance à la baisse depuis trois mois (- 0,8 % à fin mars, - 0,7 % à fin avril et - 0,4 % à fin mai).

L'encours des dépôts à vue a fortement progressé (2,0 %), après s'être replié en mai (- 0,6 %). Sur un an, son évolution redevient positive (0,3 % à fin juin, après - 1,1 % à fin avril et - 0,6 % à fin mai).



Le montant des billets et monnaies en circulation a augmenté de 1,5 %, après - 1,6 % en mai. Sur douze mois, son rythme de progression, qui tend à se réduire depuis le début de l'année, s'établit, comme le mois précédent, à + 0,7 %.

M2 – M1

L'encours des comptes sur livrets a stagné pour le deuxième mois consécutif. Sur un an, sa croissance reste soutenue (8,9 %), mais confirme une tendance baissière (9,8 % à fin avril et 9,4 % à fin mai).

Les livrets A et bleus sont restés stables (+ 0,1 %, après - 0,1 % en mai). Sur un an, leur progression s'amenuise (6,0 % à fin juin, après 6,4 % à fin mai).

L'encours des comptes d'épargne-logement, en réduction depuis le début de l'année, s'est contracté de 0,4 % en juin. En rythme annuel, sa croissance s'établit à 1,2 % à fin juin, après 1,5 % à fin mai.

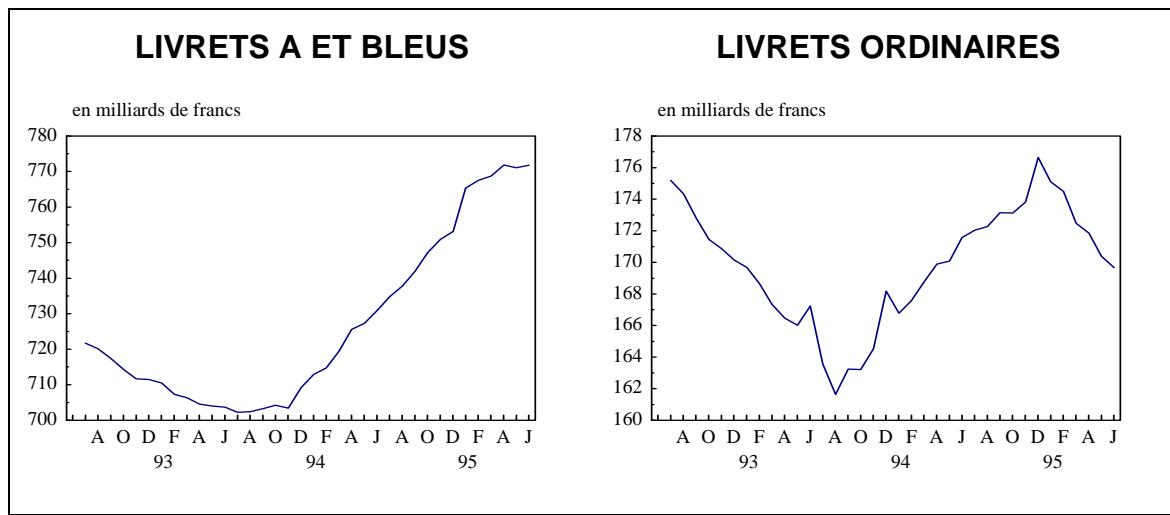
¹ Tous les graphiques sont en encours corrigés des variations saisonnières (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables et de P1. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes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

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

Les comptes pour le développement industriel (Codevi) se sont accrus de 0,6 % en juin, après 1,6 % un mois auparavant. Leur évolution, sur un an, reste très soutenue (46,7 % à fin juin, après 46,9 % à fin mai et 46,6 % à fin avril).

Les livrets d'épargne populaire ont progressé de 0,3 % (+ 0,5 % en mai) et, sur douze mois, de 16,3 % (+ 16,9 % à fin mai).

Les livrets soumis à l'impôt ont continué de se replier (- 0,4 %). En rythme annuel, leur évolution, régulièrement en baisse depuis plusieurs mois, devient quasi nulle (0,1 %).



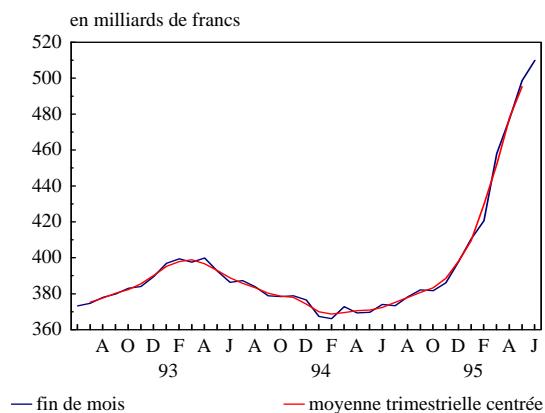
M3 – M2

Les placements compris dans M3 – M2 se sont légèrement repliés (- 0,2 %), après avoir augmenté en mai (1,5 %). En glissement sur douze mois, la croissance de cet agrégat continue de se renforcer régulièrement (+ 1,0 % à fin mars et + 3,5 % à fin juin).

Le développement des dépôts à terme, très soutenu depuis plusieurs mois, s'est ralenti (+ 2,3 % en juin, après + 4,5 % en mai). Sur un an, leur progression continue de se renforcer (+ 33,5 % en juin, après + 28,9 % le mois précédent).

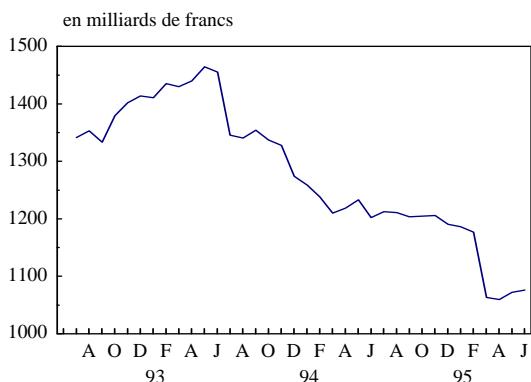
Les bons de caisse et d'épargne se sont repliés de 1,7 %, après - 0,7 % en avril et en mai. En rythme annuel, leur repli atteint 5,7 %, après - 5,6 % à fin mai.

DÉPÔTS À TERME



L'encours des titres d'OPCVM monétaires a progressé de nouveau en juin (+ 0,4 %), mais plus modérément que le mois précédent (+ 1,2 %). En glissement sur douze mois, son recul reste sensible et atteint – 12,2 % en juin, après – 12,8 % le mois précédent.

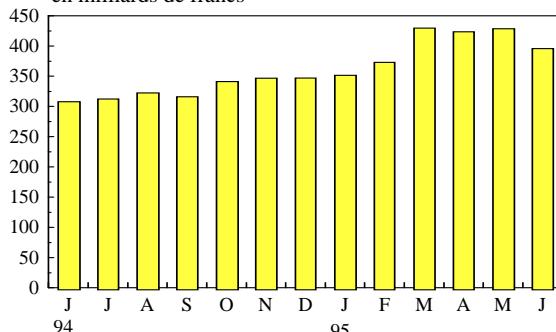
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES



L'encours des certificats de dépôt et des bons à moyen terme négociables en francs émis par les banques et acquis par les agents non financiers résidents s'est établi à 395,6 milliards de francs en juin (contre 428,6 milliards en mai) pour un encours total émis de 1 134,1 milliards (contre 1 188,4 milliards en mai).

CERTIFICATS DE DÉPÔT ET BMTN (a)

en milliards de francs



■ Encours en francs inclus dans M3-M2

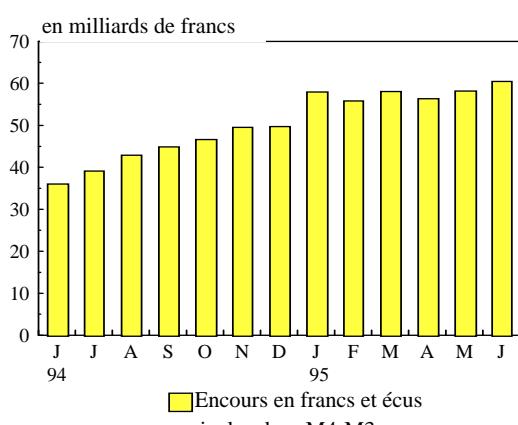
(a) BMTN émis par les banques

M4 – M3

Le montant des bons du Trésor émis en francs et en écus est passé de 1 070,3 milliards de francs à 1 103,2 milliards d'une fin de mois à l'autre ; leur détention par les agents non financiers a progressé, dans l'intervalle, de 58,2 milliards à 60,5 milliards (+ 2,3 milliards).

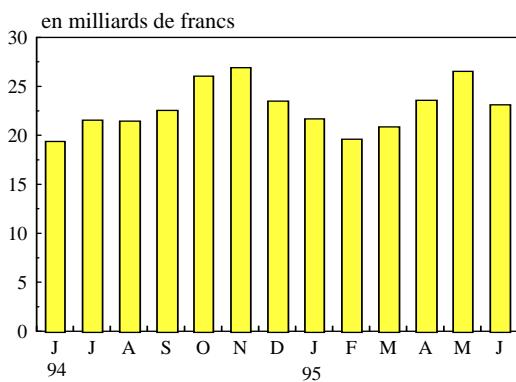
L'encours des titres de créances négociables émis par les entreprises est resté quasi inchangé (+ 0,2 milliard de francs) et s'établit à 155,1 milliards. La détention des agents non financiers s'est toutefois légèrement repliée (- 3,4 milliards de francs) et s'élève à 23,1 milliards.

BONS DU TRÉSOR



■ Encours en francs et écus inclus dans M4-M3

BILLETS DE TRÉSORERIE ET BMTN (a)



■ Encours en francs inclus dans M4 - M3

(a) BMTN émis par les sociétés non financières

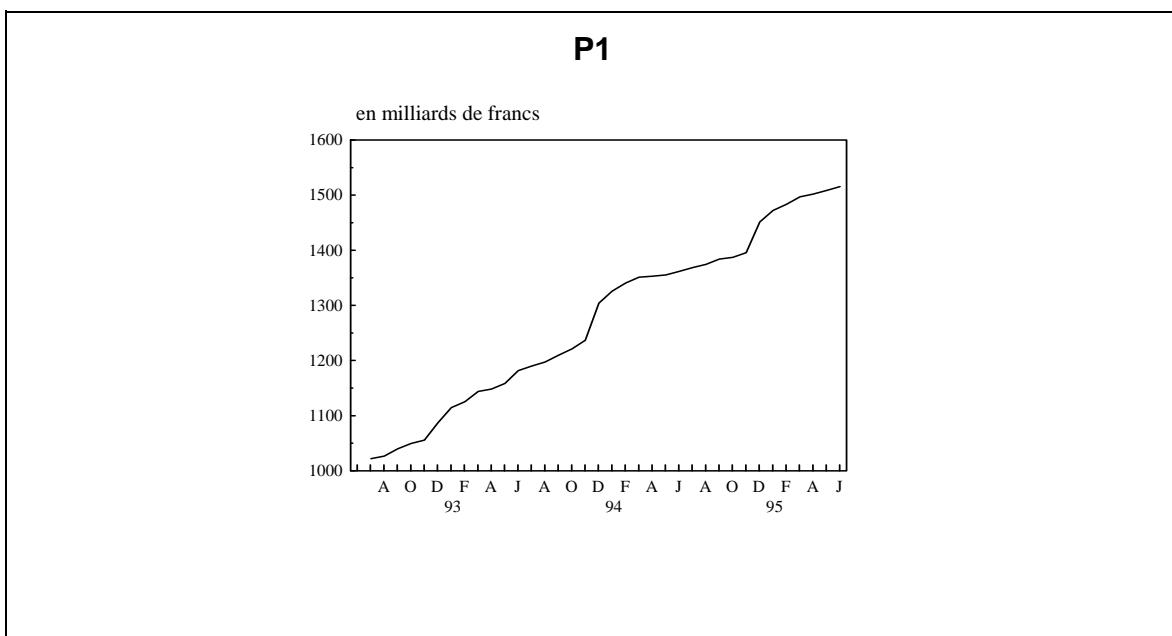
P1

La croissance annuelle de l'agrégat de placement P1 s'est légèrement accentuée (10,8 % à fin avril, 11,0 % à fin mai et 11,2 % à fin juin).

La progression des plans d'épargne-logement est restée assez régulière depuis quatre mois (1,0 % en juin). Sur un an, leur expansion, tout en restant soutenue, marque un certain tassement (13,8 % à fin avril, 13,5 % à fin mai et 13,3 % à fin juin).

Les plans d'épargne populaire se sont accrûs de 15,1 % à fin juin, soit sensiblement au même rythme depuis quatre mois.

Le développement des titres d'OPCVM « garantis » observé depuis le début de l'année se confirme (10,8 % à fin juin, après 5,8 % à fin mai). Sur la même période, la progression des bons de capitalisation reste stable (2,6 % à fin juin).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin mai 1995)¹

Vue d'ensemble

En mai, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont légèrement progressé (+ 0,1 %, après + 0,2 % à fin avril). En glissement sur douze mois, leur hausse s'est poursuivie (+ 0,4 %, après + 0,3 % à fin avril).

La baisse des crédits aux sociétés s'est de nouveau réduite (– 0,7 %, après – 0,8 % à fin avril), alors que la progression des crédits aux ménages s'est stabilisée (+ 0,7 %, comme à fin avril). La croissance des crédits aux autres agents est demeurée vive (+ 4,9 %, après + 4,6 % à fin avril).

Les crédits distribués par les seules banques ont diminué sur un rythme identique à celui du mois précédent (– 0,4 % sur un an). Cette évolution d'ensemble recouvre des tendances relativement inchangées pour les sociétés et les ménages : le recul des crédits aux sociétés s'est stabilisé (– 4,5 % sur douze mois, après – 4,6 % à fin avril) ; alors que les crédits aux ménages ont continué de progresser (+ 1,0 %, après + 1,1 % à fin avril). En revanche, la hausse des crédits aux autres agents s'est accentuée (+ 7,2 %, après + 5,8 % à fin avril).

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					
	(en pourcentage)				
	1993		1994		1995
	Décembre	Décembre	Mars	Avril	Mai
BANQUES					
– Total des crédits avant défaisance	-2,0	-1,0	-0,8	-0,4	-0,4 (a)
– Total des crédits après défaisance	-3,1	-2,1	-1,9	-1,5	-1,4
– Sociétés	-6,5	-5,5	-5,5	-4,6	-4,5
– Ménages	0,1	1,1	1,1	1,1	1,0
– Autres agents	2,4	3,2	7,0	5,8	7,2
ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT					
– Total des crédits avant défaisance	-0,3	-1,3	0,3	0,3	0,4 (b)
– Total des crédits après défaisance	-0,8	-1,3	0,2	0,5	0,5
– Sociétés	-5,3	-2,1	-1,5	-0,8	-0,7
– Ménages	0,3	0,8	0,6	0,7	0,7
– Autres agents	14,0	-4,5	5,9	4,6	4,9

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 37,4 milliards au cours des 12 derniers mois.
(b) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à – 9 milliards au cours des 12 derniers mois.

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

Mise à jour le 25 juillet 1995

¹ 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.

Les crédits des banques au cours des derniers mois

En variation mensuelle, la croissance des crédits des banques s'est confirmée (+ 0,2 %, comme en avril). La progression des crédits aux sociétés a été moins marquée (+ 0,3 %, après + 1,3 % à fin avril), alors que la variation des crédits aux ménages est redevenue légèrement positive (+ 0,1 %, après - 0,2 % à fin avril). Les crédits aux autres agents ont légèrement progressé (+ 0,6 %, après - 2,8 % à fin avril).

	ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE				
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1995		1995		
	Mars	Avril	Mai	Avril	Mai
TOTAL avant défaisance	0,0	0,2	0,2	-0,4	-0,4 (a)
TOTAL après défaisance	0,0	0,2	0,2	-1,5	-1,4
SOCIÉTÉS.....	0,3	1,3	0,3	-4,6	-4,5
– Investissement des sociétés	-0,2	0,9	3,0	-0,9	1,7
– Trésorerie des sociétés.....	1,3	1,7	-1,2	-2,1	-4,3
– Autres crédits	-0,5	1,0	-0,3	-12,0	-11,5
MÉNAGES	0,0	-0,2	0,1	1,1	1,0
– Habitat ménages.....	0,4	0,0	0,3	2,3	2,5
– Trésorerie des particuliers	-0,4	0,0	-0,3	1,3	-0,4
– Autres crédits	-0,7	-0,9	0,1	-1,6	-1,2
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-1,4	-2,8	0,6	5,8	7,2

(a) Les redressements liés aux opérations de défaisance se sont élevés à 37,4 milliards de francs au cours des 12 derniers mois.

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

Mise à jour le 25 juillet 1995

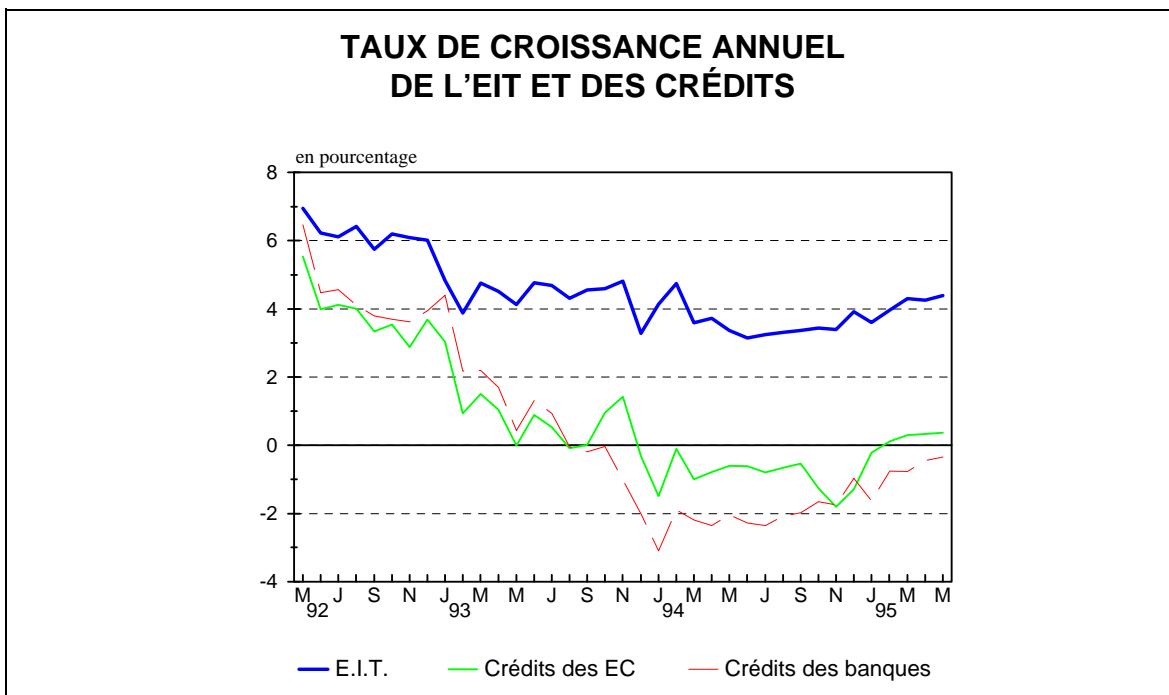
La croissance des crédits à l'investissement s'est fortement accélérée (+ 3,0 %, après + 0,9 % à fin avril), leur progression sur un an redevenant positive (+ 1,7 %, après - 0,9 % à fin avril). Par ailleurs, les crédits de trésorerie ont enregistré une légère baisse (- 1,2 %), après trois mois de hausse. Sur douze mois, leur recul s'est accentué (- 4,3 %, après - 2,1 % à fin avril).

Les concours à l'habitat aux ménages ont progressé de 0,3 %, après être restés inchangés le mois précédent. Sur un an, leur croissance s'est renforcée (+ 2,5 %, après + 2,3 % à fin avril). Les crédits de trésorerie aux particuliers ont, pour leur part, enregistré une baisse de 0,3 % (après être restés stables à fin avril) ; de ce fait, leur variation sur un an devient négative (- 0,4 %, après + 1,3 % à fin avril).

6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin mai 1995)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total s'est légèrement renforcée à fin mai (4,4 %), par rapport à fin avril (4,2 %). Cette accélération provient d'une moindre contraction de l'endettement des sociétés (-1,0 %, après -1,3 % à fin avril). En revanche, le rythme de croissance de l'endettement de l'État a continué à ralentir (16,0 %, après 16,1 % à fin avril) et la croissance annuelle de l'endettement des ménages est demeuré stable d'un mois sur l'autre (0,7 %). Enfin, l'endettement intérieur total des autres agents a progressé de 4,1 % à fin mai, soit un rythme plus soutenu qu'à fin avril (3,9 %).



La variation sur un an des crédits à l'économie s'est légèrement renforcée à fin mai (0,4 %), par rapport à fin avril (0,3 %)¹, alors que celle des financements collectés sur les marchés internes a été un peu moins soutenue (12,3 %, après 12,6 % à fin avril). Cette évolution résulte du ralentissement des financements obtenus sur le marché monétaire (16,2 %, après 16,6 % à fin avril), sous l'effet d'une progression moins rapide de l'encours des bons du Trésor (21,7 %, après 24,0 % à fin avril). En revanche, la contraction des financements levés par les sociétés s'est atténuée, revenant de -17,5 % à fin avril à -11,4 % à fin mai.

Sur le marché obligataire, la progression annuelle des financements levés par les agents non financiers a également légèrement ralenti (10,1 %, après 10,5 % à fin avril). La progression annuelle de la dette obligataire de l'État a été en effet moins soutenue en mai (14,1 %) qu'en avril (14,5 %), tandis que celles des sociétés et des autres agents ont continué de se contracter, respectivement de -0,9 % et de -8,2 % à fin mai.

Enfin, la croissance annuelle des crédits obtenus auprès des non-résidents a nettement décéléré (11,3 %, après 17,3 % à fin avril). L'encours des obligations internationales émises par les sociétés a pour sa part progressé de 6,0 % à fin mai, soit un rythme proche de celui d'avril (6,1 %).

¹ 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 – variations sur douze mois en pourcentage)

	1994	1995		
	Décembre	Mars	Avril	Mai
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL avant défaisance	3,9	4,3	4,2	4,4
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL après défaisance	3,9	4,3	4,3	4,5
– État	18,5	16,3	16,1	16,0
– Sociétés	-1,5	-1,8	-1,3	-1,0
– Ménages	0,8	0,6	0,7	0,7
– Autres	-2,3	5,1	3,9	4,1
CRÉDITS avant défaisance	-1,3	0,3	0,3	0,4
CRÉDITS après défaisance	-1,3	0,2	0,5	0,5
– Sociétés	-2,1	-1,5	-0,8	-0,7
– Ménages	0,8	0,6	0,7	0,7
– Autres	-4,5	5,9	4,6	4,9
DETTE NON NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT (a)	40,9	1,2	0,1	6,5
FINANCEMENTS SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	13,4	12,5	12,6	12,3
Sur le marché monétaire	15,3	16,2	16,6	16,2
– État	18,5	23,1	24,0	21,7
– Sociétés	-0,7	-16,5	-17,5	-11,4
Sur le marché obligataire	12,5	10,7	10,5	10,1
– État	14,6	14,5	14,5	14,1
– Sociétés	2,0	0,0	-0,8	-0,9
– Autres (c)	66,3	-6,5	-6,8	-8,2
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	16,9	23,5	17,3	11,3
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER	0,9	5,2	6,1	6,0
– Sociétés	0,9	5,2	6,1	6,0

(a) La dette non négociable de l'État correspond à la composante « autres créances nettes » de la contrepartie « créances sur l'État » (monnaies divisionnaires, avoirs à La Poste et au Trésor et net des comptes à la Banque de France).

(b) Obtenu 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 28 18

Mise à jour le 28 juillet 1995

La contribution des placements monétaires inclus dans M3 à la progression de l'ensemble des contreparties de l'EIT s'est renforcée, passant de 1,7 point (sur 4,2 points au total) à fin avril à 1,9 point (sur 4,4 points) à fin mai.

L'apport des éléments d'épargne contractuelle est demeuré stable en mai (1,3 point).

La contribution des placements à caractère obligataire à la croissance des contreparties de l'EIT a été moins négative à fin mai (-0,2 point) qu'à fin avril (-0,4 point).

En revanche, la part relative des concours nets des non-résidents a exercé un impact plus restrictif que le mois précédent (-0,4 point à fin mai, après -0,3 point à fin avril).

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

Tableau non disponible

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

Y A-T-IL UNE MONTÉE DES RISQUES SYSTÉMIQUES ET COMMENT Y FAIRE FACE ?

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à la conférence annuelle de l'OICV
(Organisation internationale des Commissions de valeurs mobilières),
à Paris, le 12 juillet 1995

Je vous remercie de m'inviter à m'exprimer sur le risque systémique, et je tiens à dire combien j'apprécie de prendre la parole devant les responsables des Commissions de valeurs, à l'heure où la coopération se renforce au niveau international entre contrôleurs des établissements de crédit et des entreprises d'investissement.

Il faut sans doute se réjouir qu'aucune des difficultés rencontrées ces derniers temps par de grandes institutions financières — qu'elles soient dues au traditionnel risque de crédit, ou aux risques de marché — n'ait provoqué de crise systémique.

En effet, les difficultés individuelles n'ont pas entraîné de faillites en chaîne ni d'effondrement de marchés financiers.

Pour autant, il convient de rester vigilant. Les banques centrales et les autorités de surveillance des marchés financiers et de leurs acteurs sont concernées au premier chef.

Plusieurs rapports ont montré que l'évolution structurelle des systèmes financiers, caractérisée par un mouvement d'internationalisation, de déréglementation et de forte innovation technique, conservait toute son actualité au risque systémique. Sur la période récente, on peut également s'interroger sur l'incidence de l'essor spectaculaire des marchés de produits dérivés et du développement de conglomérats financiers. Ces facteurs ne renforcent-ils pas le risque systémique ? Et quelles réponses les autorités de tutelle apportent-elles à ces nouveaux défis ?

1. Les changements structurels des systèmes financiers sont susceptibles d'accroître le risque systémique

1.1. Les mutations structurelles de l'environnement financier sont bien identifiées

Ainsi, la déréglementation des années quatre-vingt, caractérisée par exemple en France par la suppression de l'encadrement du crédit, le décloisonnement des circuits de financement, le développement du rôle des marchés et la concurrence accrue entre institutions financières, et couronnée par la libre circulation des capitaux et la réalisation du marché unique bancaire, a accru l'interdépendance des marchés et des acteurs.

Parallèlement, les innovations techniques ont renforcé la réactivité des marchés financiers.

Dans l'ensemble, ces facteurs ont accru le risque et la vitesse de contagion, donc le risque systémique.

1.2. Les produits dérivés contribuent-ils à accroître le risque systémique ?

En ce moment, les produits dérivés se retrouvent souvent « diabolisés ». Plusieurs études tendent toutefois à montrer que même si les produits dérivés sont susceptibles d'accroître la volatilité à court terme en période de tension et donc d'accroître les risques de contagion, ils ne semblent pas être en eux-mêmes la cause originelle de mouvements brutaux de prix susceptibles d'entraîner l'effondrement d'un marché.

C'est donc ailleurs qu'il faut chercher une source de risque systémique, en particulier dans la concentration des opérations par un nombre restreint d'intermédiaires financiers, qu'ils soient agréés en tant qu'établissements de crédit ou entreprises d'investissement.

En revanche, l'entrée sur le marché d'entités non régulées, telles que des entreprises industrielles ou des fonds de pension, ne semble pas accroître le risque systémique, pour autant que ces nouveaux entrants restent des utilisateurs finaux.

1.3. L'essor des conglomérats financiers, sujet nouveau de préoccupation des autorités de surveillance

L'une des conséquences de la déréglementation et de l'internationalisation des activités financières a été l'essor de conglomérats financiers dont le principal risque est lié au phénomène de contagion résultant des liens entre les différentes parties d'un même groupe.

L'émergence de conglomérats financiers peut donc représenter une source d'accroissement du risque systémique.

Et maintenant, face à ces menaces, quelles sont les réponses des autorités de tutelle ?

2. La prévention du risque systémique exige non seulement une infrastructure juridique et technique solide, mais également un renforcement des normes micro-prudentielles et de la coopération entre autorités de surveillance

2.1. Une infrastructure sécurisée

Il importe que les activités financières s'exercent dans un cadre sûr.

C'est pourquoi les autorités de tutelle du système financier sont à l'origine ou ont favorisé un certain nombre d'initiatives, telles que la mise en place de systèmes de règlement sécurisés, notamment le système à règlement brut Transferts Banque de France, ou la sécurisation du cadre des opérations de pension livrée.

Pour être nécessaire, ce renforcement du cadre général n'est toutefois pas suffisant, et ne saurait remplacer l'adaptation des normes prudentielles applicables aux établissements eux-mêmes.

2.2. L'adaptation des normes micro-prudentielles

Les établissements de crédit occupent une position centrale au regard du risque systémique : ils en représentent une source potentielle, peuvent propager les ondes de choc et constituent le point de passage obligé d'éventuelles interventions des banques centrales.

En conséquence, la réglementation prudentielle constitue une excellente ligne de défense du « prêteur de dernier ressort ».

Cette réglementation a tout naturellement été adaptée pour mieux prendre en compte la montée des risques de marché et le développement spectaculaire des produits dérivés.

Cette adaptation porte essentiellement sur trois domaines :

- la définition de normes d'adéquation des fonds propres,
- l'amélioration de la gestion et du contrôle des risques par les établissements eux-mêmes,
- le renforcement de l'information sur les produits dérivés.

2.2.1. L'adéquation des fonds propres aux risques de crédit et de marché

C'est sur le risque de crédit — le risque bancaire le plus traditionnel — que s'est d'abord portée l'attention des autorités prudentielles.

L'accord de Bâle de juillet 1988 instituant le ratio international de solvabilité, le fameux « ratio Cooke », a marqué une étape fondamentale, en imposant une norme minimale de fonds propres par rapport aux engagements pondérés selon leur risque de crédit.

Ce texte est naturellement évolutif, comme l'ont montré les amendements récents, destinés à mieux prendre en compte la réduction du risque liée aux accords bilatéraux de compensation reconnus juridiquement valides, mais également à renforcer les exigences de fonds propres sur les produits dérivés les plus volatils.

Si l'institution d'une norme d'adéquation des fonds propres au risque de crédit a représenté incontestablement un progrès, le développement de l'activité de négociation (*trading*) dans un contexte d'instabilité des marchés financiers, a mis en lumière la nécessité d'une norme d'adéquation des fonds propres aux risques de marché. Tel est le sens de la directive européenne d'adéquation des fonds propres aux risques de marché et des nouvelles propositions du Comité de Bâle sur les risques de marché.

2.2.2. La gestion et le contrôle des risques

Les autorités sont pleinement conscientes que, pour être efficace, la réglementation prudentielle doit être relayée par un système interne performant de gestion et de contrôle des risques, en particulier sur les marchés de produits dérivés. Le contrôle interne est d'ailleurs un terrain privilégié de coopération entre contrôleurs bancaires et commissions de valeurs.

2.2.3. L'amélioration de l'information

à destination des autorités de surveillance (*reporting*) et des tiers (*disclosure*)

Un autre domaine privilégié de coopération concerne l'amélioration de l'information sur les produits dérivés.

Plusieurs travaux encouragent une meilleure information sur les produits dérivés. Ainsi, le Comité permanent des euromonnaies de la Banque des règlements internationaux mène actuellement une vaste enquête sur les marchés de produits dérivés, et pourrait instituer un *reporting* régulier auprès des principaux intermédiaires financiers actifs sur ce marché.

Dans une optique davantage micro-prudentielle, le Comité de Bâle et l'OICV ont publié le 16 mai dernier un document commun définissant le « noyau dur » de l'information dont devraient disposer les autorités de surveillance.

Les intermédiaires financiers sont vivement incités à améliorer l'information communiquée au public en matière d'opérations sur produits dérivés.

Le rapport Fisher, publié en septembre 1994 par la Banque des règlements internationaux, suggère plusieurs exemples de *disclosure* selon l'activité des établissements.

Si la prévention du risque systémique se fonde sur des normes prudentielles individuelles, elle repose également sur une meilleure coopération des différentes autorités de surveillance.

2.3. Une coopération indispensable entre autorités de surveillance

L'internationalisation des activités financières et l'essor de conglomérats financiers posent aux autorités de surveillance un double défi : celui de coopération internationale et celui de la coopération entre autorités chargées du contrôle des différentes catégories d'institutions — établissements de crédit, entreprises d'investissement, compagnies d'assurance.

Les contrôleurs bancaires ont joué un rôle pionnier dans la coopération internationale, en créant dès 1975 le Comité de Bâle, et en organisant la répartition des compétences et les échanges d'informations entre autorités du pays d'origine et autorités du pays d'accueil.

Au niveau d'un ensemble aussi fortement intégré sur le plan financier que l'Union européenne, la coopération s'est appuyée sur des réformes institutionnelles d'envergure liées à la mise en œuvre du marché unique bancaire. Dans ce cadre, les autorités des différents États membres ont conclu des mémoranda bilatéraux.

Plusieurs instances peuvent par ailleurs servir de cadre aux échanges informels entre autorités de surveillance.

La coopération entre contrôleurs bancaires est ainsi bien établie. Elle ne saurait toutefois suffire, face au développement des conglomérats financiers, qui relèvent de la compétence de plusieurs autorités de surveillance et peuvent abriter des entités non régulées. Le risque de contagion au sein de ces conglomérats peut en faire des vecteurs de risque systémique. C'est pourquoi les autorités de surveillance des établissements de crédit, des entreprises d'investissement et des compagnies d'assurance s'efforcent actuellement de renforcer leur coopération, comme le montre la constitution d'un groupe tripartite entre le Comité de Bâle, l'OICV et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA).

Il convient par ailleurs de noter le rapprochement du Comité de Bâle et de l'OICV en matière de produits dérivés comme en témoignent les publications sur le *reporting* et sur la gestion des risques.

En conclusion, les autorités prudentielles se sont adaptées aux nouvelles facettes du risque systémique, en encourageant la sécurité du cadre général d'exercice des activités financières, en renforçant les normes prudentielles relatives aux établissements individuels, en améliorant leur coopération au niveau international. Le cadre européen semble constituer à cet égard un laboratoire et un modèle, non seulement en matière de coopération entre autorités de surveillance, mais aussi en matière d'harmonisation des conditions de concurrence. C'est ainsi que le dispositif « risques de marché » prévu par la directive d'adéquation des fonds propres s'applique aussi bien aux établissements de crédit qu'aux entreprises d'investissement.

Les principaux défis des autorités prudentielles pour réduire le risque systémique au niveau mondial concernent entre autres le contrôle des conglomérats financiers et l'adaptation des règles prudentielles. Et sans doute le domaine encore relativement neuf des produits dérivés, constitue-t-il, un domaine privilégié de coopération et de convergence entre le Comité de Bâle et l'OICV.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

1. Publications diffusées par la Banque de France en juillet 1995

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 137 – juillet 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 – juin 1995

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

Annual Report – exercice 1994

DIRECTION DE LA DOCUMENTATION ET DES PUBLICATIONS ÉCONOMIQUES
(Tél. : +33 (1) 42 92 29 54 – Télécopie : +33 (1) 42 92 29 77)

Rapport annuel du Comité de la réglementation bancaire – exercice 1994

SECRÉTARIAT DU COMITÉ DE LA RÉGLEMENTATION BANCAIRE
(Tél. : +33 (1) 42 92 28 05 – Télécopie : +33 (1) 42 92 28 91)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Rapport annuel du Comité des établissements de crédit – exercice 1994

SECRÉTARIAT DU COMITÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT
(Tél. : +33 (1) 42 92 28 05 – Télécopie : +33 (1) 42 92 28 91)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Les principales branches d'activité en 1994

DIRECTION DE LA CONJONCTURE
(Tél. : +33 (1) 42 92 29 17 – Télécopie : +33 (1) 42 92 48 98)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***La situation du système productif
Risque sectoriel : l'industrie pharmaceutique (B 95/07)***

DIRECTION DES ENTREPRISES
(Tél. : +33 (1) 42 92 29 83 – Télécopie : +33 (1) 42 92 56 12)
Prix du numéro : FRF 500 TTC

***Cahiers régionaux Alsace – juin 1995
Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Strasbourg
Secrétariat régional Alsace
(Tél. : +33 88 52 28 40 – Télécopie : +33 88 52 28 66)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Aquitaine – juin 1995
Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Bordeaux
Secrétariat régional Aquitaine
(Tél. : +33 56 00 14 62 – Télécopie : +33 56 00 14 29)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Auvergne – juillet 1995
Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Clermont-Ferrand
Secrétariat régional Auvergne
(Tél. : +33 73 40 69 09 – Télécopie : +33 73 91 55 30)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahier régionaux Haute-Normandie – juillet 1995
Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Rouen
Secrétariat régional Haute-Normandie
(Tél. : +33 35 52 78 63 – Télécopie : +33 35 52 78 99)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Lorraine – juin 1995
Note financière annuelle – année 1994***

Banque de France Metz
Secrétariat régional Lorraine
(Tél. : +33 87 39 94 00 – Télécopie : +33 87 76 34 80)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Lorraine – juin 1995

Le logement en Lorraine

Banque de France Metz
Secrétariat régional Lorraine
(Tél. : +33 87 39 94 00 – Télécopie : +33 87 76 34 80)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Midi-Pyrénées – juin 1995

Le logement en 1994

Banque de France Toulouse
Secrétariat régional Midi-Pyrénées
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Pays de la Loire – juillet 1995

Note financière annuelle – année 1994

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

Cahiers régionaux Poitou-Charentes – juillet 1995

Note financière annuelle – année 1994

Banque de France Poitiers
Secrétariat régional Poitou-Charentes
(Tél. : +33 49 55 88 03 – Télécopie : +33 49 55 88 39)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

La coopération internationale entre autorités de contrôle bancaire

par Jean-Louis Fort, secrétaire adjoint de la Commission bancaire
(Revue d'Économie financière – n° 33 – Été 1995)

Pourquoi sommes-nous interdits d'inflation ?

par Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire
(Le Figaro – 31 juillet 1995)

Vous avez dit pensée unique ?

par Jean Boissonnat, membre du Conseil de la politique monétaire
(Le Point – 5 août 1995)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Y a-t-il une montée des risques systémiques et comment y faire face ?

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à la Conférence annuelle de l'OICV (Organisation internationale
des Commissions de valeurs mobilières),
à Paris, le 12 juillet 1995 ¹

Entretien accordé au « Club de la presse – Europe 1 »

par Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à Paris, le 17 juillet 1995

¹ Texte publié intégralement dans le présent Bulletin

E T U D E S

MISSION EXPLORATOIRE SUR LES MODALITÉS DE PASSAGE À LA MONNAIE UNIQUE

Le ministre de l'Économie a décidé de confier au président du Comité consultatif du Conseil national du crédit, M. Benoît Jolivet, une mission exploratoire sur l'introduction de la monnaie unique auprès des clientèles bancaires et en a informé le Conseil national du crédit lors de la réunion tenue sous sa présidence le 1^{er} février 1995. Il en a précisé le contenu par une lettre de mission du 3 avril 1995 (annexe 1). Le présent rapport d'étape a pour objet de retracer les travaux effectués pour identifier les problèmes pratiques liés à l'introduction de l'écu, monnaie unique, et à sa substitution à la monnaie nationale. Il devait permettre au ministre de disposer d'éléments utiles dans la perspective du Conseil européen de Cannes. Il a été soumis, comme l'a souhaité le ministre, à l'avis du Comité consultatif, puis transmis au ministre de l'Économie début juin. Il a été rendu public à la demande du nouveau ministre de l'Économie et des Finances, M. Madelin, le 9 juin.

Pour mener à bien son travail, la Mission s'est entourée d'un groupe de pilotage et de rapporteurs, appuyés par le Secrétariat général du Conseil national du crédit (annexe 2).

Compte tenu du bref délai qui lui était imparti pour réaliser ses premiers travaux, la Mission a privilégié la consultation des différentes parties concernées au moyen d'auditions nombreuses et diverses, puisque plus de cinquante personnalités ont été entendues (annexe 3). Ces consultations se sont appuyées sur la remise de documents et d'un questionnaire rédigés à cet effet. Le groupe de pilotage a également pu bénéficier, pour la conduite de ses réflexions, d'une enquête d'opinion réalisée au mois d'avril 1995 par l'agence IPSOS auprès de 1 000 personnes représentatives¹.

La Mission a mené ses travaux dans un esprit positif et concret, en évitant de traiter les sujets trop éloignés de sa compétence ou de se transformer en « bureau des pleurs ». C'est ainsi que la Mission n'a pas élaboré de scénario propre, mais s'est efforcée de préciser les attentes des clientèles bancaires dans ce domaine. À cet égard, le rapport donne une « photo » des opinions exprimées, sans dialogue interactif avec un processus volontariste.

Il est particulièrement remarquable que la Mission n'ait pu constater *aucune réaction de rejet ni de scepticisme a priori*. Dans leur très grande majorité, les auditionnés ont manifesté une approche positive. Beaucoup se sont même montrés enthousiastes et avides d'informations. Tous, en tout état de cause, sont prêts à prendre à leur charge les actions qui leur incombent.

Même si le Traité de l'Union européenne fixe de manière relativement précise le cadre et les éléments de calendrier qui président à l'introduction de la monnaie unique, il est évident que c'est désormais la mise en place concrète de l'écu qui va retenir l'attention des agents économiques.

Il s'agit là d'un exercice d'une extrême complexité qui concerne la totalité des citoyens et des secteurs économiques. Par conséquent tous les moyens devront être employés pour favoriser sa réussite qui passe, bien sûr, par la volonté de l'État pour définir un projet et entraîner l'adhésion, mais plus encore par la capacité de chacun à s'approprier cette transformation profonde.

¹ Cette étude a été réalisée pour le compte d'Édouard et Michel-Édouard Leclerc qui l'ont aimablement mis à la disposition de la Mission.

Le rapport s'attache successivement à :

- mesurer le niveau de connaissances ou de prise de conscience du sujet,
- examiner les conditions de préparation de l'introduction de la monnaie unique,
- analyser les modalités pratiques du passage à la monnaie unique,
- recenser les principaux chantiers qui devraient être ouverts pour préparer la transition dans les meilleures conditions.

Compte tenu du fait que cette première étape a été avant tout une phase de sensibilisation qui a fait éclore de nombreuses réflexions dont le résultat ne sera connu que progressivement, la Mission envisage de poursuivre ses travaux pour élaborer un rapport plus approfondi vers la fin de la présente année.

Une remarque importante tient à ce que le caractère précis et concret des auditions, et par conséquent des avis ou préoccupations qui s'y sont exprimés, est partiellement gommé par l'indispensable synthèse.

BENOÎT JOLIVET
Conseil national du crédit
Comité consultatif

1. Le niveau de connaissances ou de prise de conscience

1.1. Le faible niveau des connaissances actuelles

Actuellement, selon les auditionnés, le niveau de connaissance sur la monnaie unique est faible dans tous les secteurs économiques représentés, avec cependant une grande diversité de situations.

Tous les auditionnés, même ceux qui manifestent un intérêt personnel ancien pour la question du passage à la monnaie unique, regrettent que les seules informations disponibles soient celles, parfois déformées, que retranscrit la presse, et qu'en outre elles ne concernent en général que le débat politique d'opportunité ou d'éventualité de réalisation du projet, s'abritant derrière les critères de convergence.

La connaissance du traité de Maastricht est très médiocre. Pratiquement aucun des interlocuteurs n'avait conscience du caractère automatique du passage à la monnaie unique en 1999 si les critères de convergence sont remplis. L'évocation de consultations populaires ou parlementaires avant la fixation des parités peut laisser accroire que le processus n'est pas irréversible ou peut être différé dans le temps.

La différence entre monnaie unique et monnaie commune n'est souvent pas perçue. Si dans l'esprit des auditionnés, la monnaie unique s'appelle l'écu, l'existence d'un débat sur ce point est ignorée. Les entreprises comprennent mal la transformation de l'écu-panier actuel en écu-BCE (Banque centrale européenne) futur, alors que le Traité affirme la continuité de valeur (cours de change) de ces deux écus. Elles s'interrogent sur le sort de l'écu-panier actuel après avènement de l'écu-BCE, notamment vis-à-vis des pays ne participant pas à celui-ci.

Il se dégage le sentiment d'une forte demande d'un message clair : tous les agents économiques attendent de l'État qu'il ouvre la route et la balise.

La sensibilisation commencée par la mission exploratoire doit être poursuivie, étendue et accélérée.

1.2. Une faible prise de conscience

La monnaie unique est perçue par les auditionnés comme appartenant à la sphère politique et à la sphère internationale. Ils n'ont pas encore pris conscience de ses implications pour leur vie quotidienne. Ils ne se sont encore approprié le débat ni pour entamer des réflexions à leur niveau ni, *a fortiori*, pour démarrer les opérations concrètes d'investissement et de formation.

1.2.1. Les réflexions sont encore rarement entamées

Dans la plupart des cas, ce sont les auditions auxquelles a procédé la Mission qui auront incité à la création de groupes de travail ou de réflexion — notamment au CNPF, au Conseil national du commerce, dans les chambres de Commerce et d'Industrie, à l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE), à la Fédération française des sociétés d'assurance (FFSA), à l'Ordre des experts-comptables. Éclairés sur l'ampleur des domaines et questions concernés par le passage à la monnaie unique grâce aux auditions et aux documents distribués, les interlocuteurs de la Mission vont s'attacher en premier lieu à sérier les points d'impact et les difficultés propres à leur secteur ou leur entreprise, ainsi qu'à sensibiliser leurs collaborateurs ou partenaires professionnels. Les entreprises pourront ainsi, pour la préparation technique, logistique et psychologique, déterminer un cadrage qui ne deviendra cahier des charges que lorsque seront disponibles les informations (cf. 2.1.).

Les auditionnés souhaitent poursuivre, au second semestre 1995, la réflexion commune avec la Mission, en lui apportant les premiers résultats de leurs réflexions, chiffrements, estimations plus précises de délais, enjeux, conséquences encore insoupçonnées.

1.2.2. *A fortiori, la préparation concrète (technique, logicielle et matérielle, formation du personnel) dans les entreprises n'est nulle part commencée*

Compte tenu des difficultés à résoudre, la préparation concrète mobilisera, dans les secteurs les plus immédiatement concernés comme la monétique, l'informatique ou les automates, et ce, pendant tout le temps qu'elle durera, une part importante des ressources humaines et financières habituellement consacrées à l'innovation, au détriment d'autres programmes de développement. Les agents économiques ne souhaitent donc pas prendre le risque, en s'engageant trop tôt ou de façon inadaptée, d'accumuler des retards préjudiciables à leur position concurrentielle en France ou vis-à-vis de l'étranger.

Même si des mesures d'anticipation à coût réduit peuvent être prises dès maintenant, les *investissements lourds* ne seront lancés que lorsque seront connus et certains le scénario et le calendrier de passage à la monnaie unique.

Les durées de préparation technique les plus fréquemment avancées vont de 1 à 2 ans, sauf pour le secteur bancaire qui annonce un délai de 3 à 4 ans. Aucune durée plus longue n'a été avancée.

Il est nécessaire de ne pas attendre la décision politique de passer à la monnaie unique ni, *a fortiori*, la fixation irrévocable des parités pour démarrer les travaux préparatoires.

2. La nécessité d'une préparation longue, exhaustive et menée avec soin

La préparation devrait comporter plusieurs stades. Elle doit commencer par une réflexion — déjà entamée par les pouvoirs publics nationaux ou communautaires — et l'élaboration par ceux-ci d'un cadre général, considéré par les auditionnés comme préalable au démarrage de la préparation pratique et psychologique des intéressés. Elle doit enfin se prolonger par un accompagnement du basculement, jusqu'à complet achèvement du processus.

2.1. *Des informations concrètes, rapides et nombreuses sont souhaitées et attendues de l'État*

Si nos interlocuteurs marquent leur volonté de prendre en charge ce qui les concerne, ils considèrent que la responsabilité immédiate de clarification du message incombe à l'État, auquel s'adresse une demande forte de coordination.

Cela passe d'abord, selon nos interlocuteurs, par la confirmation de l'engagement politique irrévocable et doit ensuite porter sur la fixation par l'État d'un cadre général et d'un scénario. C'est à ces conditions que les agents économiques s'approprieront le projet.

C'est en priorité sur le *processus général* que se portent les attentes. Les auditionnés souhaitent connaître le *calendrier* des échéances et délais de basculement des différents secteurs de l'économie et de retrait définitif du franc sous toutes ses formes (suppression du cours légal). En fonction de la *méthode de basculement* qui aura été adoptée, les adaptations ne présentent pas le même caractère d'urgence, ni le même degré de difficulté et donc de coût. Cette information est ainsi jugée nécessaire d'autant plus rapidement que les dates de basculement seront proches. Les réactions aux scénarios possibles et les préférences exprimées sont exposées ci-dessous (cf. 3.).

La dernière catégorie d'informations attendues relève du *cadre légal* dans lequel s'effectuera le passage à la monnaie unique. Les personnes interrogées, quel que soit le secteur qu'elles représentent, ont toutes insisté sur la nécessité de connaître longtemps à l'avance les dispositions communautaires ou nationales, législatives ou réglementaires qui encadreront le basculement. Une information particulièrement attendue est l'ensemble des spécifications techniques des futurs billets et pièces, nécessaire pour tous les fabricants d'automates accueillant ou distribuant des espèces.

Si toutes les personnes interrogées ont souligné qu'il appartenait à l'État de donner aux agents économiques des signaux clairs (scénario, date de passage, cadre général du basculement), elles ont estimé que chaque groupe d'agents devait bénéficier d'un espace de liberté pour atteindre l'objectif.

Les auditionnés signalent ainsi un certain nombre de questions à approfondir et de débats à lancer. S'il est clair que les pouvoirs publics peuvent y jouer un rôle d'impulsion, de coordination voire d'arbitrage, ces grandes consultations nationales doivent permettre aux acteurs de préciser leur acceptation des modalités de passage, d'apporter leurs propositions de solutions et de mettre en œuvre une pédagogie pour les différents groupes concernés. Les « chantiers à ouvrir » sont détaillés ci-dessous (cf. 4.).

L'État doit faire connaître au plus tôt les date et scenario du passage à la monnaie unique, dans un degré de détail adéquat.

L'exemple du Royaume-Uni devrait inspirer la France. Pour la décimalisation du système monétaire, le Decimal Currency Board, composé d'industriels, de commerçants, de syndicalistes et de représentants des banques a travaillé en totale harmonie avec le gouvernement britannique pendant les cinq ans qu'a duré la préparation de ce changement. Il ne s'agissait pourtant que d'introduire trois nouvelles pièces. Six semaines après le jour de changement fixé, et nonobstant l'existence d'un délai de six mois accordé pour basculer, 99 % des commerçants et toutes les administrations, industries, banques et organisations avaient opéré la migration. Ce succès a été imputé au soin apporté à la planification du changement et à la collaboration intensive de toutes les parties du secteur privé avec le gouvernement à chacune des étapes.

Il paraît indispensable que l'État crée une structure pluridisciplinaire de concertation et de coordination, permettant à toutes les initiatives de s'intégrer dans un programme de préparation et de communication cohérent et donnant le signal du démarrage du processus.

2.2. La préparation des esprits doit commencer longtemps à l'avance

Pourquoi ?

Parce que pour tout ce qui concerne l'argent chez les particuliers, les résistances psychologiques sont importantes, accentuées dans le cas présent par le sentiment de perte d'une des composantes de l'identité nationale.

L'apprentissage du changement s'inscrit dans la durée. Nombreux sont les auditionnés qui ont cité l'exemple du passage de l'ancien au nouveau franc, toujours pas intégré par la frange la plus âgée de la population. De plus, la confusion est entretenue par l'argument commercial qui consiste à faire paraître plus importants les gains exprimés en centimes, gagnant ainsi des tranches d'âge qui n'ont pas vécu ce changement de monnaie vieux de trente-cinq ans. Une longue préparation bien ciblée aurait pu limiter ce type d'effets. Il faut toutefois bien noter la profonde différence entre l'introduction du nouveau franc et le passage à la monnaie unique. La première peut se résumer à un déplacement de virgule alors que la seconde est un changement de la monnaie, donc de la grille des prix elle-même.

À ces difficultés s'ajoute une vive crainte que le passage à la monnaie unique ne provoque une inflation déguisée, une valse des étiquettes et une perte de référentiel. Il est crucial de dissiper préalablement ces craintes par une préparation crédible et longue.

Qui ?

L'État doit définir un programme d'ensemble cohérent, dans lequel s'inscriront toutes les initiatives privées.

La préparation doit associer le plus grand nombre d'acteurs, et tout d'abord l'Éducation nationale. Il faut toucher les enfants dès les plus petites classes, en intégrant dans les programmes scolaires un volet de préparation à la monnaie unique.

La préparation des esprits ne doit toutefois pas revêtir uniquement un caractère public. Elle doit aussi faire place à tous les relais d'opinions que sont les associations (d'enseignants, de parents d'élèves, de consommateurs, de retraités, de chômeurs, de femmes, etc.), et encourager toutes les initiatives de ces intermédiaires, très écoutés de leurs adhérents, et présents sur le terrain.

Chaque secteur ou individu représente un maillon d'une chaîne économique (et de sensibilisation), qui doit en recevoir des informations et, à son tour, les faire circuler.

Les banques, en raison de leur rôle central en matière de paiements, l'Institut national de la consommation, les réseaux publics de diffusion, les réseaux de distribution ayant de vastes, fréquents et massifs contacts avec les particuliers (commerce, débitants de tabac, buralistes, mais aussi autoroutes, voyagistes...) sont volontaires pour y jouer leur rôle.

Quoi ?

La préparation doit préciser de façon concrète la définition et le contenu de la monnaie unique — beaucoup de gens confondraient monnaie unique et monnaie commune — et les avantages à en attendre. Selon les catégories à sensibiliser, des argumentaires différenciés devront être élaborés.

La préparation ne doit en aucun cas consister à diffuser des évaluations de conversion tant que les parités ne seront pas fixées. Les représentants des consommateurs craignent en effet de semer la confusion dans les esprits, qui intégreraient une parité peut-être différente de celle d'entrée en phase III et seraient alors perdus au moment du basculement. Peu d'entreprises auditionnées sont favorables à un double affichage pédagogique avant la fixation des parités. Elles estiment néanmoins qu'il faut se préparer très longtemps à l'avance, avant même la disposition des moyens fiduciaires, en vue d'intégrer progressivement de nouveaux réflexes.

Comment ?

La préparation doit utiliser *tous les supports de communication* existants. La distribution massive de brochures est particulièrement recommandée par les représentants des consommateurs. Le support de la télévision et de la presse écrite est naturellement un vecteur essentiel des campagnes institutionnelles d'information. Les espaces publicitaires disponibles par l'intermédiaire du service d'Information et de Diffusion (SID) sont des instruments de large sensibilisation et d'information.

L'échange est également à privilégier. Ainsi, certains des relais précités, en contact physique permanent avec leurs membres ou clients, peuvent jouer un rôle direct pédagogique primordial (les buralistes, par exemple, disposent de 36 000 points de vente et accueillent 11 millions de clients par jour). L'idée a aussi plusieurs fois été avancée de créer un serveur minitel, ou un numéro vert, offrant la possibilité de dialogue, très accessible et complet et touchant toutes les populations, y compris celle des entreprises, artisans ou commerçants. De façon plus générale, la préparation du passage à la monnaie unique doit offrir la part belle à l'imagination et à la créativité.

2.3. Des structures d'accompagnement devront être prévues

Les structures éventuellement mises en place pour préparer le passage à la monnaie unique doivent être maintenues pendant le basculement et la période d'acclimatation qui s'ensuivra (cf. 3.1.) pour devenir des *structures d'accompagnement*.

La mobilisation de structures professionnelles existantes comme l'Ordre des experts-comptables, des notaires, les chambres de Commerce et de Métiers est indispensable. Elles sont conscientes de leur responsabilité dans le succès et la crédibilité de l'opération. Les experts-comptables tiennent les comptes de 200 000 entreprises ; les notaires voient 15 millions de personnes chaque année ; certaines chambres de Commerce et de Métiers pourraient nommer un responsable à plein temps des questions liées au passage à la monnaie unique.

Leur action, qui semble acquise, sera d'autant plus précieuse que le basculement dans tous les secteurs de l'économie sera rapide et simultané.

3. Les modalités pratiques du passage à la monnaie unique

Conformément à la lettre de mission du ministre, les auditions ont permis d'entendre les souhaits d'une pluralité d'agents économiques quant au mode d'introduction de la monnaie unique. Un certain nombre d'idées force se sont très clairement dégagées des auditions. Elles ne sont pas forcément toutes compatibles, d'une part, entre elles car provenant d'agents économiques différents, et d'autre part, avec les scénarios figurant du côté de l'offre. On peut néanmoins les résumer de la sorte :

- le délai entre la décision des chefs d'État et de gouvernements d'entrer en phase III et le démarrage effectif de celle-ci (période intérimaire) devrait être le plus bref possible compte tenu des risques majeurs de spéulation ;
- le délai entre le démarrage de la phase III et le basculement effectif à l'écu sur les marchés financiers devrait être suffisamment bref et comporter une « masse critique » suffisante pour ne pas menacer la crédibilité du processus ;
- l'introduction de la monnaie unique devrait intervenir en un nombre d'étapes le plus limité possible : le basculement à l'écu devrait intervenir le plus simultanément possible pour tous les agents économiques et tous les moyens de paiement ;
- une coexistence durablement organisée entre l'écu et la monnaie nationale est très largement rejetée en raison de sa complexité et de son coût (doublement des circuits informatiques et comptables), et du risque qu'elle présenterait au regard de la crédibilité du processus ;
- les difficultés que pourraient rencontrer certains agents, notamment les PME et les particuliers, à s'adapter à un basculement rapide à l'écu, ainsi que les contraintes logistiques (échange de la monnaie fiduciaire, adaptation des automates...) imposent de prévoir une courte période de transition, notamment pour les relations banques-entreprises et entreprises entre elles (relations clients-fournisseurs) pendant laquelle des interfaces seraient organisées.

3.1. Le nombre d'étapes pour l'instauration de la monnaie unique devrait être le plus réduit possible

3.1.1. La bonne synchronisation du passage à la monnaie unique, qui serait réalisé en un nombre d'étapes très réduit, est souhaitée par toutes les catégories d'agents économiques : grandes entreprises ou PME, services (informatiques ou financiers) et consommateurs

Tous, entreprises et particuliers, marquent une nette préférence pour un scénario rapide, même si les grandes entreprises, qui travaillent déjà largement en multidevises, ont une plus grande capacité d'adaptation que les PME ou les particuliers, qui leur permettrait *in fine* de faire face à toute solution retenue.

La seule opinion contraire qui s'est exprimée en faveur d'une introduction très progressive de l'écu émane de *La Poste*, qui a considéré qu'il est extrêmement risqué de vouloir synchroniser les banques entre elles et les entreprises avec elles. Elle recommande de segmenter le passage des différents compartiments bancaires et systèmes interbancaires et de travailler par strates techniques, ce qui peut même conduire à opérer une distinction selon les traitements bancaires.

3.1.2. La définition des étapes doit être guidée par le souci d'assurer la crédibilité du processus

– Le basculement immédiat à l'écu du type « big bang », lors du démarrage de la phase III, apparaît difficile. Il semble en effet exclu que les billets et les pièces en écus soient disponibles en 1997 ou en 1999, compte tenu du délai estimé nécessaire à la production des pièces et des billets et du démarrage effectif de cette production, qui n'interviendrait, selon l'intention déclarée des banques centrales, qu'après la décision des chefs d'États et de gouvernements. *Compte tenu de cette contrainte, les entreprises dans leur activité de financement pourraient se rallier à un passage à l'écu limité à une « masse critique » d'opérations pour garantir la cohérence financière du processus.*

Elles attirent l'attention des pouvoirs publics sur la difficulté que présente la définition de cette « masse critique » : au-delà des relations entre la Banque centrale européenne et les banques centrales, elle comprendrait au minimum les opérations interbancaires et de changes. Ainsi, les grandes entreprises jugent irréaliste la limitation de la sphère écu aux opérations interbancaires et émettent des doutes quant à la définition d'une masse critique qui n'inclurait pas l'ensemble des opérations sur titres de dettes (marché monétaire et obligataire) et le marché des actions. Les autres entreprises sont moins concernées.

– *En tout état de cause, cette phase de masse critique devrait être limitée à la sphère des agents concernés (banques et grandes entreprises) et ne devrait pas perturber les autres agents économiques.* Elle ne sera donc possible que dans la mesure où les banques pourront assurer l'interface entre l'ensemble des systèmes d'information de la banque (dont les moyens de paiement) demeurant en francs et tout ou partie des marchés financiers en écus (selon le contour de la masse critique). Il devra donc exister une compatibilité entre une comptabilité en francs et des marchés financiers en écus.

Un double affichage sera à prévoir pour les OPCVM et les comptes-titres.

– *Les entreprises — grands groupes ou PME — souhaitent toutes une étroite synchronisation de leur basculement avec celui des banques afin de faciliter la tenue de leur comptabilité, les rapprochements d'écritures ou la tenue du hors bilan.* L'ordre des experts-comptables recommande également un basculement concomitant des entreprises et des banques.

– Les consommateurs sont a priori hostiles à l'utilisation simultanée de chèques en écus et de billets ou pièces en francs. *Cela rend nécessaire un passage quasi simultané entre le scriptural et le fiduciaire.*

– La période de *double circulation de la monnaie fiduciaire, en écus et en francs, devrait être la plus brève possible, en tout état de cause inférieure à six mois* pour des raisons pratiques et psychologiques (cf. *infra*). Cette période s'achèverait par le retrait du cours légal de la monnaie nationale. Tel que le prévoit la loi sur la Banque de France, l'échange des billets sera possible durant dix ans.

– Un problème a été évoqué, mais n'a pu être approfondi lors des auditions : celui de l'opportunité que les *scénarios de basculement à l'écu dans les différents pays de la monnaie unique soient identiques et simultanés.*

3.2. Une coexistence durablement organisée entre l'écu, moyen de paiement, et la monnaie nationale est unanimement rejetée

Il convient de faire la différence entre une période de transition (cf. 3.3.) et une période de coexistence. Une période de transition est inévitable, dès lors que le passage des moyens de paiements du franc à l'écu ne peut se faire instantanément. En effet, il faut pouvoir tenir compte de la logistique de l'échange des monnaies fiduciaires (de trois mois à six mois), des entreprises retardataires qui n'auraient pu se préparer dans les délais ou qui auraient besoin d'un délai d'adaptation supplémentaire (il s'agit

principalement des PME qui n'ont pas les moyens de basculer rapidement) et des particuliers « fragiles ». À l'opposé d'une transition, une période de coexistence organise durablement une double utilisation du franc et de l'écu dans des opérations fiduciaires ou scripturales. Au lieu de nécessiter des surcoûts passagers, elle implique des investissements « jetables ».

Or, une coexistence durablement organisée de l'écu et du franc en tant que moyen de paiement (comptes bancaires, pièces ou billets) a été unanimement rejetée¹.

– La coexistence serait dommageable pour la crédibilité du processus et risquerait de conduire au rejet de la monnaie unique.

Contrairement à une idée reçue, les personnes auditionnées sont unanimes à considérer que la coexistence durable du franc et de l'écu n'aurait pas de vertu pédagogique. Elle serait au contraire inévitablement source de confusion sans favoriser l'acceptation par les agents économiques de la monnaie unique. Des agents seraient incités à procéder à des arbitrages entre l'une ou l'autre monnaie de façon à maximiser leurs avantages réels ou supposés et optimiser leur gestion.

À ce titre, les enseignements de l'histoire monétaire ont été évoqués pour montrer que, lorsque deux monnaies coexistaient, les deux circulaient de manière différenciée.

– La coexistence soulèverait d'importantes difficultés pratiques de mise en œuvre et générerait des coûts élevés.

Les difficultés de traitement seraient très importantes : le doublement des circuits informatiques et comptables serait très coûteux et ne serait praticable que si les chaînes informatiques disposent de la capacité nécessaire à la duplication des logiciels. Les PME seraient confrontées à d'importantes difficultés si elles n'étaient pas en mesure de gérer un double système.

D'autre part, un *double affichage des prix généralisé pour tous les produits devrait impérativement être mis en œuvre pendant la période de coexistence pour les particuliers*. Cela serait extrêmement lourd et soulèverait des problèmes pratiques importants (disponibilité sur les présentoirs — « linéaires » —, de mise à jour). Les transactions seraient réalisées en écu ou monnaie nationale, ce qui imposerait la tenue d'une double caisse pour les commerçants.

S'agissant de la monnaie fiduciaire, les monnayeurs et automates ne pourraient pas être adaptés afin de traiter deux monnaies distinctes. La présence de deux parcs distincts entraînerait un surcoût important lié aux manipulations.

3.3. Il est nécessaire d'organiser une période de transition pour le passage des moyens de paiement de francs en écus (maximum 6 mois)

Des interfaces existeraient déjà durant la phase de la masse critique. La période de transition nécessiterait, quant à elle, durant une courte période, des interfaces entre moyens de paiement (en francs et en écus).

Les banques pourraient ainsi accepter, durant cette courte période de transition, des flux d'entrée en francs et en écus en ne permettant que des flux de sortie en écus. Dans tous les cas, les contrevaleurs seraient clairement indiquées.

¹ Le seul sondage rendu public sur le sujet confirme ce que les associations de consommateurs ont exprimé lors des auditions. 61% des personnes interrogées estiment que la possibilité de pouvoir utiliser, au moins pendant une période, deux monnaies (le franc et l'écu) est de nature à compliquer les choses. Si les particuliers semblent ainsi vouloir éviter une période de coexistence, ils n'excluent pas pour autant une période de transition. Quand on les interroge sur le type de changement de monnaie souhaité, seuls 14 % s'expriment pour un changement instantané (en un seul jour). 43 % préféreraient un scénario en deux temps : à la date choisie les banques et les entreprises adoptent la monnaie unique pour régler leurs transactions, et la mesure est étendue un peu plus tard à l'ensemble de la population. 38 % optent pour une période de changement plus longue (sur plusieurs mois) au cours de laquelle le franc et la monnaie unique serviraient à régler toutes les transactions. Il est cependant à noter que la question d'une coexistence sur une période de l'ordre de trois ans n'a pas été directement posée.

Les grandes entreprises pourraient autoriser, pendant ce bref laps de temps, des flux d'entrée et de sortie à la fois en francs et en écus avec leurs clients et fournisseurs. Dans cette hypothèse, ces entreprises préféreraient conférer à une monnaie un statut dominant par rapport à l'autre qui serait alors traitée comme une devise pour leurs traitements internes¹. Cela permettrait de ne tenir la comptabilité que dans une seule monnaie. Une interface informatique entre francs et écus permettrait d'assurer l'unicité de la comptabilité, en particulier pour la grande distribution.

Cette période de transition devrait être accompagnée d'un double affichage. Ce double affichage est souhaité pendant un certain laps de temps avant le basculement, et pendant une période limitée après celui-ci. Par contre, il a été quasi unanimement exclu avant la fixation irrévocable des parités afin d'éviter de troubler les agents par l'évolution des cours de l'écu. Sur ce point, deux opinions contraires se sont néanmoins exprimées.

Les souhaits à propos du double affichage concernent, d'une part, les prix et, d'autre part, l'ensemble des factures, fiches de paye, documents administratifs sur lesquels figurerait la contrevaleur en écus. L'importance du paiement des salaires en écus a été soulignée.

3.4. De la confrontation des différents points de vue, on peut tirer les enseignements suivants

– Dès lors qu'un « big bang » généralisé n'est pas possible dès la fixation des parités, il est nécessaire d'assurer la crédibilité du processus et la viabilité de la fixation irrévocable des parités en définissant une « masse critique » d'opérations qui seraient réalisées en écus, sur les marchés monétaires et financiers, dès le démarrage de la phase III. Cette « masse critique » devrait être définie en tenant compte de l'effet de contagion des marchés financiers. La mise en œuvre devrait être compatible avec le maintien des paiements en francs par les particuliers et les entreprises.

– Une coexistence durable de moyens de paiement en francs et en écus pour les particuliers et les petites entreprises est rejetée.

– Le passage complet des banques à l'écu implique le basculement de la comptabilité des entreprises.

– Le passage à l'écu des particuliers sera conditionné par la disponibilité des pièces et des billets en écus. Les auditionnés souhaitent que cela ait lieu le plus rapidement possible. Ils désirent que le passage du fiduciaire et celui du scriptural aient lieu simultanément.

– Pour ne pas décrédibiliser le processus global de passage à la monnaie unique, il y a quasi-unanimité pour qu'il soit le plus court possible.

– Les auditions n'ont pas permis d'établir s'il était jugé nécessaire que le basculement du fiduciaire à l'écu se fasse simultanément dans tous les pays concernés.

¹ Personne n'a soulevé au cours des auditions de difficultés liées au cours légal et au pouvoir libératoire de la monnaie.

4. Les principaux chantiers à ouvrir

Le passage à la monnaie unique est un *processus complexe* autant par la diversité des facteurs — économiques, techniques, juridiques, politiques et psychologiques — qu'il implique que par le nombre d'intervenants en présence.

Face à ce défi ambitieux, pour lequel le droit à l'erreur est exclu, il est primordial que les principaux intéressés se concentrent sur l'essentiel. Il serait, de ce point de vue, particulièrement important que pendant cette période :

- l'État limite au maximum l'introduction de nouvelles exigences réglementaires ou fiscales ;
- les entreprises ne tirent pas parti du basculement pour procéder simultanément à des réformes tarifaires ;
- la mise en œuvre d'un certain nombre d'innovations technologiques de grande ampleur ne complique pas la migration qui justifie à elle seule un traitement séparé. Il reste néanmoins souhaitable que la monnaie unique puisse bénéficier, le moment venu, d'apports technologiques.

Une fois le cadre légal fixé et notamment les grandes étapes d'un scénario de référence, les divers agents économiques sont prêts à apporter leur contribution à la réflexion commune, en concertation avec les pouvoirs publics. Les auditions ont cependant suscité des interrogations sur divers sujets qui justifieraient individuellement un examen particulier et approfondi.

4.1. Identifier les avantages et expliciter les coûts

Les personnes auditionnées reconnaissent à la monnaie unique des avantages incontestables :

- la garantie du caractère irrévocable de l'Union monétaire ;
- le symbole d'une identité commune sur la scène internationale ;
- le gage de la stabilité (principale monnaie d'échange et de réserve mondiale, l'écu sera moins vulnérable face à l'instabilité du dollar) ;
- le vecteur d'économies d'échelle conférant au marché européen des capitaux la diversité, la liquidité et l'efficacité d'un grand marché financier ;
- le moyen de réduire, voire de supprimer les coûts de gestion (élimination des frais de transaction liés aux opérations de change, disparition des incertitudes associées à la volatilité des monnaies, simplification des problèmes de comptabilité et de gestion de trésorerie, élimination des opérations de change manuel à l'intérieur de la zone) ;
- l'instrument de la transparence des prix (facilitation des comparaisons, renforcement de la concurrence, stimulation de l'innovation et du commerce).

Cette présentation doit cependant être nuancée. Si, en effet, les entreprises, et notamment les grandes, voient favorablement dans la monnaie unique des perspectives nouvelles de développement, des économies réalisées et une plus grande stabilité des marchés, certains représentants de consommateurs se montrent plus réservés dans la mesure où, pour les particuliers, les aspects positifs apparents sont souvent limités à la transparence des prix ou aux facilités de déplacement. Quelques associations s'interrogent également sur les conséquences économiques immédiates de la monnaie unique en termes d'inflation et de rigueur budgétaire.

Les consommateurs et les épargnants sont, en grande majorité, résolument opposés à l'idée d'avoir à supporter les frais du passage à la monnaie unique. Plusieurs associations insistent sur le fait que la répercussion du coût des changements (automates, logiciels, etc.) doit être prise en charge par les professionnels.

L'action de communication en tant que telle doit porter clairement sur le coût final de l'opération pour le citoyen-consommateur. Le basculement implique, en effet, outre la perte des commissions de change, des coûts très élevés pour le système bancaire. S'il s'ensuit une hausse des tarifs bancaires ou une tarification indirecte (sous la forme, par exemple, d'une hausse des impôts pour compenser des aides publiques), l'image de la monnaie unique risque d'en être fortement ternie.

D'un point de vue plus général, plusieurs personnes auditionnées ont souligné l'originalité de la problématique et sa complexité dès lors que la monnaie unique constitue un bien public dont le coût reste largement privé.

Jusqu'à présent, en effet, l'Europe a été mise en valeur sous la forme d'un avantage collectif sur le plan économique (accroissement des échanges et gains d'efficacité liés à la liberté de circulation des marchandises) et politique (facteur d'intégration). La monnaie unique, pour sa part, a surtout été présentée comme l'aboutissement logique de l'approfondissement constant du concept de marché appliqué à la communauté et comme un îlot de stabilité interne face à l'instabilité du système monétaire international.

Abandonnant la sphère des principes, le débat aborde aujourd'hui une phase pratique de présentation des avantages concrets de la monnaie unique pour chaque catégorie d'utilisateurs. Parallèlement, il est primordial de déterminer clairement les responsabilités de chacun et les coûts qu'il pourrait être amené à supporter dont certains seront imputés aux diverses parties prenantes à l'opération selon les mécanismes habituels du marché. En charge de l'infrastructure générale du projet et de ses grandes orientations, l'État n'a pas pour autant vocation à en financer la totalité mais apportera sa contribution pour la part qui lui revient directement. Certains pensent que des aides publiques particulières, notamment sous la forme d'appuis pédagogiques, pourraient également être nécessaires pour assister des catégories en difficulté (petites entreprises, particuliers « fragiles », etc.).

L'adhésion au thème de la monnaie unique sera facilitée par une présentation exhaustive de ses avantages concrets. Toutefois, il paraît également indispensable, dans un souci de transparence, de présenter clairement les coûts et leur répartition.

4.2. Maîtriser la période qui entoure la fixation des parités

Plusieurs de nos interlocuteurs, essentiellement dans la catégorie des grandes entreprises, s'interrogent sur les risques d'instabilité des marchés, avant l'entrée effective en phase III et après le blocage des parités, si une formule de coexistence longue de l'écu et des monnaies nationales était retenue.

Durant la période dite « intérimaire », comprise entre la décision de principe de passage à la monnaie unique et la fixation effective des parités, ils anticipent, en effet, de fortes turbulences sur les marchés de change pour les monnaies qui resteront à l'extérieur de l'Union, voire pour les devises les plus faibles à l'intérieur même du groupe de pays qui auront convergé. Ils n'excluent pas non plus qu'un réaménagement des parités puisse avoir lieu lors de leur fixation. Ils rappellent également que la convergence des taux d'intérêt n'est pas en soi un phénomène naturel et que les marchés savent exploiter en permanence les plus infimes des décalages, provoquant ainsi parfois des arbitrages colossaux et suscitant des risques substantiels de liquidité.

Il ressort clairement des auditions que :

- la durée envisagée pour cette phase intérimaire ne doit pas compromettre la crédibilité du processus de transition vers la monnaie unique : plus la durée envisagée sera longue, plus les risques de déstabilisation des marchés seront élevés. Nos interlocuteurs se prononcent sans équivoque en faveur d'une période la plus courte possible ;

– l'annonce anticipée des parités, par exemple dès le jour où serait prise la décision de principe d'entrée en phase III, est jugée inefficace et dangereuse. Les trésoriers d'entreprise, en effet, ne partagent pas l'idée selon laquelle cette décision pourrait avoir un effet stabilisateur sur le marché, ce dernier disposant *a priori* d'une indication sur le niveau crédible vers lequel les cours doivent converger jusqu'au passage effectif à la monnaie unique.

Les grandes entreprises se prononcent en faveur d'une période « intérimaire » très courte, sans annonce préalable des parités.

En outre, des phénomènes de déstabilisation du processus d'ensemble et de substitution de monnaies ne sont pas à écarter après la fixation des parités et avant le retrait des monnaies nationales. L'apparition d'anticipations d'ajustements des parités ou le poids des habitudes pourrait ainsi conduire les agents économiques à privilégier une monnaie déjà fortement internationalisée comme le deutschemark. Cette tendance serait encore plus marquée si la monnaie unique tardait à être disponible sous la forme scripturale. Le phénomène de « glissement de portefeuilles » serait probablement accompagné d'une délocalisation des placements qui affecterait la position relative des diverses places financières européennes. Cela vient à l'appui des développements consacrés plus haut à la nécessité d'une « masse critique » en écus la plus importante possible sur les marchés de capitaux.

4.3. Préparer les administrations

Sur le plan national, l'administration, partie prenante dans ses différentes composantes au changement (ministères, organismes sociaux et collectivités locales), est appelée à jouer un rôle moteur dans le processus en se préparant elle-même le plus tôt possible. Son action sera déterminante dans la modification des textes existants, sous quelque forme que ce soit (règlements, déclarations d'impôts, formulaires de sécurité sociale...). Il lui appartiendra également de proposer les modifications législatives nécessaires (seuils, codes, etc.) et de veiller à ce que toute législation nationale issue d'une mesure prise à l'échelon européen soit cohérente dans l'ensemble des secteurs concernés par la transition (droit privé, commercial, social, des sociétés...).

L'administration est invitée à donner rapidement l'exemple du changement et à susciter l'impulsion initiale de l'apprentissage de la monnaie unique. L'idée a été émise que le premier acte de facturation en écus, pour les particuliers, pourrait concerter l'impôt sur le revenu, compte tenu de sa valeur symbolique puisqu'il s'agit d'un paiement à l'État qui s'applique à tous.

La conduite des administrations se doit d'être exemplaire pour permettre à l'État de jouer pleinement son rôle de « leader » et d'exercer un effet d'entraînement.

4.4. Assurer la neutralité du basculement comptable

Le basculement comptable est envisagé comme une opération autonome qui n'exige pas la réévaluation des actifs et des immobilisations. Pour l'essentiel, il s'agit, en effet, d'un simple exercice de conversion. Il serait toutefois opportun que les textes confirment que la substitution de l'écu au franc ne peut pas être assimilée à un changement de devise et que la référence à deux monnaies à des dates différentes ne soit pas jugée en contradiction avec le principe du nominalisme contenu dans le Code civil.

En tout état de cause, les ajustements qui seront rendus nécessaires devront être facilités. Par exemple, la remise à niveau de l'expression en écus du capital théorique des sociétés (250 000 francs), qui pourrait impliquer des apports complémentaires, devrait être effectuée de façon simple (sans convocation d'une assemblée générale).

Sur le plan fiscal, la conversion en écus des actifs et des immobilisations devra rester totalement neutre. Il serait logique que ce principe s'applique également aux plus-values dégagées lors du dénouement des contrats conclus avant la date du basculement pour des échéances plus lointaines.

De nombreuses entreprises sont favorables à une bascule en fin d'année, pour des raisons qui tiennent à la coïncidence avec leurs arrêtés de compte annuels et à des contraintes informatiques. Elles font observer que les comparaisons avec les années antérieures en seraient facilitées et que, dans certains cas, la reconstitution d'historiques sur plusieurs exercices est même obligatoire.

Le choix de la fin d'année ne recueille pas cependant l'unanimité des auditionnés. Les sociétés spécialisées en ingénierie informatique partagent le souci des banques d'éviter cette date qui correspond à une période de surcharge de travail. Une part du grand commerce est également soucieuse de ne pas perturber l'activité avec la clientèle, notamment au moment des fêtes de Noël. La suggestion d'un basculement en période creuse (printemps), est reprise par d'autres secteurs, notamment par ceux dont le profil d'activité est très saisonnier (autoroutes). L'Ordre des experts-comptables indique toutefois que le recours aux arrêtés intermédiaires est un procédé coûteux.

Le basculement devra demeurer le plus neutre possible sur le plan comptable et fiscal et s'efforcer de perturber le moins possible le cycle normal d'activité des entreprises.

4.5. Traiter la question des arrondis

La déformation progressive que peut entraîner une approximation due à l'application de règles d'arrondis, et ses conséquences macro-économiques (inflation) ou micro-économiques, confèrent une importance particulière au choix de la méthode pour :

- le taux de conversion (nombre de chiffres obligatoirement significatifs après la virgule¹),
- le nombre de décimales retenu après conversion,
- les règles d'arrondis (par excès, par défaut, au plus proche).

Les arrondis ont une importance technique (l'arrondi de la somme peut ne pas être égal à la somme des arrondis), mais aussi un aspect commercial évident. Il serait donc souhaitable, pour clarifier et uniformiser les règles retenues, que la méthode de calcul soit déterminée rapidement, si possible sous la forme d'une disposition législative ou réglementaire, en vue d'être intégrée à la phase de préparation comptable et informatique (compteurs de pièces et de billets, logiciels, terminaux électroniques de paiement).

Quelques-uns de nos interlocuteurs ont marqué une préférence en faveur de chiffres ronds, en vue de simplifier à l'extrême les exercices de conversion dans l'esprit des particuliers. Ainsi, la suggestion a pu être avancée qu'un scénario de type « big bang » ne pouvait être rendu possible, pour les particuliers, qu'en contrepartie de la simplification maximale des cours de conversion. La plupart des personnes auditionnées ont toutefois exprimé le souhait que le montant exprimé en écus soit la contre-valeur exacte de celui libellé en francs, notamment pour assurer une forte cohérence des données comptables dans la période de coexistence entre les deux monnaies.

Le problème des arrondis n'est pas pour autant purement technique : il concerne aussi, pour une large part, les relations avec les particuliers ou les entreprises. Son impact, en effet, est loin d'être neutre sur le plan financier, non seulement sur les sommes élevées mais aussi, et sans doute davantage, en valeur relative, sur les petits montants². Aussi les consommateurs demandent-ils unanimement que les calculs ne soient pas effectués en leur défaveur, en particulier durant la période de double affichage.

¹ La pratique actuelle sur le marché de change de Paris est de retenir quatre décimales sur les devises. L'Office statistique des Communautés européennes, pour sa part, retient cinq chiffres après la virgule pour la valeur de l'écu en franc français.

² La plus petite pièce divisionnaire correspondra au centième d'écu, soit un peu plus de 6 centimes.

Les travaux techniques préparatoires seraient grandement facilités si la question des arrondis était résolue rapidement. Un souci d'équité devra dicter le choix finalement retenu.

4.6. Organiser la continuité des contrats

La sécurité économique et juridique du processus impose que le changement de monnaie ne remette pas en cause l'équilibre des contrats. La réduction des incertitudes juridiques suppose, en conséquence, l'élaboration de règles adéquates pour favoriser le basculement, interdisant ou évitant aux parties à un contrat d'avoir à en renégocier les clauses. Cette recommandation concerne les contrats libellés aussi bien en écus qu'en monnaie nationale.

Un recensement général de toutes les implications juridiques pour les divers types de contrats et d'activités financières s'avère indispensable. Sur cette base, il conviendra de distinguer :

- dans l'espace : les contrats intra-communautaires entre pays à monnaie unique, les contrats intra-communautaires avec des pays qui ne seront pas encore intégrés et les engagements souscrits avec des partenaires extra-européens. Si les deux premières catégories peuvent être régies par le droit communautaire, les relations avec les pays tiers resteront soumises au droit contractuel et nécessiteront l'insertion d'une disposition appropriée les prémunissant de toute annulation au moment du passage ;
- dans le temps : les contrats nouveaux (pour lesquels un texte législatif devra rendre obligatoire la contre-valeur en francs), et les contrats en cours (pour lesquels un texte général autorisera la conversion en écu, sans que cette opération soit assimilée à une clause d'indexation).

Les droits du consommateur et de l'épargnant devront être préservés notamment pour les contrats à exécution successive (loyers, baux). Une information claire, sous la forme d'avenants, retraduira en écus l'ensemble des mentions exprimées en francs et donnera lieu à la communication de tableaux d'amortissement actualisés. Les risques de contestation ne sont pas à exclure, notamment pour les contrats longs. L'attention de la Mission a été attirée sur les difficultés que pourrait susciter le règlement des successions ou des donations (calcul de la réserve, paiement des droits après le basculement). L'assurance-vie avec ses 13 millions d'assurés pose, en outre, le problème spécifique de la stipulation pour autrui et de l'identification des parties au contrat (souscripteur-bénéficiaire).

Si l'absence de renégociation doit être le cas général pour des produits simples, les exceptions seront sans doute nombreuses pour des montages plus élaborés touchant notamment aux entreprises. Des incertitudes existent, en effet, sur la continuité de certaines références : taux du marché monétaire, indexation sur un indice lié à un taux de marché national, engagement de performance vis-à-vis du souscripteur d'un OPCVM garanti, *swaps* de taux, etc.

Les grandes entreprises souhaiteraient obtenir le plus rapidement possible des informations sur l'avenir des contrats initialement souscrits en devises ou en écu-panier. Leur attente est d'autant plus forte qu'elles émettent des réserves sur la pertinence de la notion de continuité de la valeur de l'écu avant et après la fixation des parités, aussi bien sur le plan du change que des taux d'intérêt (convergence).

La garantie de la continuité des contrats, essentielle pour l'ensemble des agents économiques — et en particulier pour les consommateurs et les épargnants — impose la mise en œuvre d'une législation appropriée sur le plan communautaire et national. Des clauses spécifiques devront toutefois être introduites dans certains contrats, notamment avec les pays tiers.

4.7. Informer l'opinion sur les conditions de l'échange de la monnaie fiduciaire

Plusieurs personnes auditionnées ont fait part à la Mission de leurs craintes concernant les conditions de retrait de la monnaie fiduciaire nationale et ont évoqué l'opération d'échange de 1945 à laquelle se trouvait attaché le souci, propre aux circonstances de l'époque, de contrôler l'origine des fonds déposés aux guichets des banques.

Il importera, le moment venu, de dissiper ces appréhensions en expliquant que la situation est totalement différente :

- la bancarisation de la population et le développement considérable des instruments financiers situent les opérations à intervenir dans un contexte qui n'a plus rien à voir avec celui de l'après-guerre ;
- la période d'échange aux guichets des établissements teneurs de comptes ne sera pas limitée à quelques jours ; au contraire, les banques assécheront le processus en s'interdisant de réinjecter des francs dans le circuit. En dernier ressort, les anciennes coupures pourront toujours être échangées aux guichets de la Banque de France.

Il n'en reste pas moins que des circuits parallèles continueront d'exister. Ces problèmes spécifiques sont connus : ils concernent notamment le blanchiment de l'argent lié aux activités criminelles, en particulier la drogue (la France a d'ores et déjà mis en œuvre des dispositions législatives, en application des conventions internationales qu'elle a signées), et le produit du travail clandestin (estimé à 15% du PNB).

Le passage à l'écu contribuera à mettre en lumière ces problèmes, de façon cependant différenciée, car le blanchiment se pose indépendamment de la monnaie unique et concerne principalement le dollar. La question est cependant plus sensible pour le travail au noir dès lors que des masses considérables d'argent liquide, qui restent en dehors des circuits légaux en temps normal, se trouveront contraintes d'apparaître au grand jour.

Il est important que les pouvoirs publics abordent clairement ces sujets et précisent leurs intentions : vigilance accrue vis-à-vis des activités irrégulières et apaisement des inquiétudes à l'égard du reste de la population.

Le retrait de la monnaie fiduciaire nationale ne doit pas susciter d'inquiétude particulière mais l'opinion est soucieuse d'en connaître précisément les modalités. Les pouvoirs publics devront aborder ce point en toute clarté.

4.8. Faire face aux pointes informatiques

Beaucoup de banques et d'entreprises françaises, par leur taille, leur compétitivité et leur avance technologique, disposent d'atouts informatiques qu'elles devront utiliser en définissant le plus tôt possible une stratégie offensive de conquête. L'ensemble des problèmes techniques qu'elles rencontreront peut donc, semble-t-il, être résolus, car il s'agit, pour l'essentiel, d'un problème de moyens, de temps et d'optimisation des coûts.

Elles sont cependant toutes, à des degrés divers, tributaires d'une mise à niveau de leurs systèmes d'information. Étant donné les délais, l'ampleur de la tâche est considérable en regard des ressources humaines disponibles dans les banques et dans les sociétés spécialisées en ingénierie informatique (SSII)¹. Le passage à la monnaie unique provoquera donc un problème spécifique de pointe de charge.

¹ Le SYNTEC, syndicat professionnel des SSII, regroupe environ 1 000 entreprises occupant 130 000 personnes.

Un étalement de la charge de travail de préparation sur plusieurs années s'avère indispensable, car le processus global est extrêmement complexe. Il s'agit de modifications importantes de grandes applications informatiques de gestion, se traduisant soit par des maintenances si les logiciels ne sont pas trop anciens, soit par des réécritures de programmes si l'entreprise saisit cette opportunité pour reconstruire un système d'information. La complexité tient également au maillage des applications tant nationales qu'internationales. Elle est accrue par la question du changement de siècle (beaucoup de chaînes informatiques actuelles avaient prévu de ne codifier que les deux derniers chiffres de l'année). L'opération devra être très soigneusement préparée, en raison des contraintes de performance et de sécurité des systèmes interbancaires. Une « industrialisation » du processus paraît difficile car le temps nécessaire pour constituer l'expertise s'avère très important. Toutefois, il pourrait être intéressant de recourir à des automates, analogues à ceux employés pour les migrations de systèmes informatiques, qui examineraient dans les programmes la probabilité de trouver des dates ou des montants au moyen d'outils d'intelligence artificielle. Compte tenu de l'importance de la migration envisagée, des opérations de bascule « à blanc » seront probablement nécessaires avant le jour J.

Le passage lui-même sera particulièrement lourd. Les banques et de nombreuses entreprises ne pourront vraisemblablement pas se dispenser des services de sociétés extérieures, sous la forme de prestations de « tierce maintenance applicative ». Les SSII françaises pourraient avoir recours à des SSII de pays non concernés dans le même délai par la transition à la monnaie unique.

Le passage à la monnaie unique peut se heurter à un goulot d'étranglement des ressources humaines compétentes en informatique. Cette question devra être approfondie en liaison avec les professionnels concernés.

4.9. Engager une réflexion commune sur les problèmes de l'épargne

L'extrême sensibilité de l'opinion sur ce sujet requiert un approfondissement préalable car la monnaie unique affectera sans doute moins les flux que la valeur nominale des patrimoines. La population concernée est également plus âgée et donc vulnérable. Enfin, à l'extrême diversité des produits et des systèmes de distribution existants s'attachent des problèmes de compréhension, voire des risques de comportements frauduleux. La Mission souligne donc l'importance que revêtent l'information, la déontologie et la surveillance des autorités publiques dans ce secteur.

Très vraisemblablement, le passage suscitera de nombreux problèmes. Si la plupart d'entre eux pourront être résolus dans le cadre de la déontologie existante, il sera sans doute difficile d'éviter toutes les escroqueries. Une extrême vigilance sur ces sujets est d'autant plus indispensable que l'introduction de la monnaie unique pourrait coïncider avec la mise en place de la directive européenne sur les services financiers. Il serait dommageable que, le moment venu, le réflexe de l'épargnant soit celui du repli.

Les organisations d'épargnants insistent sur la qualité et la neutralité de l'information qui doivent accompagner cette réforme.

– Une pédagogie la plus neutre possible aura pour objectif d'éviter toute manipulation ou ambiguïté dans l'interprétation. Aussi est-il particulièrement important de prévoir une bonne formation du personnel des banques, mais aussi des autres « distributeurs » (La Poste, les comptables du Trésor, les grands commerces...), sur l'ensemble de la gamme des produits.

– L'information ne doit pas devenir un objet de concurrence : il convient de renforcer la capacité de surveillance des autorités de marché (et notamment la COB) pendant la phase de transition et de mettre en place un organisme officiel d'information apte à délivrer « un label de qualité » sur les données concernant la monnaie unique.

– Enfin, dans un souci de transparence, certains suggèrent que l'introduction de l'écu puisse être mise à profit pour demander aux banques de regrouper sur un relevé unique l'ensemble des informations concernant les avoirs détenus par un client dans un établissement sous quelque forme que ce soit (compte de dépôt, actions, obligations, Sicav, assurance-vie...).

Les associations de consommateurs demandent également une information générale et complète sur le dispositif et une information thématique précise traitant des conséquences très pratiques au niveau individuel sur le thème : « Que devient mon épargne ? ». Un interlocuteur ajoute que la mise en place de la monnaie unique n'a de sens que dans le cadre d'une harmonisation totale des conditions fiscales appliquées aux divers instruments d'épargne.

En raison de sa grande sensibilité, le dossier de l'épargne justifie à lui seul un traitement distinct. Les travaux préparatoires viseront notamment à dissiper les inquiétudes par une information rigoureuse, neutre et facilement accessible.

Deux autres aspects méritent une analyse particulière sans qu'il soit *a priori* nécessaire d'ouvrir des chantiers spécifiques.

– *Les moyens de paiement utilisables*

Le rapport n'aborde pas, en tant que telle, l'interaction de la monnaie unique et des moyens de paiement, les deux questions pouvant être distinguées.

Les systèmes de paiement demeurent en effet fortement marqués dans leurs instruments, leur fonctionnement et leurs structures par des caractéristiques nationales (le chèque, par exemple, pour la France). Cet aspect des choses ne constitue pas un obstacle à la mise en place de la monnaie unique, qui peut s'accommoder de la coexistence de systèmes de paiement nationaux accompagnés de paiements transfrontières plus efficaces.

Il est toutefois probable, comme en témoigne le rapport au Conseil national du crédit sur les perspectives des moyens de paiement en cours de préparation, que les moyens de paiement les plus adaptés aux règlements transfrontières ou pluri-monétaires (cartes bancaires et virements) connaîtront, de ce fait, un développement rapide.

La perspective de mise en place de la monnaie unique devrait par ailleurs accélérer les réflexions européennes sur la convergence des systèmes de paiement par une harmonisation qui leur donnerait progressivement un caractère européen plus marqué.

– *Les aspects socio-psychologiques*

La monnaie est profondément articulée avec l'inconscient dans ses profondeurs (imaginaire, rapport aux autres, libido, sexualité). Elle est également fortement reliée à tout ce qui touche à la confiance (dans la société, les pouvoirs publics, en l'autre), ce qui explique très directement les craintes exprimées de « se faire avoir » ou d'être spolié.

C'est la raison pour laquelle un certain nombre d'enquêtes d'opinion (IFOP, par exemple) font apparaître, par delà l'acceptation raisonnée de la monnaie unique, des craintes ou des angoisses qu'il serait sans doute imprudent de négliger (peur de se tromper, de ne pas savoir faire, de ne pas être à la hauteur ; craintes de la pagaille, de perdre ses repères, notamment dans la grille des prix).

Il serait intéressant d'analyser ces phénomènes anxiogènes ou inhibiteurs pour pouvoir les conjurer. C'est ainsi que le passage à la monnaie unique implique à la fois d'intégrer au cœur du système social une monnaie nouvelle en lui donnant une identité et une légitimité par delà le caractère un peu anonyme de sa création, et de penser la disparition du franc, avec tout ce qu'il véhicule de charge affective depuis l'apparition du franc germinal.

ANNEXE 1

ANNEXE 2**COMPOSITION DU GROUPE DE TRAVAIL****Mission exploratoire sur les modalités de passage à la monnaie unique****Benoît Jolivet**

Président

Comité consultatif du Conseil national du crédit

Yves Ullmo

Secrétaire général

Conseil national du crédit

Comité consultatif

*Membres du groupe de pilotage***Sylvain de Forges**

Chef du service

des Affaires monétaires

et financières

Direction du Trésor

Ministère de l'Économie et des Finances

Remplacé par : **Nicolas Jachiet**

Sous-directeur

Sous-direction A

Direction du Trésor

Ministère de l'Économie et des Finances

Jean-Paul Lespinasse

Secrétaire général

Groupe ACCOR

Reine-Claude Mader

Secrétaire général

Confédération syndicale du cadre de vie

Jean-Claude Peuré

Secrétaire général adjoint

Conseil national du crédit

Pierre Simon

Membre du Comité directeur

Compagnie bancaire

ANNEXE 2 (suite)

Rapporteurs

Hervé Daudin

Adjoint au chef de bureau A1
Direction du Trésor
Ministère de l'Économie et des Finances

Aude Debreil

Adjoint au chef de bureau G3
Direction du Trésor
Ministère de l'Économie et des Finances

Jean-Pierre Dupeyroux

Chargé de mission
pour les questions européennes
CFONB

Philippe Giraud-Sauveur

Directeur Organisation informatique
AFB

Yves-Henri Normant

Chef du service des Relations européennes
Banque de France

Daphné Salon

Adjoint au chef du Secrétariat général
Conseil national du crédit

ANNEXE 3**ASSOCIATIONS ET ORGANISATIONS AUDITIONNÉES***Auditions*

M. Auriol	Administrateur GIE « Cartes bancaires »
M. Besse	Secrétaire général Confédération nationale des commerces de quincaillerie
M. Burdeau	Délégué général USAP
Mme Brachet	AFEC
M. Caffart	Caissier général SNCF
M. Campens	Institut européen interrégional de la consommation
M. Chabasse	Président de CONCERT
M. Cheruy	CGPME
M. Collin Thierry	Senior Manager DASSAULT – Automatismes et Télécommunications
M. Darrigrand	Président LA POSTE
M. Daudet	Directeur Programme et Financements FRANCE-TÉLÉCOM
M. Debby	Directeur de l'INC
M. Degonse Gérard	Directeur Financement Trésorerie ELF-Aquitaine
M. Delabrière	Directeur financier de PEUGEOT
M. Delrue	Directeur des services financiers Rhône-Poulenc
M. Denizon	DGA Autoroutes du Sud de la France
M. Dermagne	Président Conseil national du commerce
Mme Durand	Union féminine civique et sociale

Mme Fourrier	Adjoint au chef du service Financement et Trésorerie EdF
M. Fuyet	Délégué général UNAF
M. Garnier	Administrateur directeur général BRINK'S SA
M. Gary	Directeur de la Trésorerie Groupe ACCOR
M. Gasztowtt	Finances et Trésorerie PROMODÈS
M. Gourio	PdG Carlson Wagonlits Travel
Mme Grimanelli	Comité régional de la consommation Rhône-Alpes
M. Guerbet	Président Commission des finances Chambre de commerce et d'industrie de Paris
M. Hayat Eric	Président SYNTEC Informatique
Mme Joly	Responsable service économique UFC, Que Choisir ?
M. Jourd'huy P.	Directeur délégué AXIME
M. Kessler Denis	Président Fédération française des sociétés d'assurance « FFSA »
M. Le Brun Yvon	ASSECO CFDT
M. Leclerc Michel-Edouard	Co-président ACD-LEC
M. Linden	Directeur des Financements et de la Trésorerie PEUGEOT
M. Lemoine Philippe	Vice-PdG Groupe Galeries-Lafayette
M. Lenormand Jacques	Directeur général adjoint LA POSTE
M. Leruth Maurice	Président ASFFI
M. Lespinasse	Secrétaire général ACCOR
M. Mahieux François	Directeur UNAF
M. Marleix	FO Consommateurs
M. De Meaux Vincent	Directeur de la Trésorerie CARREFOUR France
M. Menesguen Claude	Président du Conseil de direction Groupement des cartes bancaires « CB »

Maître Monassier	Président Conseil supérieur du notariat
M. Pelletier Robert	Directeur général AFEC
M. Perrin	SEDAGO
M. Phelizon	Directeur financier SAINT-GOBAIN
M.Rameau Guy	Directeur du Cabinet du président et du directeur général LA POSTE
M. Ricol René	Président Ordre des experts-comptables
M. Saint-Remy	Délégué Général Chambre syndicale nationale de vente et services automatiques
M. Senard	SAINT-GOBAIN
M. Soularue	Vice-président AFTE Directeur trésorerie Groupe DANONE
M. Trischler	Président Confédération des chambres syndicales des débitants de tabac en France
M. Turbat	Directeur du Plan et de la Stratégie FRANCE-TÉLÉCOM
M. Vallon	Président Fédération nationale des clubs d'investissement (FNACI)
M. Vlieghe	Président Institut européen interrégional de la consommation
M. Yoncourt Bernard	Secrétaire général PINAULT-PRINTEMPS-REDOUTE

LE RÔLE RESPECTIF DES TAUX À COURT TERME ET DES TAUX À LONG TERME DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Le rôle respectif des taux à court terme et des taux à long terme dans le financement de l'économie française peut être appréhendé à partir des enquêtes de la direction de la Conjoncture de la Banque de France sur le coût des nouveaux crédits et des tableaux d'opérations financières (TOF) de la comptabilité nationale¹.

En raisonnant simultanément sur la structure de l'endettement et des placements des agents non financiers, on peut alors mettre en évidence les éléments suivants :

- une sensibilité accrue des entreprises et des ménages aux variations des taux à long terme depuis 1991,
- réciproquement, une moindre sensibilité des entreprises aux variations des taux à court terme, du fait principalement de la diminution de la part des crédits référencés sur le taux de base bancaire.

À partir de là, on estime l'incidence d'une variation des taux d'intérêt pour les agents non financiers.

THIERRY GRUNSPAN
*Direction des Études et Statistiques monétaires
 Service d'Études et de Statistiques des opérations financières*

¹ L'étude s'inspire et prolonge les travaux de Thierry Cusson, présentés notamment dans le Bulletin trimestriel de la Banque de France – décembre 1991 – « Taux d'intérêt et comptes des entreprises ».

1. Évolution de la structure du bilan des agents non financiers, depuis 1991, en fonction des taux de référence

Les flux nets d'intérêts versés et reçus par les différents agents économiques contribuent à la formation de leur revenu, et ne sont donc pas sans conséquence sur leurs comportements, notamment en matière de consommation, d'épargne et d'investissement.

La sensibilité du revenu des ménages, des entreprises et des administrations publiques aux variations du niveau des taux d'intérêt et de leur hiérarchie, évolue dans le temps en fonction de leurs choix de financements et de placements. La mesure de la sensibilité propre à certains de ces secteurs soulève toutefois quelques difficultés en raison de la relative pauvreté des informations disponibles. On présente ici quelques estimations obtenues en combinant, d'une part les données des enquêtes sur le coût des crédits nouveaux réalisées par la direction de la Conjoncture de la Banque de France, et d'autre part les structures d'endettement et de placements décrites par les comptes nationaux financiers.

1.1. Évolution de la structure du passif des agents non financiers résidents en fonction des taux de référence

Le financement des entreprises s'opère via le recours à différents partenaires : actionnaires, fournisseurs, banquiers ou marchés financiers.

Dans l'éventail des modes de financement consentis à l'entreprise, c'est l'endettement auprès des établissements de crédit ou auprès des marchés monétaires et obligataires qui prédomine.

Les comptes courants d'associés répondent plus à une logique de renforcement de l'assise financière de l'entreprise qu'à une logique de rendement. Dès lors, leur rémunération — fixée contractuellement dans la limite de normes réglementaires — apparaît moins sensible aux fluctuations des taux d'intérêt. Quant aux conditions applicables aux crédits commerciaux, elles sont largement dépendantes des relations contractuelles et bilatérales entre les entreprises. C'est donc sur les financements par la voie du crédit bancaire et du recours aux marchés de capitaux que porte cette étude.

À partir des enquêtes de la direction de la Conjoncture de la Banque de France sur le coût des crédits nouveaux et des tableaux d'opérations financières (TOF), on a procédé à une ventilation de l'encours des crédits en francs aux entreprises et aux ménages en fonction des taux de référence : taux à court terme, taux de base bancaire et taux à long terme.

La ventilation des obligations émises par les entreprises a, quant à elle, été effectuée à l'aide des données de la base obligataire de la Banque de France. Les développements suivants ne retiennent que les emprunts en francs qui sont référencés sur le niveau des taux d'intérêt français.

Les tableaux 1 et 2 annexés détaillent l'évolution, de 1991 à 1994, de la structure du passif des sociétés non financières et des ménages. Leur analyse conduit à formuler quatre observations.

1.1.1. La dette des ménages est pour l'essentiel référencée sur les taux à long terme (près de 85 % du passif)

Les ménages sont en effet principalement endettés à long terme (crédits à l'habitat) ; en outre, au sein de ce type de crédits, les crédits à taux fixes sont largement majoritaires — ils représentaient par exemple près de 80 % de l'encours et plus de 94 % des nouveaux crédits en 1994¹.

¹ Cette situation est très spécifique à la France. À l'opposé, on note qu'au Royaume-Uni, la plupart des crédits à l'habitat sont à taux variables.

1.1.2. La part de l'endettement des sociétés référencée sur les taux à long terme

progresse de plus de cinq points depuis 1991 –

En encours, elle passe de 38 % en 1991 à près de 43 % en 1994

Le phénomène est imputable tant à la croissance de l'encours des crédits à moyen et long termes à taux fixes qu'à l'essor des financements obligataires.

Depuis 1991, les crédits en francs à moyen et long termes aux entreprises sont de plus en plus souvent accordés à taux fixes. En 1994, par exemple, ceux-ci représentaient près des deux tiers des nouveaux crédits à moyen et long termes contractés au cours de l'année (contre moins de 35 % en 1991).

Pour leur part, les crédits à moyen et long termes à taux variables — comme les crédits à court terme à taux variable — restent principalement référencés sur les taux à court terme.

On notera qu'en dépit du processus de désendettement des entreprises auquel on a assisté au cours des deux dernières années de la période sous revue (l'encours des emprunts des entreprises auprès des établissements de crédit s'est contracté de 184 milliards de francs en 1993, puis de 93 milliards en 1994), l'encours des crédits à moyen et long termes à taux fixes est passé de 651 milliards de francs en 1991 à 707,5 milliards en 1994.

La croissance des financements obligataires en francs des entreprises est particulièrement soutenue depuis 1991 : leur encours¹ progresse de 432,7 milliards de francs en 1991 à plus de 576 milliards en 1994. Néanmoins, en proportion des flux nets de financement des entreprises, les émissions nettes d'obligations restent marginales : elles ne représentent que 2,4 % des flux de l'année 1994, loin derrière l'autofinancement et les émissions d'actions, qui représentent respectivement 80,0 % et 25,8 % des flux nets.

1.1.3. La part des crédits référencée sur le taux de base bancaire régresse régulièrement

En encours, elle est ainsi revenue de 21,7 % à 14,1 % de l'endettement des sociétés entre 1991 et 1994.

Le phénomène est à relier au processus de déréglementation financière achevé à la fin des années quatre-vingt. Les grandes entreprises ont désormais la possibilité d'arbitrer entre différentes sources de financement externes : endettement auprès des établissements de crédit, mais aussi auprès des marchés monétaires et obligataires. On observe de ce fait une référence de plus en plus fréquente du coût des financements aux conditions de marché et les établissements de crédit sont de moins en moins souvent en mesure d'imposer le taux de base bancaire, bien qu'il reflète, sans doute mieux, le coût effectif de leurs ressources.

1.1.4. La dette des administrations publiques reste majoritairement référencée sur les taux à long terme

À la fin de l'année 1994, l'encours de la dette négociable de l'État est de 2 496 milliards de francs, dont 1 570 milliards de francs d'OAT, 686 milliards de BTAN à 2 ans et 5 ans et 240 milliards de BTF. Par ailleurs, l'encours de la dette est quasi intégralement à taux fixes (97 %).

La dette de l'État référencée sur les taux à long terme représente ainsi près de 63 % de la dette totale en 1994, contre 62 % en 1991².

¹ On ne tient pas compte des emprunts obligataires en devises puisque, par définition, ceux-ci ne sont pas référencés sur le niveau des taux français.

² La dette négociable de l'État référencée sur le taux long comprend principalement les OAT et d'autres titres à long terme, comme l'emprunt d'État émis en juillet 1993.

1.2. Évolution de la structure de l'actif des agents non financiers en fonction des taux de référence

Les placements des agents non financiers demeurent très diversifiés, leur rendement n'étant pas toujours directement lié à des taux d'intérêt de marché. Il en va ainsi de la rémunération des comptes sur livrets ou des plans d'épargne-logement, qui est réglementée.

Les actifs dont le rendement est relié aux taux à court terme sont de trois sortes : dépôts à terme, titres du marché monétaire (certificat de dépôt, billets de trésorerie, bons du Trésor) et parts d'OPCVM monétaires.

Au sein des actifs dont le rendement est relié au taux à long terme, on trouve les PEP bancaires, les produits d'assurance (PEP assurances, bons de capitalisation des sociétés d'assurance et contrats d'assurance-vie), les obligations et les OPCVM à caractère obligataire.

Les tableaux 3 et 4 annexés décrivent l'évolution depuis quatre ans de la structure du portefeuille financier des ménages et des sociétés non financières. L'analyse de ces tableaux fournit deux enseignements.

1.2.1. La part des placements financiers des ménages dont la rémunération est liée à l'évolution des taux à long terme progresse sensiblement depuis 1991

Ce phénomène est à relier au réaménagement structurel de l'épargne financière des ménages en faveur des produits d'épargne longue. Ce mouvement a été lui-même favorisé, notamment par le rétablissement progressif d'une structure « normale » — c'est-à-dire ascendante en fonction des échéances — de la courbe des taux à partir de 1993.

L'essor des flux nets de placements auprès des sociétés d'assurance au cours des quatre dernières années est particulièrement saisissant : ils passent de moins de 185 milliards de francs en 1991 à 210 milliards en 1992, puis 264 milliards en 1993 et enfin plus de 326 milliards en 1994.

1.2.2. L'encours des placements des sociétés dont le rendement est relié au niveau des taux à court terme progresse sensiblement depuis 1991

Dans un contexte de maîtrise des charges d'exploitation — et notamment des salaires versés —, les sociétés non financières ont tout d'abord limité leur besoin de financement à partir de 1990, puis ont dégagé une capacité de financement dès 1993 (140,8 milliards de francs en 1993 et 137,9 milliards en 1994). Ce phénomène s'explique aussi par le recul de l'investissement productif des sociétés non financières entre 1991 et 1994, dans une phase de ralentissement économique.

Les ressources financières ainsi dégagées ont été consacrées en priorité au désendettement (184 milliards de francs de remboursements nets d'emprunts auprès des établissements de crédit en 1993 et 93 milliards en 1994) et à l'accroissement des participations financières, mais aussi au placement en actifs monétaires, dont l'encours est passé de 651 milliards de francs en 1991 à 743 milliards en 1994.

L'encours des placements en titres longs (obligations et OPCVM à caractère obligataire) a, pour sa part, reculé. Ce repli est largement imputable aux effets de valorisation¹, mais l'analyse des données relatives aux flux confirme la préférence des entreprises pour les placements référencés sur les taux à court terme, ce qui est conforme à la vocation de réserve de trésorerie de leurs placements financiers.

Au total, l'analyse simultanée de la structure de l'actif et du passif des agents non financiers en fonction des taux de référence conduit aux conclusions suivantes :

¹ Conformément à la méthodologie retenue en comptabilité nationale, les titres sont comptabilisés à leur valeur de marché.

- une baisse des taux à court terme entraîne un gain net (en termes de solde des intérêts versés sur les intérêts reçus) pour les entreprises qui sont structurellement débitrices en actifs référencés sur ce type de taux. Cependant, leur sensibilité aux variations des taux monétaires diminue depuis 1991 : ce que les entreprises gagnent sur leur endettement est partiellement perdu sur leurs placements ;
- les entreprises gagnent de plus en plus à une baisse des taux à long terme, dès lors qu'une part croissante de leur endettement et décroissante de leurs placements se réfère à ce type de taux ;
- une baisse des taux à long terme induit, en revanche, un manque à gagner (en termes de solde des intérêts reçus et versés) pour les ménages, car ces derniers sont structurellement créateurs en actifs référencés sur les taux à long terme ; leur sensibilité aux variations de ce type de taux progresse depuis 1991.

Les développements qui suivent ont pour objet d'évaluer la sensibilité des bilans des agents non financiers aux variations des taux de référence.

2. Impact d'une variation d'un point des taux d'intérêt : effet-revenu

On a cherché à chiffrer l'impact en année pleine de la baisse d'un point des taux d'intérêt (taux monétaires, TBB et taux à long terme) sur les flux nets d'intérêts (intérêts versés nets des intérêts reçus) des ménages, des entreprises et des administrations publiques. L'effet d'une hausse des taux d'intérêt serait parfaitement symétrique.

Il est entendu que l'on raisonne ici « toutes choses égales par ailleurs », c'est-à-dire que l'on suppose que les agents n'ont pas procédé à des réallocations d'actif ou de passif à l'occasion des mouvements de taux. On raisonne donc à structures d'actif ou de passif inchangées — les structures de référence étant celles des TOF provisoires de la fin 1994.

Cet exercice ne permet d'appréhender que les effets mécaniques directs de l'évolution des taux (effet-revenu). Le processus réel est évidemment plus complexe car il induit notamment des effets indirects sur le comportement des agents économiques, mais son explicitation nécessiterait le recours à un modèle macro-économétrique.

En termes d'effet-revenu, les créances ou les dettes à taux fixe ne sont sensibles à une modification de la courbe des taux qu'au moment de leur renouvellement (lorsqu'elles arrivent à échéance). Celui-ci s'effectue alors aux nouvelles conditions de marché, entraînant alors un manque à gagner ou un surplus par rapport à la situation où les taux sont inchangés. En revanche, les intérêts relatifs aux créances ou aux dettes à taux variables enregistrent instantanément la répercussion des mouvements de taux sur lesquels elles sont référencées. L'analyse de l'impact d'une baisse des taux à long terme sur le rendement servi aux détenteurs de plans d'épargne populaire (PEP) ou de produits d'assurance suppose par ailleurs la formulation d'un certain nombre d'hypothèses¹.

Quels sont les principaux résultats ?

¹ Au cours de la période de lancement d'un nouveau plan d'épargne populaire, les gestionnaires s'engagent souvent à assurer une rémunération minimale aux détenteurs pour une période donnée. Dès lors, le rendement versé aux détenteurs ne reproduit pas totalement les inflexions du niveau des taux à long terme, mais présente un effet d'inertie non négligeable. Dans les estimations, nous avons formulé l'hypothèse que 30 % de l'encours des PEP répercutaient la baisse des taux longs la première année. Il en va de même de la rémunération des produits d'assurance.

2.1. Une baisse d'un point des taux monétaires se traduit mécaniquement (et toutes choses égales d'ailleurs) par un gain net marginal de l'ordre de 2 milliards de francs en année pleine pour les agents non financiers

– Pour les *ménages*, agents structurellement créateurs, le manque à gagner sur leur portefeuille financier référencé sur les taux à court terme est de 10,2 milliards de francs, chiffre qu'il faut rapprocher d'un allégement des charges financières de 1,9 milliard de francs. La perte nette de revenu ressort à 8,3 milliards de francs.

– Pour les *entreprises*, agents structurellement endettés, la baisse des charges financières de 14,1 milliards de francs est compensée à hauteur de 6,6 milliards par la baisse des revenus tirés des placements référencés sur les taux à court terme. Le gain net ressort à 7,5 milliards de francs.

– Pour l'*État*, l'allégement du coût du service de la dette est de l'ordre de 2,6 milliards de francs.

2.2. Une baisse d'un point du taux de base bancaire induit un allégement d'environ 5 milliards de francs des charges financières des agents non financiers (pour l'essentiel les entreprises)

2.3. Une baisse d'un point des taux à long terme se traduit mécaniquement par une perte nette de revenu un peu supérieure à 2 milliards de francs pour les agents non financiers

– Pour les *ménages*, cette baisse entraîne un manque à gagner de 8,7 milliards de francs sur le portefeuille financier et un allégement de 2,3 milliards de francs de leurs charges financières, soit une perte nette de 6,4 milliards de francs.

– Pour les *entreprises*, le gain net ressort à 2,8 milliards de francs.

– Enfin, pour l'*État*, la baisse des taux à long terme induit, la première année, un gain de l'ordre de 0,45 milliard de francs (de 1,3 milliard de francs en tenant compte de l'impact de cette baisse sur les émissions de l'année)¹.

Cet exercice de simulation a, certes, un aspect très simplificateur puisqu'il isole, toutes choses égales par ailleurs, un effet purement mécanique, qui, dans la réalité, viendrait s'insérer dans un ensemble complexe de réactions des agents concernés. De même, une simulation plus sophistiquée devrait-elle prendre en considération les gains ou pertes des non-résidents qui « soldent » les effets de revenus constatés pour les agents économiques résidents. Cet exercice n'en permet pas moins de mettre en évidence deux phénomènes.

Pour apprécier l'impact d'une variation de taux d'intérêt, il est nécessaire d'examiner simultanément l'actif et le passif des agents non financiers. Cette remarque se justifie plus encore à l'issue d'une période où les entreprises, quoique toujours structurellement débitrices, ont dégagé ces dernières années d'importantes capacités de financement.

Par ailleurs, l'exercice fait ressortir que l'impact des variations de taux à long terme sur le bilan des agents non financiers est désormais d'une ampleur voisine de celui des taux à court terme.

¹ On ne raisonne plus, dans ce cas, à structure financière inchangée — l'*État* se contente de renouveler les OAT arrivant à échéance — mais on formule l'hypothèse fort vraisemblable que l'*État* émettra de nouvelles OAT afin de financer le déficit budgétaire prévisionnel.

Tableau 1

RÉPARTITION DU PASSIF DES SOCIÉTÉS SELON LES TYPES DE TAUX DE RÉFÉRENCE								
(encours en milliards de francs – part en pourcentage)								
	1991		1992		1993		1994	
	Encours	Part du total						
TAUX À COURT TERME.....	1 406,69	40,30	1 418,01	38,90	1 469,32	42,06	1 480,96	42,95
– Crédits court terme à taux variables référencés taux courts.....	501,23	14,36	482,87	13,25	565,43	16,18	615,40	17,85
– Crédits moyen et long termes à taux variables référencés taux courts.....	606,99	17,39	649,08	17,81	642,65	18,39	624,85	18,12
– Billets de trésorerie.....	153,26	4,39	169,99	4,66	149,10	4,27	146,00	4,23
– Crédits court terme à taux fixes.....	109,97	3,15	87,07	2,39	82,73	2,37	66,06	1,92
– Obligations à taux variables référencés taux courts.....	35,24	1,01	28,99	0,80	29,41	0,84	28,65	0,83
TAUX DE BASE BANCAIRE.....	756,24	21,66	791,99	21,73	616,78	17,65	486,21	14,10
– Crédits à taux variables référencés TBB.....	418,66	11,99	493,89	13,55	390,26	11,17	309,77	8,98
– Crédits moyen et long termes à taux variables référencés TBB.....	337,58	9,67	298,10	8,18	226,52	6,48	176,44	5,12
TAUX À LONG TERME.....	1 327,80	38,04	1 435,10	39,37	1 407,64	40,29	1 481,08	42,95
– Obligations à taux fixes.....	337,64	9,67	403,75	11,08	484,66	13,87	517,07	15,00
– Obligations à taux variables référencés taux longs.....	59,81	1,71	50,36	1,38	41,23	1,18	30,53	0,89
– Crédits court terme à taux variables référencés taux longs.....	115,66	3,31	145,52	3,99	110,66	3,17	100,59	2,92
– Crédits moyen et long termes à taux variables référencés taux longs.....	163,40	4,68	164,58	4,52	138,09	3,95	125,36	3,64
– Crédits moyen et long termes à taux fixes.....	651,28	18,66	670,89	18,41	632,99	18,12	707,53	20,52
TOTAL	3 490,72	100,00	3 645,10	100,00	3 493,74	100,00	3 448,25	100,00

Tableau 2

RÉPARTITION DU PASSIF DES MÉNAGES SELON LES TYPES DE TAUX DE RÉFÉRENCE								
	1991		1992		1993		1994	
	Encours	Part du total						
TAUX À COURT TERME.....	365,18	15,00	356,99	14,71	351,78	14,52	348,92	14,39
- Crédits court terme à taux variables référencés taux courts.....	3,46	0,14	3,37	0,14	0,06	0,00	0,09	0,00
- Crédits moyen et long termes à taux variables référencés taux courts.....	58,37	2,40	44,06	1,82	41,40	1,71	36,73	1,51
- Crédits court terme à taux fixes.....	303,36	12,46	309,56	12,76	310,32	12,81	312,09	12,87
TAUX DE BASE BANCAIRE.....	18,52	0,76	18,52	0,76	19,88	0,82	17,44	0,72
- Crédits à taux variables référencés TBB	5,60	0,23	5,87	0,24	4,54	0,19	2,57	0,11
- Crédits moyen et long termes à taux variables référencés TBB.....	12,92	0,53	14,37	0,59	15,35	0,63	14,87	0,61
TAUX À LONG TERME.....	2 050,99	84,24	2 050,99	84,52	2 051,16	84,66	2 058,81	84,89
- Crédits court terme à taux variables référencés taux longs.....	12,27	0,50	9,93	0,41	10,93	0,45	9,58	0,39
- Crédits moyen et long termes à taux variables référencés taux longs.....	132,17	5,43	129,16	5,32	143,78	5,93	129,26	5,33
- Crédits moyen et long termes à taux fixes.....	1 906,54	78,31	1 904,36	78,48	1 896,45	78,27	1 919,97	79,17
TOTAL.....	2 434,68	100,00	2 426,49	100,00	2 422,82	100,00	2 425,16	100,00

Tableau 3

PLACEMENTS DES MÉNAGES RÉMUNÉRÉS À DES TAUX DE MARCHÉ				
	(en milliards de francs)			
	1991	1992	1993	1994
ACTIFS RÉFÉRENCÉS SUR LES TAUX COURTS	1 242,1	1 394,5	1 203,3	1 089,0
– Dépôts à terme.....	417,5	418,0	426,6	414,6
– Titres du marché monétaire.....	15,6	25,7	43,2	47,2
– Titres d'OPCVM monétaires.....	809,0	950,8	733,5	627,2
ACTIFS RÉFÉRENCÉS SUR LES TAUX LONGS	2 017,8	2 323,6	2 974,7	3 177,4
– PEP bancaires.....	156,0	216,0	300,2	344,8
– Produits d'assurance.....	1 068,6	1 272,4	1 550,9	1 890,6
– Obligations détenues.....	424,6	450,4	570,2	490,0
– OPCVM obligations.....	368,6	384,8	553,4	452,0
TOTAL	3 259,9	3 718,1	4 178,0	4 266,4

Tableau 4

PLACEMENTS DES SOCIÉTÉS RÉMUNÉRÉS À DES TAUX DE MARCHÉ				
	(en milliards de francs)			
	1991	1992	1993	1994
ACTIFS RÉFÉRENCÉS SUR LES TAUX COURTS	651,3	732,6	647,8	743,0
– Dépôts à terme.....	188,5	185,9	125,9	134,0
– Titres du marché monétaire français.....	248,3	297,5	221,7	273,0
– Titres d'OPCVM monétaires.....	214,5	249,2	300,2	336,0
ACTIFS RÉFÉRENCÉS SUR LES TAUX LONGS	134,0	131,5	141,5	121,1
– Obligations détenues.....				
<i>Taux fixe</i>	68,9	67,5	72,2	60,4
<i>Taux variable</i>	12,2	11,9	12,7	10,6
– OPCVM obligations.....	52,9	52,1	56,6	50,1
TOTAL	785,3	864,1	789,3	864,1

PRÉSENTATION DES BASES DE DONNÉES SUR LES ENTREPRISES GÉRÉES PAR LA DIRECTION DES ENTREPRISES DE LA BANQUE DE FRANCE

Pour mener à bien ses missions, la Banque de France doit disposer d'informations économiques et financières fiables et précises sur les entreprises françaises. Elle a choisi, pour ce faire, de bâtir son propre système d'information en valorisant les relations privilégiées qu'elle a su développer au fil des années avec les différents acteurs économiques grâce, en particulier, à son réseau de comptoirs.

MIREILLE FERHANI
*Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises*

Située au point de rencontre obligé des banques, des entreprises, des administrations, la Banque centrale participe à la diffusion d'informations financières et économiques.

Les bases de données les plus anciennes sont issues d'une longue tradition de contacts avec les banquiers : fichier bancaire des entreprises, centralisation des risques.

La création de la Centrale de bilans, à la fin des années soixante, marque le début d'une nouvelle étape. La relation avec l'entreprise devient directe.

Dans les années récentes, de nouveaux outils ont été développés et les sources d'information se sont élargies à l'Europe.

1. Les bases de données les plus anciennes contribuent à la prévention du risque

Dès son origine, la Banque a constitué des fichiers de renseignements économiques et financiers sur les entreprises et leurs dirigeants pour s'assurer de la qualité des signatures du papier commercial.

Les fichiers constitués à cet effet, progressivement informatisés depuis 1976, et regroupés au sein du Fichier bancaire des entreprises (Fiben), permettent aujourd'hui de répondre aux besoins propres de la Banque en matière de politique monétaire ainsi qu'à l'information de la Commission bancaire et des établissements de crédit.

Les produits issus de ce fichier sont actuellement la cotation et les modules.

La cotation, jugement synthétique porté par la Banque sur une firme, est une appréciation de la qualité du papier servant de support au refinancement des banques auprès de l'Institut d'émission (cote 3).

Les établissements de crédit et les administrations et organismes publics à vocation économique qui veulent avoir accès aux informations de la base (descriptives, comptables, incidents de paiement, engagements bancaires) doivent signer un contrat d'adhésion. Les informations sont regroupées en modules.

En outre, depuis quelques années, les entreprises sont destinataires de leur propre cotation. Cette procédure permet de maintenir un lien direct entre le réseau de succursales et le tissu économique local.

Par ailleurs, conformément aux dispositions du Comité de la réglementation bancaire, la Banque de France procède mensuellement à la centralisation des risques déclarés au nom des entreprises individuelles ou des personnes morales non financières.

Le produit « risques » est la restitution aux déclarants, chaque mois, des renseignements recueillis au nom de leurs clients (résidents ou non résidents) : totalisation des crédits individuels et/ou des crédits de participation en comptes collectifs.

Cet outil indispensable d'appréciation des risques tant au plan micro-économique qu'au niveau sectoriel, régional ou national contribue également à la prise de décisions des autorités monétaires et sert à la Commission bancaire dans le cadre de ses fonctions de contrôle des établissements de crédit.

2. Une étape décisive franchie avec la création de la Centrale de bilans

En 1969, la Banque de France constitue une Centrale de bilans, chargée de recueillir, assembler et analyser les comptes annuels des entreprises qui acceptent d'y participer. Au-delà de la confection de données destinées à la comptabilité nationale, cette base a pour but de permettre des études sur les comportements financiers des entreprises.

Les adhérents volontaires à cette base bénéficient gratuitement, en contrepartie des renseignements qu'ils communiquent, d'une restitution de l'information :

- sous forme d'un dossier individuel d'entreprise, analyse détaillée de la situation financière remis, soit par courrier, soit lors d'un entretien ; ce dossier accorde une large place à l'examen des flux et comporte une analyse du risque de défaillance basée sur la méthode des scores ;

- sous forme également d'un positionnement dans l'environnement professionnel : l'adhérent peut comparer ses performances à celles de l'ensemble de ses concurrents.

Des référentiels sectoriels non personnalisés sont proposés au public sous diverses formes (papier, disquettes, Minitel). Ils comportent 32 ratios calculés sur deux ans et couvrent 350 secteurs d'activités.

Pour connaître l'évolution du tissu industriel, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France réalise, à partir des comptes définitifs d'entreprises adhérent à la Centrale de bilans, outre des études thématiques, trois types d'études sectorielles.

La situation du système productif procède, chaque année, à un examen complet, sur deux exercices, du comportement des sociétés (activité, effectifs, résultats d'exploitation et globaux, investissements, financement, structure financière). Ces résultats sont disponibles dès le mois de septembre suivant la date d'arrêté des comptes.

Les suppléments sectoriels portent également sur deux ans. Ces informations rapides concernent l'ensemble des secteurs (niveau 100 NAP 73, prochainement niveau division NAF 93) pour lesquels la Banque de France dispose d'un échantillon représentatif.

Le produit risques sectoriels permet d'analyser la situation d'un secteur industriel sous l'angle du risque ; pour ce faire, l'ensemble des informations économiques et les bases de la direction des Entreprises sont utilisées : la Centrale de bilans, mais aussi le Fichier bancaire des entreprises, le Fichier central des risques, et, à chaque fois que cela est possible, la base de données qualitatives Sésame.

3. Des produits nouveaux se sont développés et les relations nouées dans le cadre européen s'intensifient

Même complété par les nombreux renseignements de nature comptable demandés aux adhérents de la Centrale de bilans, le bilan demeure un instrument d'analyse incomplet au regard de la réalité complexe qu'est l'entreprise. Pour mieux l'approcher, la Banque de France a mis au point de nouveaux produits : Geode et Sésame. Dans les deux cas, un entretien avec l'entreprise est nécessaire, qui s'effectue sur la base du volontariat.

Geode¹ est un diagnostic économique et financier de la situation actuelle de l'entreprise², complété par une projection financière à court et moyen termes. L'ensemble s'appuie sur un logiciel d'analyse et de simulation.

L'enquête réalisée depuis 1993 par la Banque de France dans le cadre de son projet Sésame³ a permis de créer une base de données qualitatives. L'objectif de cette initiative est d'enrichir l'approche comptable et financière par une analyse stratégique. Un dossier individuel de positionnement stratégique est remis à chaque entreprise enquêtée. Les premières études, menées à titre expérimental à partir de cette base encore embryonnaire, sont d'autant plus prometteuses que la population analysée : PME-PMI a jusqu'à présent été écartée de ce type d'approche.

L'information détenue par la Banque de France sur les entreprises s'enrichit des contacts qu'elle noue avec ses partenaires européens. Ainsi, les centrales de risques de plusieurs pays procèdent à des échanges d'informations et la Centrale de bilans verse des données agrégées, pour le compte de la France, à la Banque des comptes harmonisés créée par la Commission des Communautés européennes. Cette banque de données reprend les comptes annuels agrégés de différents niveaux sectoriels de plusieurs pays de la Communauté. Grâce aux travaux d'harmonisation effectués, des comparaisons en évolution sont désormais réalisables.

¹ GEstion Opérationnelle et Dynamique des Entreprises

² Entreprises industrielles, firmes du second-œuvre, du commerce de gros et cliniques

³ Système Élargi du Support de l'Analyse Multicritère d'Entreprises

Située au point de rencontre obligé des banques, des entreprises, des administrations, la Banque de France dispose d'une masse d'informations considérable sur les entreprises. Elle ne les réserve pas uniquement à son propre usage et, si elle en assure prioritairement la diffusion vers les établissements de crédit dans le cadre de la prévention du risque, elle se tourne de plus en plus vers les entreprises.

En ce qui concerne ces dernières, toutes les informations détenues sont restituées selon les règles suivantes : au niveau individuel, uniquement à l'entreprise concernée ; au niveau global (régional ou national), toutes les études produites sont publiées dès lors que les règles du secret statistique le permettent.

Il faut souligner que ces études s'appuient de plus en plus sur l'ensemble des bases de données à disposition à la Banque, y compris en dehors de la direction des Entreprises (Balance des paiements). Ces rapprochements permettent un enrichissement de l'information restituée : l'information et le conseil économique se situent clairement parmi les axes de développement de l'Institution.

L'ANALYSE DES FLUX D'OPERATIONS SUR LE MARCHE MONETAIRE FRANÇAIS

Résultats de l'enquête statistique menée auprès des OPM
au cours du quatrième trimestre de 1994

La Banque de France effectue, depuis 1989, une enquête statistique auprès de son réseau d'opérateurs principaux de marché (OPM) afin de recenser les volumes de transactions sur le marché monétaire.

La présente note commente les résultats de l'enquête menée en 1994. Par rapport aux années précédentes, le contenu a été sensiblement étendu pour mieux apprécier le développement des opérations de pension livrée, ainsi que des opérations sur produits dérivés traités

de gré à gré, sur la place de Paris. En revanche, la méthodologie est restée inchangée : les flux de capitaux sont enregistrés sur l'ensemble du quatrième trimestre de l'année, les opérations étant retenues en fonction de la date à laquelle elles ont été initiées, sans tenir compte de leur venue à échéance durant la période de recensement. Les tableaux, qui sont exprimés en millions de francs, présentent la moyenne quotidienne des opérations déclarées sur le trimestre par l'ensemble des OPM, une comparaison étant effectuée avec l'enquête menée en 1993 lorsque cela est possible.

LAURENT PAUL
FREDERIC WILHELM
Direction des Marchés de capitaux

Cellule monétaire

1. Les opérations de bilan des OPM

1.1. Prêts réalisés par les OPM sur le marché interbancaire : la contraction des prêts au jour le jour constatée au quatrième trimestre 1994 s'est accompagnée d'une progression des opérations en blanc ainsi que des pensions livrées au détriment des pensions non livrées

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

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

Un prêt contre effets non livrés est une opération dans laquelle les titres que l'emprunteur remet en garantie font l'objet d'une simple mise sous dossier, sans identification systématique des effets remis en garantie.

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

PRÊTS SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE ENTRE RÉSIDENTS CLASSÉS SELON LEUR DURÉE

(en millions de francs)

Durée	Prêts en blanc	Prêts-effets non livrés	Pensions livrée en vrac(a)			Total des prêts en 1994	Variation 1994/1993 (en pourcentage)
			Bons du Trésor	OAT	Autres supports		
Jour le jour.....	58 859,0	44 787,7	12 242,4	4 252,7	28,8	120 170,7	-19,99
Tom next.....	1 882,2	1 576,7	2 499,5	322,4	0,0	6 280,7	51,01
> 1 à ≤ 8 jours	4 960,6	3 167,1	6 370,4	3 345,5	38,7	17 882,2	50,61
> 8 jours à ≤ 1 mois.....	531,2	152,7	2 415,1	9 375,6	92,4	12 566,9	135,97
> 1 mois à ≤ 3 mois	1 065,9	323,2	1 469,5	1 559,8	47,2	4 465,6	64,14
> 3 mois à ≤ 6 mois	397,4	113,8	425,1	471,6	1,5	1 409,4	89,07
> 6 mois à ≤ 1 an	168,0	120,1	127,1	101,1	3,7	520,0	7,45
> 1 an	157,9	28,0	30,6	14,5	0,0	231,0	-69,79
Total	68 022,1	50 269,3	25 579,7	19 443,2	212,3	163 526,5	-7,23

(a) Dans une pension livrée «en vrac», la garantie n'est définie que par le type de titres livrés, les lignes étant laissées au choix de l'emprunteur d'espèces.

Après la hausse de 8,5 % constatée au dernier trimestre de 1993, les opérations de prêt aux résidents ont enregistré une réduction de 7,2 % en 1994. Cette évolution recouvre des mouvements nettement divergents selon la durée des opérations :

- le volume des prêts au jour le jour recule de 20 %, leur part dans le total revenant de 85 % à 73 % ;
- ce mouvement est en partie compensé par une forte progression des opérations dont l'échéance va du *tom next* jusqu'à six mois (72 % d'augmentation et 26 % du total déclaré en 1994). Cette hausse apparaît largement liée au développement de la pension livrée, qui s'effectue principalement sur ce segment de la courbe des taux ;

– sur les échéances plus longues, les volumes d'opérations demeurent réduits : en faible hausse (7,5 %), les prêts de six mois jusqu'à un an de durée représentent moins de 1 % des flux déclarés. Le volume des opérations d'une durée supérieure à un an, déjà très marginal en 1993, continue à se contracter. Cette évolution est à relier à la tendance croissante à la sécurisation des ressources collectées par le secteur bancaire qui se manifeste par un recours à l'émission de titres de créances négociables.

En ce qui concerne la répartition des prêts en fonction des différents types d'opérations, on constate un très net recul des pensions non livrées dont la part dans le total des flux déclarés revient à 31 % en 1994, contre 76 % l'année précédente. Ce mouvement s'effectue d'abord au profit des opérations en blanc qui prennent la première place avec 41 % des opérations (16 % en 1993). Les pensions livrées progressent également fortement, avec une part de 28 %, contre 8 % l'année précédente ; les titres de la dette publique apparaissent comme les supports quasi exclusifs de ce type d'opérations.

Si les pensions non livrées et les prêts en blanc demeurent largement majoritaires sur les échéances les plus courtes (jour le jour et *tom next*), les pensions livrées sont l'instrument le plus utilisé sur pratiquement l'ensemble des autres durées.

Ces changements particulièrement sensibles après la relative stabilité observée les années précédentes (les pensions non livrées conservaient une forte prééminence et les pensions livrées ne connaissaient qu'un développement relativement lent) sont liés aux évolutions intervenues récemment dans le régime juridique de la pension (loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 et décret n° 94-350 du 2 mai 1994)¹, ainsi qu'à la création du statut de spécialistes en pensions sur valeurs du Trésor (SPVT).

Cette évolution a entraîné une baisse de la part des opérations qui servent pour la détermination du taux moyen pondéré (TMP). Celui-ci est calculé par la Banque de France à partir des seules opérations de prêt contre effets (pensions livrées et pensions non livrées) déclarées par les OPM. Alors qu'en 1993, les transactions de ce type représentaient 87 % du total des opérations au jour le jour des OPM, cette part s'est réduite à 51 % en 1994.

1.2. Ressources collectées auprès des OPCVM : ***en progression par rapport à l'année précédente,*** ***ces opérations ont essentiellement revêtu la forme de mises en pensions***

Ce tableau recense l'ensemble des ressources collectées par les OPM auprès d'OPCVM (Sicav ou FCP), que ceux-ci soient ou non rattachés à l'établissement déclarant.

TOTAL DES RESSOURCES COLLECTÉES AUPRÈS DES OPCVM				
Durée	Mises en pensions	Ventes de TCN émis par l'OPM	Autres	Total
Jour le jour	12 712,4	95,8	798,3	13 606,5
<i>Tom next</i>	1 085,7	0,0	26,0	1 111,6
> 1 à ≤ 8 jours	3 178,6	80,6	224,9	3 484,1
> 8 jours à ≤ 1 mois.....	1 389,3	585,6	222,3	2 197,2
> 1 mois à ≤ 3 mois.....	1 944,4	1 323,3	656,0	3 923,8
> 3 mois à ≤ 6 mois.....	80,1	356,3	76,5	512,9
> 6 mois à ≤ 1 an.....	84,7	130,0	8,7	223,4
> 1 an	19,2	45,4	100,9	165,5
Total	20 752,9	2 616,9	2 113,6	25 483,4

¹ La loi exige la livraison physique des titres ou des effets pour que les opérations soient opposables au tiers.

En moyenne quotidienne, les ressources collectées par les OPM auprès d'OPCVM ont atteint 25,5 milliards de francs au cours du dernier trimestre de 1994. Il semble qu'il y ait une progression assez sensible par rapport à 1993¹. Ce mouvement recouvre cependant des évolutions assez divergentes selon les principaux types d'opérations.

Les mises en pensions progressent d'environ 20 % par rapport à la précédente enquête et représentent 81 % du total des flux de ressources déclarées.

Les titres de créances négociables souscrits par des OPCVM enregistrent une baisse d'environ 20 %, évoluant ainsi comme le total des émissions des OPM (baisse de 30 % des flux d'émissions par rapport au dernier trimestre de 1993). Ces opérations représentent 11 % du total des flux déclarés. Sur un total de 575 milliards de francs de certificats de dépôt ou de BMTN émis par les 26 OPM au cours du dernier trimestre de 1994, 162,2 milliards ont été directement souscrits par des OPCVM, soit une proportion de 28,2 %.

La part des autres opérations (ventes à réméré, pensions non livrées, prêts en blanc) est d'environ 8 %.

Les opérations apparaissent légèrement moins concentrées sur les termes les plus courts que dans le cas des prêts interbancaires. La part des emprunts au jour le jour atteint 53 % du total, et celle des opérations allant du *tom next* à un mois 27 % contre une proportion sur ces échéances de respectivement 73 % et 22 % du côté des prêts interbancaires. Les emprunts de plus de un mois de durée ont une place significative avec 20 % du total, contre 16 % l'année précédente, ce qui montre un certain rallongement des durées des ressources collectées auprès des OPCVM. Ce constat global recouvre cependant de nettes divergences selon que l'on considère les mises en pensions (90 % sont à moins de un mois, contre 95 % l'année précédente) ou les émissions de titres de créances négociables (29 %, contre 26 % en 1993).

1.3. Prêts en swap de francs contre toutes devises et emprunts en swap de francs contre toutes devises : essentiellement réalisées avec des non-résidents, ces opérations se sont soldées, pour les OPM, par une légère position de prêteur net

Ce tableau retrace l'ensemble des opérations de swaps réalisées avec des contreparties résidentes ou non résidentes, dont une jambe est en francs et l'autre en devises, et qui comportent un échange de capital.

Durée	Prêts en swap de francs contre toutes devises		Emprunts en swap de francs contre toutes devises		Différence prêts-emprunts	Dont non-résident
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents		
Jour le jour.....	1 195,7	1 100,9	348,9	1 045,1	902,7	55,9
<i>Tom next</i>	3 295,6	8 342,5	2 016,5	7 298,2	2 323,4	1 044,3
> 1 à ≤ 8 jours	2 075,8	3 115,5	1 753,5	3 287,5	150,3	-172,1
> 8 jours à ≤ 1 mois.....	1 541,4	1 653,7	1 670,3	1 197,3	327,5	456,4
> 1 mois à ≤ 3 mois	1 885,4	3 151,8	2 718,3	2 569,8	-250,9	582,0
> 3 mois à ≤ 6 mois	706,8	1 519,1	788,1	951,7	486,0	567,3
> 6 mois à ≤ 1 an	349,2	808,0	370,8	747,2	39,1	60,8
> 1 an	82,0	188,4	283,3	217,6	-230,4	-29,1
Total	11 131,9	19 879,9	9 949,7	17 314,5	3 747,7	2 565,4

¹ Les précédentes enquêtes ne prenaient en compte que les ventes à réméré dans les autres opérations d'emprunt.

C'est la première fois que ce champ d'activité était couvert par l'enquête, de sorte qu'il n'est pas possible d'effectuer des comparaisons avec les années précédentes.

Globalement, le volume des prêts de francs en *swap* a atteint 31 milliards de francs en moyenne quotidienne, dont 19,9 milliards avec les non-résidents ; et celui des emprunts a atteint 27,3 milliards de francs, dont 17,3 milliards avec les non-résidents. Il en résulte un excédent quotidien de 3,7 milliards de francs des prêts, pour les deux tiers environ dû aux opérations avec les non-résidents.

Il est à noter que, s'agissant des opérations avec les non-résidents, les prêts et emprunts de francs en *swap* effectuées par les OPM excèdent les opérations de prêts et emprunts secs (cf. tableau suivant) pour les durées supérieures ou égales à un mois. Par ailleurs, les prêts de francs sous forme de *swaps* de devises équivalent à près de 20 % des flux de prêts interbancaires accordés à des résidents déclarés dans le premier tableau.

1.4. Prêts et emprunts avec les correspondants non résidents :

par rapport à l'année dernière, les prêts aux non-résidents ont sensiblement reculé tandis que les emprunts enregistrent une très légère progression

Ce tableau recense toutes les opérations au comptant effectuées par les OPM avec une contrepartie bancaire non résidente.

Durée	Prêts			Emprunts		
	Montant	Variation 1993/1994	Dont pensions livrées	Montant	Variation 1993/1994	Dont pensions livrées
Jour le jour	8 216,9	-52,08	1 805,2	8 916,6	-19,99	479,5
<i>Tom next</i>	15 039,0	-66,84	472,2	3 650,5	79,72	55,7
> 1 à ≤ 8 jours	4 397,7	-65,68	1 612,2	2 422,5	41,78	1 466,1
> 8 jours à ≤ 1 mois.....	1 894,2	-35,86	1 790,8	1 136,2	150,24	1 382,1
> 1 mois à ≤ 3 mois.....	1 786,0	-24,47	423,8	748,2	25,49	760,3
> 3 mois à ≤ 6 mois.....	801,7	99,93	79,5	208,1	24,95	77,5
> 6 mois à ≤ 1 an	201,1	142,76	42,5	159,0	65,25	51,2
> 1 an	28,7	14,89	0,0	9,9	-84,94	0,0
> 5 ans.....	58,0		0,0	3,9	-81,49	0,0
Total	32 423,2	-60,04	6 226,1	17 254,9	5,97	4 041,9

Par rapport à 1993, les opérations de prêt aux non-résidents enregistrent une régression de 60 %. Ce mouvement apparaît largement comme une correction de la forte augmentation observée l'année précédente. Le dégagement de certains investisseurs non résidents du marché des valeurs du Trésor français a pu également contribuer à cette évolution, leurs portefeuilles étant en effet en partie financés par des emprunts à court terme en francs. Le recul des volumes de prêts est concentré sur les échéances les plus courtes (jusqu'à trois mois), alors qu'au contraire les opérations plus longues sont en hausse.

En dépit de leur net recul, les prêts excèdent toujours largement les emprunts aux non-résidents, qui enregistrent une très légère progression (6 %).

Les pensions livrées constituent environ 20 % du total des opérations, soit une proportion légèrement moindre que pour les prêts interbancaires entre résidents (cf. tableau § 1.1.).

Globalement, si l'on s'en tient aux seuls prêts qui leur sont consentis, quelles que soient leurs formes, les non-résidents sont à l'origine d'un volume d'activité qui atteint près d'un tiers du total des flux recensés en matière de prêts interbancaires effectués par les OPM au profit d'établissements résidents.

1.5. Prises en pension livrée en vrac contre tous supports avec toute contrepartie : elles ont été en majorité réalisées sur les termes les plus courts et à taux fixe

Ce tableau vise à recenser l'ensemble des opérations de prêts sous forme de pension livrée réalisées par les OPM. Elles ont été ventilées selon les principales échéances traitées sur le marché : le jour le jour et les quatre durées pour lesquelles la Banque de France établit des taux de référence avec l'aide des SPVT.

PRISES EN PENSION LIVRÉE EN VRAC CONTRE TOUS SUPPORTS AVEC TOUTE CONTREPARTIE						
	(en millions de francs)					
	Jour le jour	Tom next	1 semaine	1 mois	3 mois	Autres échéances
Taux fixes	21 113,4	4 129,1	7 817,5	3 243,0	2 148,3	4 071,7
Taux indexé.....						
- TMP – T4M.....	2 051,1	551,5	5 348,1	4 125,4	916,4	1 437,6
- Autres.....	0,0	0,0	1,8	8,4	18,9	0,5
Total.....	23 164,5	4 680,6	13 167,4	7 376,7	3 083,6	5 509,8

La liquidité apparaît largement concentrée sur les échéances les plus courtes, les volumes d'opérations sont néanmoins significatifs sur les échéances de un mois et trois mois.

Les prises en pension à taux fixe sont très largement majoritaires sur le jour le jour et le *tom next*. Sur les durées supérieures, les opérations à taux indexé représentent entre 30 % et 55 % des montants déclarés, les références TMP et T4M apparaissant presqu'exclusivement employées.

**1.6. Opérations sur les marchés secondaires de titres :
qu'il s'agisse d'opérations ferme ou de pensions livrées,
les bons du Trésor constituent le support le plus utilisé**

Ce tableau retrace l'ensemble des opérations sur titres effectuées par les OPM en les ventilant selon leur nature (achats-ventes ferme, pensions livrées, prêts et emprunts de titres).

OPÉRATIONS SUR LES MARCHÉS SECONDAIRES DE TITRES POUR COMPTE PROPRE ET COMPTE CLIENTÈLE			
	Bons du Trésor	Autres titres de créances négociables	OAT
Achats-ventes cumulés.....	45 178,7	22 413,5	21 263,8
Prises et mises en pensions livrées en vrac.....	81 128,6	2 290,4	54 276,7
Prêts et emprunts de titres.....	3 946,1	391,8	2 942,4

Achats-ventes : le marché secondaire sur lequel les OPM ont été les plus actifs est celui des bons du Trésor qui progresse de 39 % par rapport à l'enquête menée en 1993. Les transactions des OPM sur les marchés secondaires de titres de créances négociables enregistrent également une hausse de 20 %. En ce qui concerne les OAT, les volumes déclarés sont deux fois inférieurs à ceux enregistrés sur les bons du Trésor¹.

La comparaison avec les volumes recensés dans le système Saturne permet d'estimer la part de marché des OPM (dont 13 sont également SVT) à 42 % pour les achats-ventes de bons du Trésor, contre 36 % lors de la précédente enquête. Cette évolution est à relier à la moindre activité des non-résidents sur le marché des titres d'État français en 1994.

Pensions livrées : le marché de la pension livrée apparaît largement concentré sur les bons du Trésor (40,6 milliards de francs de transactions en moyenne quotidienne²). Le volume constaté sur les OAT est nettement moins important (27,1 milliards de francs). Quant aux pensions livrées sur titres de créances négociables, elles sont très faibles (1,1 milliard de francs). Les opérations des OPM représentent 70 % des pensions livrées contre bons du Trésor recensées par le système Saturne. Ce niveau élevé s'explique par le fait que le marché de la pension livrée est beaucoup plus concentré que celui des achats-ventes, la majeure partie des transactions étant effectuées par les SPVT dont 12 sur les 15 aujourd'hui agréés ont également le statut d'OPM.

Prêts de titres : ce type d'opérations est concentré sur un petit nombre d'établissement, une dizaine d'OPM seulement ayant déclaré avoir effectué des prêts et emprunts au cours de la période. Les volumes quotidiens déclarés atteignent 3,6 milliards de francs³, et concernent, pour l'essentiel, des titres de la dette publique. Il convient par ailleurs de rappeler que les prêts et emprunts d'actions n'ont pas été inclus dans le champ de la présente enquête, ce qui contribue à minorer l'importance de l'usage de l'instrument.

2. Les opérations de hors bilan des OPM

2.1. Montant notionnel des FRA achetés et vendus : les flux d'achats sont légèrement supérieurs aux ventes au cours du quatrième trimestre de 1994

Ce tableau recense l'ensemble des opérations sur FRA effectuées par les OPM. Un « forward rate agreement » (FRA) est un contrat de gré à gré en vertu duquel un opérateur s'engage envers un autre à lui garantir un certain taux d'emprunt d'une somme pendant une période déterminée dont le point de départ se situe à une date future. À cette date, l'une des parties règle à l'autre la différence entre le taux garanti et le taux de marché choisi préalablement comme référence. Le nominal du FRA n'est donc qu'un montant fictif, dit notionnel, servant de base au calcul des intérêts.

	MONTANT NOTIONNEL DES FRA ACHETÉS			
	(en millions de francs)			
	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
Pibor	455,0	258,4	145,0	2,4
Libor	420,6	851,4	46,8	7,3
Autres	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	875,6	1 109,9	191,8	9,7

¹ Cette donnée étant disponible pour la première fois, la comparaison avec les années antérieures n'est pas possible.

² Montant des prises et mises en pension divisé par deux

³ Montant des prêts et emprunts divisés par deux

MONTANT NOTIONNEL DES FRA VENDUS

(en millions de francs)

	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
Pibor.....	426,2	108,0	143,6	12,9
Libor	323,1	885,7	18,0	65,4
Autres.....	0,0	0,0	8,1	0,0
Total.....	749,4	993,7	169,7	78,3

En moyenne quotidienne, le volume des FRA traités par les OPM atteint 4,2 milliards de francs (achats-ventes cumulés). On note une très légère prééminence des achats (52 % du total déclaré), donc des comportements de couverture face à une hausse des taux. Les opérations de vente de FRA ont régressé par rapport à l'année précédente, passant de 3,2 milliards de francs à 2 milliards en moyenne quotidienne.

Les opérations réalisées avec les non-résidents excèdent légèrement celles conclues avec des résidents. La référence Libor est très largement utilisée par les premiers (85 % des flux), en revanche les résidents continuent de préférer les indexations Pibor (59 %). Au total, le Libor est devenu prédominant puisqu'il sert de référence à 65 % des FRA vendus, contre 41 % l'année précédente.

Enfin, il convient de noter que l'essentiel des transactions est effectué avec des contreparties financières (environ 90 % du volume des achats-ventes).

2.2. Montant notionnel des swaps de taux d'intérêt effectués par les OPM : ces opérations ont progressé par rapport à l'année précédente

Ces tableaux recensent l'ensemble des opérations de swap de taux dont les deux jambes sont en franc effectuées par les OPM, à l'exception des swaps de structure (taux fixe-taux fixe). Un swap de taux est un échange de deux dettes supportant des taux d'intérêts différents. Comme pour les FRA, le montant du capital est notionnel, seuls les flux d'intérêts étant échangés. Les quatre premiers tableaux concernent des swaps taux fixe-taux variables, le dernier recense des swaps de base (taux variable-taux variable).

– Répartition par durée

MONTANT NOTIONNEL DES SWAPS DE TAUX D'INTERET OU L'OPM REÇOIT LE TAUX FIXE ET PAIE LE TAUX VARIABLE

(en millions de francs)

	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties		
	Résidents	Non-résidents	Résidents	dont OPCVM	Non-résidents
≤ 1 an.....	13 518,8	841,6	3 087,4	2 766,3	102,4
> 1 an ≤ 2 ans	981,8	324,0	151,6	48,8	24,4
> 2 ans ≤ 5 ans.....	869,3	638,1	92,6	20,9	90,0
> 5 ans.....	407,1	410,8	164,3	2,8	27,4
Total	15 777,0	2 214,5	3 496,0	2 838,8	244,1

**MONTANT NOTIONNEL DES SWAPS DE TAUX D'INTERET
OU L'OPM PAIE LE TAUX FIXE ET REÇOIT LE TAUX VARIABLE**

(en millions de francs)

	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
≤ 1 an	12 863,3	898,2	2 577,3	95,4
> 1 an ≤ 2 ans.....	1 064,6	363,8	156,6	15,6
> 2 ans ≤ 5 ans	945,0	286,3	230,8	12,4
> 5 ans.....	572,3	125,9	286,4	13,4
Total	15 445,2	1 674,2	3 251,1	136,8

On observe une progression de 12,5 % des *swaps* recevant le taux fixe par rapport à l'année dernière. Les volumes augmentent sur l'ensemble des durées mais plus spécialement sur les échéances supérieures à 2 ans (+ 43 %) qui restent néanmoins nettement minoritaires. Concernant l'ensemble des *swaps* taux fixe-taux variable réalisés par les OPM, on peut en effet remarquer la forte concentration des opérations sur les durées courtes, les échéances à moins de un an représentant 80 % du volume global. À l'image des FRA, les *swaps* sont, pour l'essentiel, réalisés avec des contreparties financières (83 % environ). En revanche, les opérations avec des non-résidents apparaissent limitées (environ 10 % du volume global des opérations).

Les volumes respectifs des *swaps* recevant le taux fixe et de ceux payant le taux fixe sont sensiblement égaux. On observe, néanmoins, un léger avantage pour la première catégorie qui représente des opérations conclues avec des contreparties recherchant des couvertures contre la hausse des taux.

– *Répartition par indexation*

**MONTANT NOTIONNEL DES SWAPS DE TAUX D'INTERET
OU L'OPM REÇOIT LE TAUX FIXE ET PAIE LE TAUX VARIABLE**

(en millions de francs)

	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties		
	Résidents	Non-résidents	Résidents	dont OPCVM	Non-résidents
TMP – T4M – TAM.....	14 890,3	764,8	3 410,3	2 829,2	81,5
TIOP.....	734,3	1 291,0	68,6	7,1	145,2
Libor.....	7,3	32,5	0,0	0,0	1,4
Total	15 631,8	2 088,3	3 478,8	2 836,3	228,1

MONTANT NOTIONNEL DES SWAPS DE TAUX D'INTERET OU L'OPM PAIE LE TAUX FIXE ET REÇOIT LE TAUX VARIABLE

	(en millions de francs)			
	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
TMP – T4M – TAM.....	13 379,5	886,9	3 011,2	61,0
TIOP.....	1 421,7	655,2	235,0	74,0
Libor	0,0	45,2	4,8	0,0
Total.....	14 801,2	1 587,2	3 251,0	135,0

Les références TMP – T4M – TAM prédominent puisqu'elles représentent environ 87 % du volume global des swaps taux fixe-taux variable. Contrairement aux FRA, et notamment en raison du faible poids des non-résidents dans les opérations de swap, la référence Libor joue un rôle marginal (moins de 1 % du volume global).

MONTANT NOTIONNEL DES SWAPS DE BASE

	(en millions de francs)			
	Avec les institutions financières		Avec d'autres contreparties	
	Résidents	Non-résidents	Résidents	Non-résidents
TAM contre TME.....	23,2	0,0	56,0	0,0
TAM contre TMO	0,0	1,9	0,0	0,0
Autres	174,7	16,9	43,1	0,0
Total.....	198,0	18,8	99,2	0,0

Les swaps de base (taux variable-taux variable), notamment destinés à maintenir constante une marge entre des ressources et des emplois indexés sur des taux variables différents, sont d'un usage nettement plus rare. Leur montant notionnel ne représente qu'environ 1,5 % de celui des swaps taux fixe-taux variable.

2.3. Montant notionnel des opérations d'option : les chiffres obtenus reflètent une activité en progression importante par rapport à l'année précédente

Ces tableaux visent à recenser les opérations d'achat et de vente de différents produits de nature optionnelle réalisées par les OPM avec des contreparties résidentes.

– Un « cap » est une garantie de taux plafond pour un emprunt. Il représente pour celui qui l'achète le droit d'emprunter à un taux fixé préalablement pour un montant et une durée déterminés, moyennant le paiement d'une prime.

– Un « floor » est une garantie de taux plancher pour un placement. Il représente pour celui qui l'achète le droit de prêter à un taux d'intérêt plancher préalablement fixé, pour un montant et une durée déterminés, moyennant le paiement d'une prime.

– un « collar » est une garantie d'une zone de taux d'intérêt par le moyen de la combinaison d'un « cap » et d'un « floor ». Il représente pour celui qui l'achète (par la combinaison d'un achat de « cap » et d'une vente de « floor ») un droit d'emprunter à un taux compris dans une fourchette de fluctuation pour un montant et une durée déterminée, moyennant le paiement d'une prime (net de la prime payée sur le « cap » et de celle encaissée pour le « floor »).

– Une « swaption » est une option sur « swap » de taux d'intérêt. L'acheteur de l'option se garantit ainsi un taux fixe maximum contre un taux variable (cas d'un emprunteur) ou un taux fixe minimum contre un taux variable (cas d'un prêteur). Il paie une prime au vendeur de l'option qui subira sa décision.

VENDUS				
(en millions de francs)				
	Montant notionnel			
	Caps	Floors	Collars	Swaptions
TMP.....	1 172,6	369,2	222,4	359,5
Pibor	1 159,4	504,4	147,2	894,0
Autres	92,7	20,2	8,1	61,8
Total.....	2 424,7	893,8	377,7	1 315,3
≤ 1 an.....	1 175,4	340,2	147,7	975,5
> 1 an ≤ 2 ans.....	384,3	243,1	89,5	216,1
> 2 ans ≤ 5 ans	608,5	215,7	88,0	76,6
> 5 ans	256,4	94,8	52,5	47,1
Total.....	2 424,7	893,8	377,7	1 315,3

ACHETES				
(en millions de francs)				
	Montant notionnel			
	Caps	Floors	Collars	Swaptions
TMP.....	794,8	481,0	68,5	371,8
Pibor	726,2	470,2	20,7	1 061,3
Autres	27,4	29,4	3,2	54,9
Total.....	1 548,4	980,5	92,5	1 488,1
≤ 1 an.....	780,5	239,9	21,5	741,7
> 1 an ≤ 2 ans.....	344,8	196,7	45,3	252,4
> 2 ans ≤ 5 ans	316,3	374,7	23,4	431,5
> 5 ans	106,8	169,1	2,4	62,6
Total.....	1 548,4	980,5	92,5	1 488,1

Les indexations « jour le jour » et Pibor constituent l'essentiel des références utilisées pour les différents types d'opérations analysées ici. Néanmoins la place des secondes tend à progresser par rapport aux premières si l'on en juge d'après les comparaisons qui peuvent être effectuées avec l'enquête de 1993.

Les ventes de *caps* et de *floors*, déjà recensées dans l'enquête précédente, ont fortement progressé.

On observe par ailleurs un raccourcissement de la durée des opérations par rapport à l'an passé : les ventes de *caps* et de *floors* d'une durée inférieure à deux ans représentent environ les deux tiers des volumes déclarés contre la moitié l'an dernier. Concernant les *caps*, on observe que les ventes dépassent nettement les achats. Ce déséquilibre pourrait s'expliquer par le retourment des anticipations sur l'évolution des taux en 1994, les attentes d'une remontée devenant alors prédominantes.

Au total, l'année 1994 marque l'établissement d'une nouvelle hiérarchie entre les différents types d'opérations interbancaires. Le déclin marqué de la pension non livrée s'accompagne de l'augmentation des opérations en blanc et de l'accélération du développement de la pension livrée qui témoigne de la préoccupation des intervenants de marché de mieux sécuriser leurs opérations. Dans un contexte de forte volatilité, les opérations sur produits dérivés ont globalement poursuivi leur progression. Plus généralement, cette enquête confirme la grande diversité des produits traités par les OPM et illustre le dynamisme de la place de Paris.

LES COMPTES FINANCIERS DU LOGEMENT EN 1994

Confirmant le mouvement de reprise amorcé au cours du second semestre 1993, la distribution des crédits au logement s'est sensiblement accrue en 1994. L'augmentation des flux de versements sur crédits investisseurs a été plus marquée dans le secteur aidé, les financements du secteur libre affichant, néanmoins, une nette progression. Les encours de crédits promoteurs se sont, de nouveau, inscrits en repli.

CHRISTINE GOURVENEC
*Direction de la Conjoncture
Pôle logement – BTP*

La reprise enregistrée sur les marchés immobiliers résidentiels s'est accompagnée d'une progression sensible des concours consentis par les établissements de crédit. En termes de flux, les crédits nouveaux versés aux ménages et aux sociétés de location ont ainsi atteint 301,4 milliards de francs en 1994, contre 261,9 milliards l'année précédente (+ 15,1 %).

Dans le même temps, les encours de crédits investisseurs sont passés de 2 077,2 milliards de francs à 2 126,5 milliards (soit + 2,4 %, contre + 1,8 % en 1993), tandis que ceux de crédits promoteurs ont continué de se réduire revenant de 126,4 milliards de francs au 31 décembre 1993 à 93,1 milliards au 31 décembre 1994¹.

La reprise de la distribution de crédits nouveaux reflète la meilleure orientation de la conjoncture du logement observée en 1994. Les différentes mesures de relance de l'immobilier adoptées dans le cadre du plan logement de 1993 et de la loi de finances 1994, la prolongation de certaines d'entre elles, de nature fiscale essentiellement, jusqu'à la fin de l'exercice 1994, la diminution des taux des prêts acquéreurs dans le contexte de la diminution générale des taux jusqu'au troisième trimestre 1994 et d'une concurrence intense entre établissements de crédit, ainsi que l'ajustement à la baisse des prix des logements ont encouragé une reprise de l'immobilier d'habitation en 1994. Au total, le nombre de logements mis en chantier s'est élevé à 302 200, contre 256 800 en 1993, soit une progression de 17,7 %, tandis que les achats de logements anciens augmentaient de 9 % sur la même période.

¹ Encours recensés dans les statistiques monétaires (données provisoires)

La baisse des taux des prêts immobiliers, qui s'est accélérée à partir du second semestre 1993 et s'est prolongée jusqu'au troisième trimestre 1994, a incité les ménages à demander la révision des taux auxquels ils avaient initialement contracté leurs prêts. Lorsque ces opérations de renégociations¹ ont donné lieu au remboursement anticipé du crédit initialement accordé et à l'octroi d'un nouveau crédit de montant équivalent par un autre établissement, celui-ci est généralement venu s'ajouter aux prêts du secteur libre². D'un point de vue macro-économique, ces crédits ne peuvent être assimilés à une véritable distribution de nouveaux concours. C'est pourquoi, ils n'ont pas été comptabilisés dans les comptes financiers du logement.

1. Répartition des concours nouveaux selon les bénéficiaires

Bénéficiaires	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Ménages	247 990	267 891	265 133	239 515	216 233	215 479	252 595
Sociétés de location.....	41 388	39 794	33 813	36 831	42 094	46 436	48 773
Total des crédits investisseurs.....	289 378	307 685	298 946	276 346	258 327	261 915	301 368
Crédits promoteurs (variations d'encours) (a).....	14 614	31 067	61 605	40 291	-32 031	-16 350	-33 276

(a) Encours de crédits promoteurs recensés dans les statistiques monétaires

1.1. Les versements de crédits nouveaux consentis aux *ménages* se sont nettement accrus (+ 17,2 %) au cours de l'exercice mais sont demeurés inférieurs au niveau atteint, en francs courants, au cours de l'année 1989 (- 5,7 %). Ces concours ont représenté 83,8 % des crédits nouveaux, contre 82,3 % un an auparavant.

L'accroissement des concours versés a été plus sensible dans le secteur aidé (+ 27,1 %) avec, en particulier, une progression de 124,1 % des prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP). Les prêts non aidés ont aussi connu, à l'exception des prêts d'épargne-logement, une croissance soutenue (+ 11,8 %).

En 1994, l'État a maintenu une politique de soutien à l'accession à la propriété en programmant, notamment, 55 000 PAP qui, ajoutés aux versements des dotations du plan de relance de 1993, se sont traduits par une très importante augmentation (19,4 milliards de francs, contre 8,7 milliards un an auparavant) des concours distribués à ce titre. Il est vrai que les dotations budgétaires ont vu leur impact renforcé par le maintien d'un taux d'intérêt attractif, tandis que d'autres mesures telles que le relèvement des plafonds de ressources intervenu en 1993 et la convention signée le 1^{er} septembre 1993 entre l'État et les partenaires sociaux gestionnaires du 1 %³ ont contribué à élargir la demande potentielle.

Après plusieurs années de repli, la distribution de prêts conventionnés s'est inscrite en progression (+ 23,9 %), en raison de la montée en régime des prêts à l'accession sociale (PAS), catégorie spécifique de prêts conventionnés destinés aux ménages à revenus moyens, instaurée en mars 1993 (9,2 milliards de francs de crédits mis en force, après 2,2 milliards en 1993) et particulièrement adaptée à l'acquisition

¹ Il s'agit des renégociations externes qui correspondent, d'une part à une destruction de créance ancienne dans l'établissement de crédit ayant initialement accordé le prêt et, d'autre part à la comptabilisation de versements nouveaux pour un montant équivalent dans un autre établissement de crédit. Les renégociations internes qui se traduisent par des rééchelonnements ou des réaménagements de prêts, notamment des baisses de taux, sans ouverture de lignes de crédits nouvelles, ne figurent pas, en principe, dans les statistiques de versements de crédits nouveaux.

² Cf. Rapport du Conseil national du crédit 1994 – Les crédits au logement consentis aux ménages en 1994

³ Cette convention ouvre la possibilité d'octroyer, aux accédants remplissant les conditions d'obtention des prêts PAP ou des prêts à l'accession sociale (PAS), des prêts complémentaires plus importants et une prime non remboursable destinée à étoffer leur apport personnel.

de logements anciens. Aussi, la part des prêts conventionnés dans le total des crédits investisseurs s'est-elle légèrement renforcée (11,3 %, contre 10,5 %). Toutefois, ces concours demeurent fortement concurrencés par les autres formules du secteur libre qui offrent des taux relativement proches tout en n'étant pas soumises à des contraintes administratives de mise en place.

Les prêts d'épargne-logement ont accusé un repli de 11 %, imputable à la baisse de la collecte sur les plans d'épargne-logement à la fin des années quatre-vingt, qui a entraîné une diminution des droits à prêts à la disposition des ménages. Cette évolution s'est également traduite par une contraction de la part relative de ce type de concours (18,6 % des crédits investisseurs, contre 24,1 % en 1993). La plupart des versements (46,4 %) ont été affectés à des opérations d'acquisition de logements anciens, assorties ou non de travaux, les autres prêts étant partagés entre les secteurs de l'amélioration-gros entretien (26,5 %) et de la construction neuve (27,1 %).

Les concours du secteur libre ont bénéficié de conditions tarifaires plus favorables et d'efforts commerciaux accrus de la part de nombreux établissements de crédit. Les versements ont enregistré une progression marquée, tant pour les prêts éligibles au marché hypothécaire (+ 26,3 %) que pour les autres prêts non éligibles au marché hypothécaire (+ 19,7 %). Au total, ils ont totalisé 45,2 % des concours nouveaux, contre 42,7 % un an plus tôt, évolution qui s'explique à la fois par le tassement de l'épargne-logement et par l'accroissement des investissements immobiliers locatifs, les emprunteurs ne pouvant que très partiellement faire appel aux autres formes de prêts. Le secteur libre a également bénéficié de l'orientation à la baisse des taux d'intérêt, durant le premier semestre, et de la concurrence entre les établissements de crédit qui, pour faciliter le placement de leurs propres produits, ont largement diversifié leur offre. À côté des concours classiques à amortissement constant, une majorité d'établissements commercialise désormais un ou plusieurs produits modulables adaptés aux éventuelles variations de revenu des emprunteurs.

1.2. La progression de la distribution des concours financiers accordés aux *sociétés de location* (organismes d'HLM, sociétés d'économie mixte...) observée depuis 1991 s'est poursuivie (+ 5 %).

En 1994, 90 000 prêts locatifs aidés (PLA), dont 10 000 PLA d'insertion, ont été inscrits au budget de l'État, contre 101 000 en 1993. Au total, 27,3 milliards de francs ont été distribués par les établissements habilités, la Caisse des dépôts et consignations et le Crédit foncier de France étant intervenus respectivement à hauteur de 91 % et 9 %. Les PLA ont représenté la majeure partie (39 %) des concours au logement social (70 milliards de francs).

La part des prêts locatifs aidés d'insertion, transformés en prêts locatifs aidés très sociaux depuis juin 1994, est demeurée relativement stable d'une année à l'autre. Les crédits distribués sont passés de 1 048 millions de francs à 1 083 millions, soit 4 % des versements de PLA. À compter de juin 1994, l'objet du PLA d'insertion, jusqu'alors limité aux opérations d'acquisition dans l'ancien, a été élargi à la construction ou à l'acquisition de logements neufs ou aux opérations de transformation de locaux en logements.

Les versements afférents aux prêts locatifs intermédiaires (PLI) consentis par la Caisse des dépôts et consignations et par les institutions financières spécialisées ont légèrement progressé (+ 4,5 %), passant de 2 851 millions de francs à 2 979 millions. Néanmoins, ils représentent toujours une part relativement peu importante (6,1 %) des financements octroyés aux sociétés de location.

1.3. Le repli des encours de *crédits promoteurs* (comptabilisés nets des provisions), amorcé depuis l'exercice 1992, s'est poursuivi en 1994.

Cependant, cette diminution (- 26,3 % sur un an) ne peut pas faire l'objet de rapprochements directs avec l'évolution des stocks de logements détenus par les promoteurs et doit être interprétée avec prudence, compte tenu, notamment, de l'incidence des classements en créances douteuses et des opérations effectuées dans le cadre de la gestion de ces engagements, en particulier les transferts de

créances compromises vers les structures de défaisance ou de cantonnement, que les statistiques ne permettent pas d'appréhender.

La baisse des encours est également la conséquence directe de la progression des ventes qui implique une réduction des crédits destinés à financer le stock de logements disponibles des promoteurs, du nombre réduit de nouveaux programmes, mais aussi des taux de pré-commercialisation élevés qui contribuent à réduire le recours aux crédits bancaires.

Les contraintes inhérentes à la maîtrise des risques ont conduit les prêteurs à distribuer leurs nouveaux concours de façon très sélective. Outre les garanties classiques — hypothèques et cautions — habituellement requises, les projets ont été soumis à de nombreuses contraintes de montage. En général, les crédits nouveaux ont été accordés sous condition que les taux de pré-commercialisation soient supérieurs à 30 %, voire 50 % pour les programmes jugés les plus risqués, et que l'apport en fonds propres atteigne au moins 20 %. Par ailleurs, la solidité et l'expérience des opérateurs ont été attentivement examinées. Bien souvent, la mise en place de nouveaux concours s'est effectuée par l'intermédiaire de consortiums bancaires, autorisant ainsi une meilleure dilution des risques. Dans ce contexte, certains promoteurs, propriétaires de terrains, n'ont pas eu accès aux crédits nécessaires au lancement de leurs programmes.

2. Répartition des crédits investisseurs selon leur objet

Objet des prêts	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Neuf.....	135 680	138 729	120 768	106 535	97 752	94 893	121 421
Ancien	101 754	121 598	128 816	122 155	113 447	119 709	134 641
Amélioration-gros entretien.....	51 944	47 358	49 362	47 656	47 128	47 313	45 306
Total	289 378	307 685	298 946	276 346	258 327	261 915	301 368

2.1. Parallèlement à la progression des mises en chantier et à l'orientation plus favorable de la commercialisation de logements neufs, les concours à la *construction neuve* se sont sensiblement développés (+ 27,9 %), atteignant 121,4 milliards de francs, contre 94,9 milliards en 1993.

Ces financements renforcent ainsi leur importance dans les crédits investisseurs dont ils représentent 40,3 %, contre 36,2 % un an auparavant.

Cette hausse est essentiellement imputable à la progression des PAP (+ 127 %) et des autres prêts du secteur libre¹ (+ 33,5 %) qui ont vu leur part relative dans la construction neuve passer, respectivement, de 8,3 % à 14,8 % et de 27,6 % à 28,8 %.

2.2. De même, l'augmentation des *transactions sur logements anciens* a mobilisé plus de crédits que durant l'exercice précédent (+ 12,5 %). Avec 44,7 % des crédits versés (134,6 milliards de francs), ce secteur conserve toujours une part prépondérante dans les crédits investisseurs.

Comme les années précédentes, les ménages ont eu le plus souvent recours aux crédits du secteur libre (65,3 %) et, dans de moindres proportions, aux prêts d'épargne-logement (19,4 %) pour l'acquisition de logements anciens. Le financement à l'aide de prêts conventionnés a continué de se développer (9,8 %, contre 4,0 % en 1991) depuis l'extension, décidée fin 1991, de leur champ d'application à l'habitat ancien sans obligation de travaux. De plus, la montée en puissance des PAS

¹ Hors prêts conventionnés et prêts d'épargne-logement

(9,2 milliards de francs, après 2,2 milliards en 1993), essentiellement orientés vers le financement de l'ancien (87 %), a contribué à renforcer la part relative des prêts conventionnés dans ce compartiment.

2.3. Les crédits octroyés pour le financement des *travaux d'amélioration-gros entretien* (45,3 milliards de francs), qui représentent 15 % du total des crédits investisseurs, ont régressé de 4,2 %. Les prêts consentis par la Caisse des dépôts et consignations — composés essentiellement des prêts complémentaires à la subvention Palulos pour la réhabilitation du patrimoine social détenu par les organismes publics et parapublics — ont diminué de 6,2 %. De même, les prêts distribués au titre de l'épargne-logement ont été nettement moins importants en 1994 (- 15,7 %).

Cependant, la part des concours, destinés à financer des travaux d'amélioration-gros entretien, distribués aux ménages, est demeurée relativement stable (79,4 %). Comme les années précédentes, il semble qu'une fraction importante des travaux d'amélioration de l'habitat ait été financée sur fonds propres ou par recours à des crédits non affectés venant compléter les concours fournis par les aides et subventions allouées aux différents opérateurs.

3. Répartition des crédits investisseurs selon l'origine de la distribution

Origine de la distribution	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Prêts des banques et des sociétés financières.....	184 395	207 355	209 520	181 139	164 836	163 315	182 879
au secteur aidé.....	1 544	1 258	752	623	808	617	600
au secteur libre	182 851	206 097	208 768	180 516	164 028	162 698	182 279
Prêts du CFF (a) et du CDE (b).....	31 526	24 984	15 574	18 315	20 845	19 663	30 834
au secteur aidé.....	22 565	17 682	11 388	13 111	13 109	11 990	22 214
au secteur libre	8 961	7 302	4 186	5 204	7 736	7 673	8 620
Prêts de la CDC (c) et des caisses d'épargne.....	57 373	58 188	59 587	61 438	56 170	62 904	69 349
au secteur aidé.....	29 180	27 123	24 626	25 479	27 420	32 209	34 282
au secteur libre	28 193	31 065	34 961	35 959	28 750	30 695	35 067
Prêts des organismes divers.....	16 084	17 158	14 265	15 454	16 476	16 033	18 306
TOTAL	289 378	307 685	298 946	276 346	258 327	261 915	301 368
(a) Crédit foncier de France							
(b) Comptoir des entrepreneurs							
(c) Caisse des dépôts et consignations							

3.1. Le montant des concours distribués par les *banques et les institutions financières* a progressé de 12 %.

Leur part relative a régressé par rapport à l'année précédente (60,7 %, après 62,3 %). Appréciée par rapport aux crédits non aidés consentis par les établissements de crédit, leur contribution reste stable (80,7 %, contre 80,9 % un an auparavant).

L'évolution, enregistrée en 1994, recouvre une hausse sensible des crédits du secteur libre hors prêts conventionnés et épargne-logement dont la part relative (47,1 %), déjà prépondérante, s'est renforcée au détriment de celle des prêts d'épargne-logement.

En 1994, les établissements de crédit ont conduit une politique visant à développer les concours aux particuliers, notamment en matière de prêts immobiliers. La concurrence a d'abord porté sur les taux d'intérêt tout en s'accompagnant d'un processus d'enrichissement de l'offre. Alors que le relèvement du coût des ressources était déjà amorcé, les établissements de crédit ont continué de réduire le taux des

crédits nouveaux à l'habitat. Aussi, au cours du troisième trimestre 1994, l'écart entre le taux effectif global des crédits immobiliers à taux fixe aux particuliers¹ et le taux de l'OAT à 10 ans ne représentait-il plus que 83 points de base, contre 385 points de base en janvier 1994. Disposant d'une marge de manœuvre très étroite sur les taux, les banquiers se sont attachés à sensibiliser leur clientèle sur les avantages des produits modulables et la qualité du service, comme la rapidité de décision et de mise à disposition des fonds. Les établissements de crédit sont néanmoins restés vigilants et ont maintenu une attitude sélective dans l'examen des dossiers de financement des ménages.

La baisse des taux des prêts immobiliers qui s'est accélérée à partir du second semestre 1993 et s'est prolongée jusqu'au troisième trimestre 1994, a incité un certain nombre de ménages à négocier la révision des taux auxquels ils avaient initialement contracté leurs prêts.

3.2. L'ensemble des institutions financières spécialisées constitué par le Crédit foncier de France et le Comptoir des entrepreneurs a connu une très nette augmentation de ses versements (+ 56,8 %) qui s'est traduit par un gain de part de marché (10,2 %, contre 7,5 % en 1993). Cette progression est imputable à la très forte augmentation de la distribution de prêts aidés à l'accession à la propriété (PAP) du Crédit foncier de France faisant suite, avec quelques mois de décalage, aux mesures prises dans le cadre du plan de relance de 1993. L'accroissement de la part des prêts aidés dans la distribution des nouveaux concours (72 %, contre 61 % en 1993) reflète également cette évolution.

Dans le même temps, le Comptoir des entrepreneurs a développé ses prêts au secteur libre.

3.3. La contribution de la Caisse des dépôts et consignations et des caisses d'épargne aux financements nouveaux s'est légèrement contractée (23 %, contre 24 % un an auparavant). La part des concours aidés a également suivi la même évolution (49,4 %, après 51,2 % en 1993).

La Caisse des dépôts et consignations a augmenté sa distribution de prêts locatifs aidés (PLA) tandis que celle de prêts complémentaires à la subvention Palulos régressait.

Les caisses d'épargne ont compensé la désaffection envers les prêts d'épargne-logement par une très nette progression de leur concours au secteur libre.

3.4. Les prêts des organismes non bancaires (administrations publiques et collecteurs de la contribution des employeurs à l'effort de construction)² se sont sensiblement accrus (+ 14,2 %), mais leur part relative n'a pas varié (6,1 %). Ils sont constitués en majeure partie (82,4 %) des prêts versés au titre du « 1 % logement ».

Les engagements des organismes collecteurs en faveur du secteur locatif se sont inscrits en léger retrait (- 3,8 %), par rapport à 1993, tandis que les prêts distribués aux ménages se sont nettement accrus (+ 40,0 %), contribuant à renforcer la part relative de cette dernière catégorie (65,7 % des versements, contre 56,6 % en 1993). Cette évolution peut s'expliquer, dans une large mesure, par les effets de la convention du 1^{er} septembre 1993 conclue entre l'État et les partenaires sociaux gestionnaires du 1 %.

Les ressources à long terme des organismes collecteurs, résultant de la collecte effectuée auprès des entreprises et des remboursements de prêts à long terme accordés antérieurement, se sont inscrites en progression³.

¹ Cf. enquête trimestrielle sur le coût du crédit de la Banque de France

² Les prêts consentis par les entreprises d'assurance ne sont plus pris en compte depuis 1992, le système d'information statistique de ces organismes ne permettant plus d'individualiser les prêts en cause.

³ Estimation réalisée à partir des résultats provisoires des Comités interprofessionnels du logement (CIL) – Source : Agence nationale pour la participation des employeurs à l'effort de construction (ANPEEC)

Le début de l'année 1995 a été fortement marqué par l'attentisme qui a prévalu durant la période pré-électorale, tant auprès des accédants à la propriété que des investisseurs, ainsi que par la fin des effets du plan de relance de l'immobilier de 1993. Au total, la commercialisation des logements neufs a accusé un repli durant le premier trimestre 1995, tandis que les mises en chantier stagnaient au premier semestre.

Ces évolutions sont confirmées par les statistiques trimestrielles de la Banque de France relatives aux concours non aidés consentis aux ménages qui ont enregistré une baisse des crédits mis en force depuis le dernier trimestre 1994.

Toutefois, les dispositions en faveur du logement inscrites dans le collectif budgétaire et les mesures sociales attendues à l'automne en matière d'accession à la propriété, l'orientation à la baisse du prix des logements anciens ainsi que la détente des taux d'intérêt qui devrait se répercuter sur le taux des crédits immobiliers, sont de nature à améliorer les perspectives de l'immobilier résidentiel.

FINANCEMENT DU LOGEMENT
Prêts nouveaux en distribution – année 1993
(version définitive)

(en millions de francs)

Secteurs de financement		SECTEURS AIDÉS (a)				SECTEUR LIBRE				TOTAL		TOTAL GÉNÉRAL		
		LOCATION		ACCESSION		PC	PPEL	Autres prêts						
		PLA	Autres prêts (b)	PAP	Autres prêts (c)			Sociétés	Ménages	Sociétés	Ménages			
Prêteurs	Emprunteurs	Sociétés (d)	Sociétés	Ménages (e)	Ménages	Ménages	Ménages	Sociétés	Ménages	Sociétés	Ménages	Montant	Pourcentage	
I. CRÉDITS INVESTISSEURS														
ACQUISITION														
DE LOGEMENTS NEUFS														
S412) Banques (f)														
S4141) et sociétés financières.				23	541	12 572	10 930	4 086	15 062	4 086	39 128	43 214	45,5	
S4142 CFF et Comptoir des entrepreneurs.....		1 834	1 210	7 879	76	863	16		2 457	3 044	11 291	14 335	15,1	
S413 CDC et caisses d'épargne....		19 758	1 641		3	2 479	3 118		2 102	21 399	7 702	29 101	30,7	
S60 Administrations publiques.....			1 027		584				540	1 027	1 124	2 151	2,3	
S4143) Emplois			2 776		1 352			278	1 686	3 054	3 038	6 092	6,4	
S12) du 1% logement (g)....														
TOTAL.....		21 592	6 654	7 902	2 556	15 914	14 064	4 364	21 847	32 610	62 283	94 893	100,0	
En pourcentage.....		22,8	7,0	8,3	2,7	16,8	14,8	4,6	23,0	34,4	65,6	100,0	36,2	
ACQUISITION														
DE LOGEMENTS ANCIENS														
S412) Banques					1	31	7 407	23 351		58 918		89 708	89 708	74,9
S4141) et sociétés financières.					455	21	351	36		3 242	152	4 105	4 257	3,6
S4142 CFF et Comptoir des entrepreneurs.....		152				1	2 183	7 990		9 251	2 877	19 425	22 302	18,6
S413 CDC et caisses d'épargne....		2 611	266							521	5	521	526	0,4
S60 Administrations publiques.....			5											
S4143) Emplois			858		908			17	1 133	875	2 041	2 916	2,4	
S12) du 1% logement.....														
TOTAL.....		2 763	1 129	456	961	9 941	31 377	17	73 065	3 909	115 800	119 709	100,0	
En pourcentage.....		2,3	0,9	0,4	0,8	8,3	26,2	0,0	61,0	3,3	96,7	100,0	45,7	
AMÉLIORATION-GROS ENTRETIEN														
S412) Banques														
S4141) et sociétés financières.						21	977	15 402		13 993		30 393	30 393	64,2
S4142 CFF et Comptoir des entrepreneurs.....						3	35	9		664	66	1 005	1 071	2,3
S413 CDC et caisses d'épargne....		66		294			514	2 242		816	7 929	3 572	11 501	24,3
S60 Administrations publiques.....			474							478	474	478	952	2,0
S4143) Emplois														
S12) du 1% logement.....			1 432		867			16	1 081	1 448	1 948	3 396	7,2	
TOTAL.....		457	9 444	294	891	1 526	17 653	16	17 032	9 917	37 396	47 313	100,0	
En pourcentage.....		1,0	20,0	0,6	1,9	3,2	37,3	0,0	36,0	21,0	79,0	100,0	18,1	
TOTAL GÉNÉRAL		24 812	17 227	8 652	4 408	27 381	63 094	4 397	111 944	46 436	215 479	261 915	100,0	
En pourcentage		9,5	6,6	3,3	1,7	10,5	24,1	1,7	42,7	17,7	82,3	100,0		

- (a) Prêts bénéficiant d'une aide à la pierre
- (b) Prêts complémentaires aux PLA et aux Palulos et prêts locatifs intermédiaires (PLI)
- (c) Prêts complémentaires aux PAP
- (d) Dans les colonnes «Sociétés» sont repris : les prêts locatifs aux organismes d'HLM, sociétés d'économie mixte, sociétés immobilières d'investissement et sociétés privées de location
- (e) Dans les colonnes «Ménages» sont retracés les prêts qui sont accordés pour l'acquisition d'un logement que ce soit pour l'habiter ou pour le louer.
- (f) Banques AFB, crédit populaire, crédit agricole, crédit mutuel
- (g) Versements directs des entreprises (S12) et concours des organismes collecteurs (CIL S4143)

FINANCEMENT DU LOGEMENT
Prêts nouveaux en distribution – année 1994
(version semi-définitive)

(en millions de francs)

Secteurs de financement		SECTEURS AIDÉS (a)				SECTEUR LIBRE				TOTAL		TOTAL GÉNÉRAL		
		LOCATION		ACCESSION		PC	PPEL	Autres prêts						
		PLA	Autres prêts (b)	PAP	Autres prêts (c)									
Prêteurs	Emprunteurs	Sociétés (d)	Sociétés	Ménages (e)	Ménages	Ménages	Ménages	Sociétés	Ménages	Sociétés	Ménages	Montant	Pourcentage	
I. CRÉDITS INVESTISSEURS														
ACQUISITION														
DE LOGEMENTS NEUFS														
S411) Banques (f)				470		16 436	11 757	4 572	20 920	4 572	49 583	54 155	44,6	
S4111) et sociétés financières.														
S4112 CFF et Comptoir des entrepreneurs.....		2 099	995	17 471	111	712	17		2 494	3 094	20 805	23 899	19,7	
S413 CDC et caisses d'épargne....		21 697	1 984			1 889	3 448		4 405	23 681	9 742	33 423	27,5	
S60 Administrations publiques.....			1 076		734				355	1 076	1 089	2 165	1,8	
S4143) Emplois														
S12) du 1% logement (g)....			2 623		2 907			311	1 938	2 934	4 845	7 779	6,4	
TOTAL		23 796	6 678	17 941	3 752	19 037	15 222	4 883	30 112	35 357	86 064	121 421	100,0	
En pourcentage.....		19,6	5,5	14,8	3,1	15,7	12,5	4,0	24,8	29,1	70,9	100,0	40,3	
ACQUISITION														
DE LOGEMENTS ANCIENS														
S412) Banques														
S4141) et sociétés financières.				113		11 138	20 129		69 478		100 858	100 858	74,9	
S4142 CFF et Comptoir des entrepreneurs.....		152		1 194	23	273	39		4 393	152	5 922	6 074	4,5	
S413 CDC et caisses d'épargne...		2 868	234			1 834	5 905		12 507	3 102	20 246	23 348	17,3	
S60 Administrations publiques.....									282		282	282	0,2	
S4143) Emplois														
S12) du 1% logement.....			816		1 944			23	1 296	839	3 240	4 079	3,0	
TOTAL.....		3 020	1 050	1 307	1 967	13 245	26 073	23	87 956	4 093	130 548	134 641	100,0	
En pourcentage.....		2,2	0,8	1,0	1,5	9,8	19,4	0,0	65,3	3,0	97,0	100,0	44,7	
AMÉLIORATION-GROS ENTRETIEN														
S412) Banques														
S4141) et sociétés financières.					17		1 399	11 497		14 953		27 866	27 866	61,5
S4142 CFF et Comptoir des entrepreneurs.....		45		121	3	29	10		653	45	816	861	1,9	
S413 CDC et caisses d'épargne....		429	7 070			227	3 371		1 481	7 499	5 079	12 578	27,8	
S60 Administrations publiques.....			377						405	377	405	782	1,7	
S4143) Emplois														
S12) du 1% logement.....			1 388		1 090			14	727	1 402	1 817	3 219	7,1	
TOTAL.....		474	8 835	138	1 093	1 655	14 878	14	18 219	9 323	35 983	45 306	100,0	
En pourcentage.....		1,0	19,5	0,3	2,4	3,7	32,8	0,0	40,2	20,6	79,4	100,0	15,0	
TOTAL GÉNÉRAL.....		27 290	16 563	19 386	6 812	33 937	56 173	4 920	136 287	48 773	252 595	301 368	100,0	
En pourcentage.....		9,1	5,5	6,4	2,3	11,3	18,6	1,6	45,2	16,2	83,8	100,0		

(a) Prêts bénéficiant d'une aide à la pierre

(b) Prêts complémentaires aux PLA et aux Palulos et prêts locatifs intermédiaires (PLI)

(c) Prêts complémentaires aux PAP

(d) Dans les colonnes « Sociétés » sont repris : les prêts locatifs aux organismes d'HLM, sociétés d'économie mixte, sociétés immobilières d'investissement et sociétés privées de location

(e) Dans les colonnes « Ménages » sont retracés les prêts qui sont accordés pour l'acquisition d'un logement que ce soit pour l'habiter ou pour le louer.

(f) Banques AFB, crédit populaire, crédit agricole, crédit mutuel

(g) Versements directs des entreprises (S12) et concours des organismes collecteurs (CIL S4143)

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

LES TRANSACTIONS SUR VALEURS MOBILIÈRES AU SECOND SEMESTRE 1994

Depuis 1993, la Banque de France complète les enquêtes qu'elle effectue sur les encours des portefeuilles de valeurs mobilières par une enquête portant sur les flux correspondant à ces placements. Cette dernière apporte trois éléments d'information 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 porte sur les transactions du second semestre 1994¹. Elle repose sur des informations fournies par une douzaine

¹ Elle fait suite à deux précédentes enquêtes publiées dans les Bulletins de la Banque de France n°s 12 et 16 et portant respectivement sur l'année 1993 et le premier semestre de l'année 1994.

de banques, cet échantillon relativement restreint étant 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 second semestre 1994, dans un contexte où la détérioration des cours des actions et des obligations s'est poursuivie mais de manière plus atténuée, l'ensemble des secteurs s'est désengagé ou a réduit son investissement net par rapport au semestre précédent. Ce recul a été plus marqué pour les titres d'OPCVM monétaires, en dépit des performances honorables offertes par ces valeurs.

Par ailleurs, plus de 80 % des transactions réalisées par l'ensemble des détenteurs du champ de l'enquête ont porté sur des titres d'OPCVM français, contre 10 % sur des obligations françaises et 3,5 % sur des actions françaises cotées.

Les investisseurs institutionnels ont participé activement aux opérations dénouées sur les différents marchés en réalisant 70 % des transactions sur les obligations et plus du tiers de celles effectuées sur les actions et les titres d'OPCVM monétaires. Les ménages sont à l'origine de 40 % des mouvements sur les actions et de plus de 50 % sur les autres titres d'OPCVM. Les sociétés ont concentré essentiellement leurs interventions sur les titres d'OPCVM monétaires avec plus de 50 % des transactions.

Les durées moyennes de détention observées sur un an, toutes valeurs confondues, sont restées stables d'un semestre à l'autre pour les ménages et les sociétés, alors qu'elles se sont notablement accrues pour les non-résidents et les « divers ».

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.

HERVÉ GRANDJEAN
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 2 696,1 milliards de francs à fin juin 1994 et 2 655,6 milliards de francs à fin décembre 1994, soit 30,4 % de la capitalisation boursière aux mêmes dates. La diminution de l'encours observée au second semestre 1994 (- 40,5 milliards de francs) recouvre une appréciation des portefeuilles à hauteur de 12,3 milliards de francs (+ 0,5 % de l'encours moyen de la période) et un désinvestissement net de 52,8 milliards (soit - 2,0 % de l'encours moyen). Les transactions brutes se sont élevées, au cours de cette même période, à 2 508,3 milliards de francs (cf. 1.3.), contre 3 125 milliards au premier semestre, soit une baisse de l'ordre de 20 %.

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
	Encours			Variation d'encours au second semestre 1994				Variation d'encours au premier semestre 1994	
	Juin 1994	Décembre 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
	VALEURS	2 696 119	2 655 633	- 1,5	- 52 804	- 2,0	12 318	0,5	2,7
Actions.....	728 357	740 354	1,6	- 1 058	- 0,1	13 055	1,8	4,3	- 10,4
Obligations.....	983 276	987 126	0,4	21 889	2,2	- 18 039	- 1,8	4,3	- 12,3
Titres d'OPCVM monétaires.....	463 418	425 992	- 8,4	- 43 816	- 9,9	6 390	1,4	- 4,9	6,3
Autres titres d'OPCVM	521 068	502 161	- 3,7	- 29 819	- 5,8	10 912	2,1	3,3	- 3,3
SECTEURS DÉTENTEURS	2 696 119	2 655 633	- 1,5	- 52 804	- 2,0	12 318	0,5	2,7	- 7,2
Ménages	878 147	830 492	- 5,6	- 44 408	- 5,2	- 3 247	- 0,4	- 1,7	- 4,4
Sociétés.....	452 430	441 344	- 2,5	- 12 601	- 2,8	1 515	0,3	4,4	- 0,6
Non-résidents.....	469 426	480 411	2,3	- 288	- 0,1	11 273	2,4	2,0	- 13,6
Divers	896 116	903 386	0,8	4 493	0,5	2 777	0,3	5,8	- 8,7
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES....	2 696 119	2 655 633	- 1,5	- 52 804	- 2,0	12 318	0,5	2,7	- 7,2
Banques d'affaires	922 644	927 316	0,5	- 4 372	- 0,5	9 044	1,0	1,2	- 10,2
Banques de dépôts	1 773 475	1 728 317	- 2,6	- 48 432	- 2,8	3 274	0,2	3,5	- 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 juillet 1995								

1.2. Les secteurs

1.2.1. Les ménages

Contrairement aux autres secteurs, les *ménages* ont enregistré une moins-value (- 0,4 % de l'encours moyen de la période) sur l'ensemble des valeurs mobilières recensées dans leur portefeuille au second semestre 1994. Par ailleurs, le désinvestissement net des ménages constaté au premier semestre 1994 (- 1,7 %) s'est poursuivi au second semestre pour atteindre 5,2 % de l'encours moyen.

1.2.2. Les sociétés

Le portefeuille global des *sociétés* a baissé de 2,5 % au second semestre 1994, après avoir été le seul à progresser au premier semestre parmi les portefeuilles recensés (+ 3,9 %). Cette baisse est due essentiellement à des désinvestissements (- 2,8 %).

1.2.3. Les non-résidents

Les portefeuilles de valeurs mobilières détenues par les *non-résidents*, qui avaient accusé un net fléchissement (- 11,6 %) au premier semestre de l'année 1994, ont marqué la plus forte augmentation au second semestre (+ 2,3 %). Cette hausse est entièrement due à la valorisation (+ 2,4 %).

1.2.4. Les « divers »¹

La progression des encours de valeurs mobilières des portefeuilles du secteur « *divers* » au cours de la période considérée (+ 0,8 %) résulte pour 0,5 % des acquisitions nettes réalisées et pour 0,3 % de la variation des cours boursiers.

¹ Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite et OPCVM. Ces deux derniers secteurs représentent les secteurs dominants du groupe « *divers* ».

1.3. Les transactions**ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES
TRANSACTIONS (a)**

(en millions de francs)

	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions au second semestre 1994		Transactions au premier semestre 1994
	(en montant)			(en montant)	(en pourcen- tage) (b)	(en pourcen- tage) (b)
	1 227 761	1 264 930	15 635	2 508 326	93,7	119,0
VALEURS	50 805	51 863		102 668	14,0	29,5
Actions.....	158 340	120 816	15 635	294 791	29,9	62,8
Obligations.....	938 460	982 276		1 920 736	431,9	465,8
Titres d'OPCVM monétaires.....	80 156	109 975		190 131	37,2	76,6
Autres titres d'OPCVM						
SECTEURS DÉTENTEURS	1 227 761	1 264 930	15 635	2 508 326	93,7	119,0
Ménages	160 212	200 287	4 333	364 832	42,7	43,3
Sociétés.....	532 998	541 523	4 076	1 078 597	241,4	314,1
Non-résidents.....	31 460	31 576	172	63 208	13,3	54,7
Divers.....	503 091	491 544	7 054	1 001 689	111,3	138,4
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES.....	1 227 761	1 264 930	15 635	2 508 326	93,7	119,0
Banques d'affaires.....	156 245	159 874	743	316 862	34,3	60,7
Banques de dépôts.....	1 071 516	1 105 056	14 892	2 191 464	125,2	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 juillet 1995

Du tableau précédent, il ressort notamment que :

- les ventes ont été supérieures aux entrées pour toutes les catégories de valeurs à l'exception des obligations. De ce fait, le secteur « divers », premier détenteur de ces titres avec plus de 55 % du total de l'encours obligataire, apparaît comme le seul secteur détenteur acheteur net ;
- les plus gros volumes d'opérations ont concerné par ordre décroissant : les sociétés, les « divers », les ménages et les non-résidents ;
- le taux de rotation du portefeuille des banques d'affaires est nettement moins élevé que celui observé pour les banques de dépôts.

On note également que les titres d'OPCVM monétaires ont un taux de rotation quatre fois et demie supérieur à celui de l'ensemble des valeurs. Le portefeuille des sociétés comparé aux autres secteurs se renouvelle plus rapidement.

1.4. Durée moyenne de détention apparente

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Décembre 1993 – Décembre 1994	Juin 1993 – Juin 1994
VALEURS		
Actions.....	4 ans et 8 mois	3 ans et 6 mois
Obligations.....	2 ans et 2 mois	1 an et 5 mois
Titres d'OPCVM monétaires.....	2 mois et 20 jours	3 mois et 5 jours
Autres titres d'OPCVM.....	1 an et 9 mois	1 an et 1 mois
SECTEURS DÉTENTEURS		
Ménages.....	2 ans et 4 mois	2 ans et 2 mois
Sociétés.....	4 mois et 11 jours	4 mois et 8 jours
Non-résidents.....	3 ans	1 an et 5 mois
Divers	9 mois et 26 jours	7 mois et 20 jours
RÉSEAUX DÉPOSITAIRES		
Banques d'affaires.....	2 ans et 2 mois	1 an et 2 mois
Banques de dépôts	8 mois et 23 jours	8 mois et 19 jours
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 31 juillet 1995

Les durées de détention moyennes apparentes sont calculées à partir de l'inverse du taux de rotation des encours. Cet indicateur est très sensible à une faible variation des transactions, il est surtout significatif sur des longues périodes. Les résultats obtenus s'avèrent très différents selon les valeurs, allant de 2 mois et 20 jours pour les titres d'OPCVM monétaires à 4 ans et 8 mois pour les actions.

Au niveau sectoriel, on observe que les portefeuilles, globalement, sont conservés relativement peu de temps. La durée de détention moyenne des non-résidents apparaît la plus élevée (3 ans). 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 14 % du total des transactions sur les actions françaises cotées au second semestre 1994.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent à fin décembre 27 % de la capitalisation boursière des actions françaises cotées et 47 % 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, couvrant

60 % des encours de l'enquête en stocks contre 36 % seulement pour les autres établissements¹ (cf. annexe).

2.1.2. Résultats globaux

ACTIONS ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
	Encours			Variation d'encours au second semestre 1994				Variation d'encours au premier semestre 1994	
	Juin 1994	Décembre 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
ACTIONS.....	728 357	740 354	1,6	- 1 058	- 0,1	13 055	1,8	4,3	- 10,4
Françaises cotées	641 907	655 363	2,1	404	0,1	13 052	2,0	4,4	- 11,2
Étrangères.....	86 450	84 991	- 1,7	- 1 462	- 1,7	3	0,0	3,7	- 4,5
SECTEURS DÉTENTEURS.....	728 357	740 354	1,6	- 1 058	- 0,1	13 055	1,8	4,3	- 10,4
Ménages	174 183	175 037	0,5	- 645	- 0,4	1 499	0,9	5,3	- 10,2
Sociétés.....	141 059	133 977	- 5,1	1 040	0,8	- 8 122	- 5,9	4,2	- 4,4
Non-résidents.....	279 761	304 995	8,6	432	0,1	24 802	8,5	1,9	- 9,8
Divers	133 354	126 345	- 5,4	- 1 885	- 1,5	- 5 124	- 3,9	8,7	- 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 juillet 1995

Au second semestre 1994, l'augmentation des portefeuilles d'actions françaises cotées dans l'enquête est légèrement plus importante que celle de la capitalisation boursière (+ 2,1 %, contre + 1,6 %). Après la baisse des cours constatée au premier semestre 1994 (- 16,4 % pour l'indice INSEE), la valorisation positive des encours de l'enquête au second semestre (+ 2,0 %) indique un net ralentissement de la détérioration des résultats observés sur les marchés. La variation des encours des actions françaises cotées (+ 2,1 %) est due principalement à l'effet valorisation (+ 2,0 %), en dépit de l'offre publique de vente lancée au mois de novembre 1994 pour la Société SEITA. À l'inverse, la variation des encours d'actions étrangères (- 1,7 %) s'explique uniquement par des cessions nettes. Le flux net pour l'ensemble des valeurs représente - 0,1 % de l'encours moyen de la période ; toutefois, la situation est sensiblement différente d'un secteur à l'autre.

L'amélioration des résultats liée aux variations des cours a été très marquée pour les non-résidents, les « divers » et les ménages. À l'opposé, les sociétés ont réalisé des moins-values d'un niveau supérieur à celui enregistré au premier semestre.

¹ Comprenant, outre les banques de dépôts, La Poste, les caisses d'épargne et la Caisse des dépôts et consignations, dans l'enquête trimestrielle en stocks

ENQUÊTES

Les transactions sur valeurs mobilières au second semestre 1994

2.1.3. Les transactions

ACTIONS TRANSACTIONS (a)					
	Entrées	Ventes	Transactions au second semestre 1994		Transactions au premier semestre 1994
	(en montant)		(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en pourcentage) (b)
ACTIONS	50 805	51 863	102 668	14,0	29,5
Françaises cotées	43 405	43 001	86 406	13,3	29,2
Étrangères.....	7 400	8 862	16 262	19,0	31,3
SECTEURS DÉTENTEURS	50 805	51 863	102 668	14,0	29,5
Ménages.....	20 374	21 019	41 393	23,7	33,9
Sociétés.....	6 707	5 667	12 374	9,0	14,9
Non-résidents.....	5 928	5 496	11 424	3,9	23,1
Divers	17 796	19 681	37 477	28,9	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 juillet 1995

ACTIONS STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)		
	(en pourcentage)	
	Second semestre 1994	Premier semestre 1994
ACTIONS	100,0	100,0
Françaises cotées	84,2	87,1
Étrangères.....	15,8	12,9
SECTEURS DÉTENTEURS	100,0	100,0
Ménages.....	40,3	26,7
Sociétés.....	12,1	9,7
Non-résidents.....	11,1	31,0
Divers	36,5	32,6

(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 juillet 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 (52,4 %, contre 36,5 % pour les « divers » et 11,1 % pour les non-résidents). Le taux de rotation du portefeuille des *ménages* apparaît cependant deux fois et demie plus élevé que celui des *sociétés* (23,7 %, contre 9,0 %). Par ailleurs, on note que les *non-résidents* ont sensiblement diminué leurs transactions d'un semestre à l'autre (11,1 %, contre 31,0 %), contrairement aux « *divers* » (36,5 %, contre 32,6 %).

2.1.4. Durée moyenne de détention apparente

ACTIONS DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Décembre 1993 – Décembre 1994	Juin 1993 – Juin 1994
ACTIONS	4 ans et 8 mois	3 ans et 6 mois
Françaises cotées	4 ans et 10 mois	3 ans et 6 mois
Étrangères.....	3 ans et 11 mois	3 ans et 3 mois
SECTEURS DÉTENTEURS		
MÉNAGES	3 ans et 6 mois	3 ans
Françaises cotées	3 ans et 5 mois	3 ans
Étrangères.....	4 ans et 2 mois	3 ans et 2 mois
SOCIÉTÉS.....	8 ans et 3 mois	6 ans et 9 mois
Françaises cotées	7 ans	5 ans et 6 mois
Étrangères.....	16 ans et 2 mois	15 ans et 5 mois
NON-RÉSIDENTS.....	7 ans et 8 mois	4 ans et 7 mois
Françaises cotées	7 ans et 10 mois	4 ans et 8 mois
Étrangères.....	3 ans et 6 mois	2 ans et 2 mois
DIVERS.....	2 ans et 5 mois	1 an et 9 mois
Françaises cotées	2 ans et 8 mois	1 an et 11 mois
Étrangères.....	1 an et 9 mois	1 an et 4 mois
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
		Mise à jour le 31 juillet 1995

La durée de détention moyenne apparente des actions françaises cotées qui est de 3 ans et 9 mois, selon les données de la Société des bourses françaises¹, apparaît inférieure à celle de cette étude (4 ans et 10 mois).

Cependant, on observe des disparités de comportement en fonction du type d'agent économique concerné.

- La durée de détention moyenne des actions françaises cotées par les *ménages* est de 3 ans et 5 mois, ce qui traduit une stabilité relativement limitée de l'actionnariat individuel.

- Les *sociétés*, dans une logique de participation, conservent en moyenne 7 ans les actions qu'elles détiennent.

¹ Source : Société des bourses françaises : capitalisation boursière moyenne rapportée au niveau des transactions en bourse sur la période de référence

- La durée de détention des *non-résidents* (7 ans et 10 mois) apparaît plus importante que la durée de détention moyenne.
- Enfin, la durée de détention des actions françaises cotées par les « *divers* » (2 ans et 8 mois), clientèle d'investisseurs institutionnels, est plus courte que celle des autres secteurs.

2.2. Les obligations

2.2.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes collectés dans l'enquête représentent environ 8 % du total des transactions sur obligations françaises au second semestre 1994.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent 23 % de la capitalisation boursière des obligations françaises et 30 % 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 41 % et 26 % si l'on compare les encours).

2.2.2. Résultats globaux

OBLIGATIONS ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
	Encours			Variation d'encours au second semestre 1994				Variation d'encours au premier semestre 1994	
	Juin 1994	Décembre 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
OBLIGATIONS....	983 276	987 126	0,4	21 889	2,2	- 18 039	- 1,8	4,3	- 12,3
Françaises	867 370	858 339	- 1,0	12 777	1,5	- 21 808	- 2,5	4,0	- 13,3
Étrangères	115 906	128 787	10,5	9 112	7,4	3 769	3,1	6,7	- 3,4
SECTEURS DÉTENTEURS	983 276	987 126	0,4	21 889	2,2	- 18 039	- 1,8	4,3	- 12,3
Ménages.....	153 175	151 554	- 1,1	- 311	- 0,2	- 1 310	- 0,9	- 4,2	- 3,0
Sociétés.....	87 937	93 884	6,5	64	0,1	5 883	6,5	26,7	- 18,6
Non-résidents.....	179 623	165 472	- 8,2	687	0,4	- 14 838	- 8,6	0,9	- 19,1
Divers	562 541	576 216	2,4	21 449	3,8	- 7 774	- 1,4	5,8	- 11,8

(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 juillet 1995

Au second semestre 1994, l'évolution globale des portefeuilles d'obligations françaises dans l'enquête est du même ordre que celle de la capitalisation boursière (respectivement - 1,0 % et + 0,2 %). Sur un marché obligataire orienté à la baisse, les flux nets positifs (+ 2,2 %) ont largement compensé la diminution des cours des obligations (- 1,8 %) ; la variation de l'indice du Crédit lyonnais (- 5,0 %) est supérieure à la moins-value indiquée par cette étude (- 2,5 %). À l'inverse, les obligations étrangères, présentes principalement dans le portefeuille des non-résidents et des « divers » ont enregistré des plus-values (+ 3,1 %).

Au niveau sectoriel, il est intéressant de souligner que la variation des encours s'explique principalement par les effets de la valorisation pour les ménages, les sociétés et les non-résidents. L'augmentation des encours du secteur « divers », composé notamment des entreprises d'assurances, des caisses de retraite et des OPCVM, est due essentiellement aux acquisitions nettes d'obligations (+ 3,8 % de l'encours moyen de la période).

La valorisation des encours est assez contrastée d'un secteur à l'autre. En effet, les sociétés enregistrent l'appréciation la plus importante de l'ordre de 6,5 %, alors que les non-résidents subissent une forte moins-value de 8,6 %.

2.2.3. Les transactions

OBLIGATIONS TRANSACTIONS (a)						<i>(en millions de francs)</i>
	Entrées	Ventes	Rembour- sements	Transactions au second semestre 1994		Transactions au premier semestre 1994
	(en montant)			(en montant)	(en pourcen- tage) (b)	(en pourcen- tage) (b)
	158 340	120 816	15 635	294 791	29,9	62,8
OBLIGATIONS.....						
Françaises.....	131 745	103 697	15 271	250 713	29,1	60,3
Étrangères.....	26 595	17 119	364	44 078	36,0	83,9
SECTEURS DÉTENTEURS.....	158 340	120 816	15 635	294 791	29,9	62,8
Ménages	9 250	5 228	4 333	18 811	12,3	11,0
Sociétés.....	17 892	13 752	4 076	35 720	39,3	176,9
Non-résidents.....	16 551	15 692	172	32 415	18,8	90,4
Divers.....	114 647	86 144	7 054	207 845	36,5	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 juillet 1995

OBLIGATIONS STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)		
	(en pourcentage)	
	Second semestre 1994	Premier semestre 1994
OBLIGATIONS.....	100,0	100,0
Françaises	85,0	86,1
Étrangères.....	15,0	13,9
SECTEURS DÉTENTEURS.....	100,0	100,0
Ménages.....	6,4	2,6
Sociétés.....	12,1	12,7
Non-résidents.....	11,0	29,3
Divers	70,5	55,4

(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 juillet 1995

Des tableaux ci-dessus, il ressort notamment qu'au second semestre 1994 :

- les « *divers* » ont réalisé plus de 70 % des flux de transactions sur obligations françaises et étrangères, ils apparaissent comme le secteur le plus actif du marché obligataire ; les *sociétés* arrivent en deuxième position avec 12,1 % des transactions ;
- les *ménages* ont été assez peu présents sur le marché des obligations au second semestre 1994 avec seulement 6,4 % des transactions pour des encours représentant environ 15,0 % du total ;
- le taux de rotation des portefeuilles d'obligations des « *divers* » et des *sociétés*, secteurs les plus dynamiques du compartiment obligataire, sont deux fois plus élevés que ceux observés pour les *ménages* et les *non-résidents*.

2.2.4. Durée moyenne de détention apparente

OBLIGATIONS DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Décembre 1993 – Décembre 1994	Juin 1993 – Juin 1994
OBLIGATIONS.....	2 ans et 2 mois	1 an et 5 mois
Françaises.....	2 ans et 3 mois	1 an et 5 mois
Étrangères.....	1 an et 9 mois	1 an et 6 mois
SECTEURS DÉTENTEURS		
MÉNAGES.....	8 ans et 8 mois	4 ans et 9 mois
Françaises cotées.....	8 ans et 9 mois	4 ans et 9 mois
Étrangères.....	7 ans et 5 mois	7 ans et 1 mois
SOCIÉTÉS.....	1 an et 2 mois	9 mois et 18 jours
Françaises cotées.....	1 an et 1 mois	8 mois et 19 jours
Étrangères.....	2 ans et 6 mois	2 ans et 8 mois
NON-RÉSIDENTS.....	1 ans et 10 mois	10 mois et 3 jours
Françaises cotées.....	1 an et 8 mois	8 mois et 16 jours
Étrangères.....	2 ans et 2 mois	1 an et 11 mois
DIVERS.....	2 ans et 2 mois	1 an et 9 mois
Françaises cotées.....	2 ans et 4 mois	1 an et 11 mois
Étrangères.....	1 an et 4 mois	11 mois et 6 jours
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 31 juillet 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 (1 an et 1 mois selon les données de la Société des bourses françaises, 2 ans et 3 mois selon l'étude).

- Les *ménages* ont la durée de détention la plus longue (8 ans et 9 mois).
- Les durées de détention des *sociétés* et des *non-résidents* (respectivement 1 an 1 mois et 1 an 8 mois) 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 2 ans et 4 mois les obligations dans son portefeuille.

2.3. *Les titres d'OPCVM*

2.3.1. Représentativité de l'étude

Au second semestre 1994, les flux recensés dans l'étude représentaient plus de 30 % des souscriptions et des rachats de titres d'OPCVM.

ENQUÊTES

Les transactions sur valeurs mobilières au second semestre 1994

Les encours cohérents avec les flux de titres d'OPCVM français recensés dans cette enquête représentent 33 % de l'actif net des OPCVM, monétaires ou non¹. Par rapport aux encours analysés dans l'enquête trimestrielle à la même échéance, la couverture de l'enquête en flux atteint 45 %. L'enquête en flux couvre quasiment dans les mêmes proportions la clientèle des banques d'affaires détentrice de titres d'OPCVM que celle des banques de dépôts (46 %, contre 43 % des encours de l'enquête trimestrielle sur les portefeuilles).

2.3.2. Résultats globaux

TITRES D'OPCVM ENCOURS – FLUX – VALORISATION									
	Encours			Variation d'encours au second semestre 1994				Variation d'encours au premier semestre 1994	
	Juin 1994	Décembre 1994	Variation	Flux nets		Valorisation (a)		Flux nets	Valorisa- tion (a)
	(en montant)		(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en montant)	(en pour- centage) (b)	(en pourcentage) (b)	
	463 418	425 992	- 8,4	- 43 816	- 9,9	6 390	1,4	- 4,9	6,3
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....									
SECTEURS DÉTENTEURS									
Ménages.....	211 596	189 556	- 11,0	- 24 751	- 12,3	2 711	1,4	- 10,5	0,9
Sociétés.....	138 468	132 546	- 4,4	- 7 197	- 5,3	1 275	0,9	- 0,6	6,7
Non-résidents.....	3 757	3 839	2,2	- 258	- 6,8	340	9,0	35,4	- 27,7
Divers	109 597	100 051	- 9,1	- 11 610	- 11,1	2 064	2,0	- 1,2	16,2
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	521 068	502 161	- 3,7	- 29 819	- 5,8	10 912	2,1	3,3	- 3,3
Français	489 423	463 744	- 5,4	- 34 432	- 7,2	8 753	1,8	3,7	- 4,4
Étrangers.....	31 645	38 417	19,3	4 613	13,2	2 159	6,2	- 2,8	13,0
SECTEURS DÉTENTEURS									
Ménages.....	339 193	314 345	- 7,6	- 18 701	- 5,7	- 6 147	- 1,9	1,4	- 5,0
Sociétés.....	84 966	80 937	- 4,9	- 6 508	- 7,8	2 479	3,0	- 1,6	7,6
Non-résidents.....	6 285	6 105	- 2,9	- 1 149	- 18,5	969	15,6	22,0	- 12,8
Divers	90 624	100 774	10,6	- 3 461	- 3,6	13 611	14,2	8,5	- 5,1

(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 juillet 1995

¹ Source : Commission des opérations de bourse au 30 décembre 1994

Les portefeuilles en titres d'OPCVM recensés dans l'enquête et l'actif net des OPCVM publié par la Commission des opérations de bourse ont diminué de 5,7 % au cours du second semestre de l'année 1994.

Toutefois, en ne tenant compte que des titres d'OPCVM court terme, un écart de 2,8 % est constaté entre les deux mesures (- 8,4 % pour les titres monétaires dans l'étude et - 5,6 % pour la Commission des opérations de bourse).

Le tableau précédent met en évidence :

- pour les titres d'OPCVM monétaires, un net recul des portefeuilles par rapport au mois de juin 1994 ; la baisse des encours (- 8,4 %) légèrement atténuée par l'évolution des cours (+ 1,4 %) est due principalement aux ventes nettes (- 9,9 %) ;
- pour les autres titres d'OPCVM, obligataires et actions pour l'essentiel, la diminution des encours s'élève à 3,7 %, la valorisation des portefeuilles (2,1 % de l'encours moyen de la période) ne compense pas les retraits de fonds effectifs (5,8 % de l'encours).

Le portefeuille des *ménages* en titres d'OPCVM monétaires a chuté de 11,0 % au cours des six derniers mois de 1994, l'excédent des rachats sur les souscriptions ayant atteint 12,3 % de l'encours moyen. Les autres titres d'OPCVM, composante la plus importante des titres d'OPCVM détenus par les *ménages*, ont également diminué de 7,6 %, suite aux ventes nettes des ménages (5,7 % de l'encours moyen) et au repli des cours (- 1,9 %).

La variation des encours de titres d'OPCVM, toutes catégories confondues, détenus par les *sociétés* (- 4,5 %) s'explique par un flux net négatif (6,3 % de l'encours moyen) et par une hausse des cours de 1,8 %.

Les titres d'OPCVM ne représentent qu'une faible part du portefeuille des *non-résidents* (moins de 2 %). Si la quasi-stagnation d'un semestre à l'autre de l'encours global de titres d'OPCVM détenus par ce secteur peut apparaître vraisemblable (- 1,0 %), le partage entre flux et valorisation est à interpréter avec prudence, compte tenu de la mobilité de cette catégorie de clientèle.

Le portefeuille de titres d'OPCVM des « *divers* », secteur dans lequel les compagnies d'assurances occupent une place prépondérante, est resté stable (+ 0,3 %). Toutefois, les deux catégories de titres d'OPCVM, monétaires et autres, connaissent des évolutions contrastées. La variation des encours des titres d'OPCVM monétaires (- 9,1 %) est due principalement à l'excédent des rachats sur les souscriptions (les flux nets équivalent à 11,1 % de l'encours moyen), alors que celle des autres titres d'OPCVM (+ 10,6 %) s'explique essentiellement par la valorisation des titres (+ 14,2 %).

2.3.3. Les transactions

TITRES D'OPCVM TRANSACTIONS (a)					
	Souscriptions	Rachats	Transactions au second semestre 1994		Transactions au premier semestre 1994
	(en montant)		(en montant)	(en pourcentage) (b)	(en pourcentage) (b)
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	938 460	982 276	1 920 736	431,9	465,8
SECTEURS DÉTENTEURS					
Ménages.....	91 312	116 063	207 375	103,4	74,6
Sociétés.....	487 452	494 649	982 101	724,8	825,9
Non-résidents.....	7 969	8 227	16 196	426,4	407,6
Divers	351 727	363 337	715 064	682,2	764,7
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	80 156	109 975	190 131	37,2	76,6
Français	65 025	99 457	164 482	34,5	76,9
Étrangers.....	15 131	10 518	25 649	73,2	71,3
SECTEURS DÉTENTEURS					
Ménages.....	39 276	57 977	97 253	29,8	45,9
Sociétés.....	20 947	27 455	48 402	58,3	196,5
Non-résidents.....	1 012	2 161	3 173	51,2	188,8
Divers	18 921	22 382	41 303	43,2	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 juillet 1995

**TITRES D'OPCVM
STRUCTURE DES TRANSACTIONS PAR SECTEURS(a)**

(en pourcentage)

	Second semestre 1994	Premier semestre 1994
	100,0	100,0
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....		
SECTEURS DÉTENTEURS		
Ménages	10,8	7,3
Sociétés.....	51,1	48,3
Non-résidents.....	0,8	0,8
Divers	37,3	43,6
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	100,0	100,0
SECTEURS DÉTENTEURS		
Français	86,5	94,2
Étrangers.....	13,5	5,8
Ménages	51,1	33,4
Sociétés.....	25,5	38,0
Non-résidents.....	1,7	3,7
Divers	21,7	24,9

(a) Transactions : souscriptions + rachats

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 31 juillet 1995

Au second semestre 1994, plus de 50 % des transactions sur les titres d'OPCVM monétaires ont été réalisés par les *sociétés*, détentrices d'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 (plus de 37 % des transactions pour 23 % des encours). À l'inverse, les *ménages*, avec 44 % des encours, n'ont réalisé que 11 % des transactions. Le phénomène est toutefois plus modéré pour les autres titres d'OPCVM. En effet, les *ménages* détiennent 62 % des encours mais interviennent dans 51 % des transactions sur ces valeurs, alors que les *sociétés* ont réalisé près de 25 % des transactions avec seulement 16 % des encours. D'un semestre à l'autre, l'importance relative des transactions réalisées par les *ménages* s'est accrue sensiblement, au détriment de celle des « *divers* », pour les OPCVM monétaires, et de celle des *sociétés* pour les autres titres d'OPCVM.

2.3.4. Durée moyenne de détention apparente

TITRES D'OPCVM DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN		
	Décembre 1993 – Décembre 1994	Juin 1993 – Juin 1994
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES	2 mois et 20 jours	3 mois et 5 jours
SECTEURS DÉTENTEURS		
Ménages.....	1 an 1 mois et 10 jours	1 an 4 mois et 15 jours
Sociétés.....	1 mois et 17 jours	1 mois et 25 jours
Non-résidents.....	2 mois et 28 jours	3 mois et 1 jour
Divers	1 mois et 17 jours	1 mois et 21 jours
AUTRES TITRES D'OPCVM	1 an 9 mois et 11 jours	1 an 1 mois et 3 jours
Français	1 an 9 mois et 26 jours	1 an et 25 jours
Étrangers.....	1 an 5 mois et 3 jours	1 an 5 mois et 14 jours
SECTEURS DÉTENTEURS		
MÉNAGES	2 ans 8 mois et 8 jours	2 ans 3 mois et 16 jours
Français	2 ans 10 mois et 7 jours	2 ans 4 mois et 26 jours
Étrangers.....	1 an 7 mois et 27 jours	1 an 7 mois et 13 jours
SOCIÉTÉS.....	9 mois et 26 jours	5 mois et 10 jours
Français	9 mois et 18 jours	5 mois et 7 jours
Étrangers.....	1 an 1 mois et 28 jours	1 an 3 mois et 12 jours
NON-RÉSIDENTS.....	9 mois et 15 jours	6 mois et 24 jours
Français	11 mois et 6 jours	6 mois et 21 jours
Étrangers.....	4 mois et 19 jours	7 mois et 9 jours
DIVERS	1 an 9 mois et 7 jours	9 mois et 7 jours
Français	1 an 9 mois et 15 jours	9 mois et 7 jours
Étrangers	1 an 3 mois et 25 jours	1 an 5 mois et 10 jours
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 31 juillet 1995		

Dans l'étude, les durées moyennes de détention observées sont de 2 mois et 20 jours pour les titres d'OPCVM monétaires et de 1 an et 9 mois environ pour les autres titres d'OPCVM. On constate par ailleurs qu'il existe, comme pour les autres catégories de valeurs mobilières, de fortes disparités selon les secteurs détenteurs.

Les *ménages* conservent leurs titres d'OPCVM en moyenne 1 an et 1 mois pour les monétaires et 2 ans et 10 mois environ pour les OPCVM obligataires et autres. Ils semblent utiliser 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 10 mois.

Les *non-résidents* conservent en moyenne 3 mois leurs OPCVM monétaires et 11 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 9 mois).

ENQUÊTES

Les transactions sur valeurs mobilières au second semestre 1994

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)	
	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994
ACTIONS	- 645	9 200	11,3	17,8	1 040	6 093	1,1	1,8
Françaises cotées ...	- 208	8 912	9,9	15,6	1 256	5 633	1,0	1,6
Étrangères	- 437	288	1,4	2,2	- 216	460	0,1	0,2
OBLIGATIONS.....	- 311	- 6 288	5,2	5,0	64	12 086	3,3	6,9
Françaises	- 745	- 6 370	4,9	4,8	- 224	10 455	2,9	6,6
Étrangères	434	82	0,3	0,2	288	1 631	0,4	0,3
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	- 24 751	- 19 565	56,9	41,9	- 7 197	- 657	91,1	79,8
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	- 18 701	3 593	26,6	35,3	- 6 508	- 1 069	4,5	11,5
Français	- 24 558	3 923	21,6	31,8	- 5 403	- 1 119	4,1	11,2
Étrangers.....	5 857	- 330	5,0	3,5	- 1 105	50	0,4	0,3
TOTAL.....	- 44 408	- 13 060	100,0	100,0	- 12 061	16 453	100,0	100,0
	Non-résidents				Divers			
	Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)		Flux nets (en millions de francs)		Transactions (structure en pourcentage)	
	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994	2 ^e semestre 1994	1 ^{er} semestre 1994
ACTIONS	432	5 599	18,1	24,6	- 1 885	11 736	3,7	5,4
Françaises cotées ...	720	5 550	16,3	23,9	- 1 364	9 166	2,9	4,1
Étrangères	-288	49	1,8	0,7	- 521	2 570	0,8	1,2
OBLIGATIONS.....	687	1 913	51,3	65,6	21 449	35 021	20,7	25,8
Françaises	- 628	1 215	38,5	52,7	14 374	30 450	17,7	22,3
Étrangères	1 315	698	12,8	12,9	7 075	4 571	3,0	3,5
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	- 258	1 254	25,6	5,1	- 11 610	- 1 320	71,5	62,3
AUTRES TITRES D'OPCVM.....	- 1 149	1 529	5,0	4,7	- 3 461	10 940	4,1	6,5
Français	- 1 062	487	4,4	3,3	- 3 409	11 324	3,8	6,4
Étrangers.....	- 87	1 042	0,6	1,4	- 52	- 384	0,3	0,1
TOTAL.....	- 288	10 295	100,0	100,0	4 493	56 377	100,0	100,0

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

Mise à jour le 31 juillet 1995

3.1. Les ménages

Les *ménages* ont accentué au second semestre 1994 l'allégement de leur portefeuille de valeurs mobilières en se portant vendeurs nets de toute les catégories de titres français. Les flux positifs constatés sur les valeurs étrangères, notamment sur les autres titres d'OPCVM, n'ont pas compensé les désinvestissements nets réalisés sur les autres valeurs.

Plus de 75 % des transactions effectuées par les *ménages* ont concerné des titres d'OPCVM français (57 % pour les titres d'OPCVM monétaires et 22 % pour les autres titres d'OPCVM). Les transactions sur les actions françaises cotées ont été deux fois plus importantes que celles sur les obligations françaises (9,9 %, contre 4,9 %).

3.2. Les sociétés

Le flux net total de valeurs mobilières des *sociétés* est positif sur l'année 1994 malgré leur position de vendeur net au second semestre 1994. Il convient de remarquer que plus de 95 % des transactions ont concerné les titres d'OPCVM français dont 91 % de titres d'OPCVM monétaires.

3.3. Les non-résidents

Les deux tiers des transactions des *non-résidents* au second semestre 1994 ont été réalisés sur les obligations françaises et les titres d'OPCVM monétaires. Au total, des flux nets légèrement négatifs ont été enregistrés sur ces valeurs. Le reste de l'activité s'est réparti entre les actions françaises (16,3 %), les valeurs étrangères (15,2 %) et les autres titres d'OPCVM français (4,4 %).

3.4. Les « divers »

Parmi les secteurs détenteurs de valeurs mobilières analysés dans cette étude, seuls les « *divers* » sont apparus acheteurs nets au second semestre 1994. Les « *divers* » détiennent les encours les plus importants et réalisent 40 % du total des transactions. Ce secteur a été particulièrement actif sur les titres d'OPCVM français (75,3 % des transactions dont 71,5 % d'OPCVM monétaires).

On notera enfin que tous les secteurs ont, comparativement au premier semestre 1994, développé sensiblement leurs transactions sur les titres d'OPCVM monétaires, au détriment de celles réalisées sur l'ensemble des autres catégories de titres.

4. Approche par réseaux

**DURÉE DE DÉTENTION APPARENTE SUR UN AN
DES DIFFÉRENTES VALEURS
PAR SECTEURS ET PAR RÉSEAUX**

	Décembre 1993 – Décembre 1994		Juin 1993 – Juin 1994	
	Banques d'affaires	Autres banques	Banques d'affaires	Autres banques
MÉNAGES				
Actions.....	4 ans et 8 mois	3 ans et 5 mois	3 ans et 11 mois	2 ans et 11 mois
Obligations.....	4 ans et 1 mois	9 ans et 11 jours	2 ans et 1 mois	4 ans et 11 mois
Titres d'OPCVM monétaires	1 an et 6 mois	1 an et 1 mois	1 an et 3 mois	1 an et 5 mois
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 4 mois	2 ans et 9 mois	1 an et 6 mois	2 ans et 5 mois
SOCIÉTÉS				
Actions.....	27 ans et 4 mois	3 ans et 9 mois	21 ans et 7 mois	3 ans et 3 mois
Obligations.....	6 ans et 8 mois	1 an	3 ans et 2 mois	8 mois et 16 jours
Titres d'OPCVM monétaires	2 mois et 17 jours	1 mois et 14 jours	2 mois et 9 jours	1 mois et 21 jours
Autres titres d'OPCVM.....	1 an et 11 jours	9 mois et 15 jours	6 mois et 6 jours	5 mois et 7 jours
NON-RÉSIDENTS				
Actions	19 ans et 3 mois	2 ans et 5 mois	10 ans et 7 mois	1 an et 8 mois
Obligations.....	1 an et 11 mois	11 mois et 17 jours	10 mois	10 mois et 25 jours
Titres d'OPCVM monétaires	2 mois et 17 jours	3 mois et 9 jours	2 mois et 2 jours	5 mois et 10 jours
Autres titres d'OPCVM.....	1 an	7 mois et 20 jours	8 mois et 1 jour	5 mois et 22 jours
DIVERS				
Actions.....	6 ans et 4 mois	1 an et 7 mois	2 ans et 10 mois	1 an et 6 mois
Obligations.....	4 ans et 11 jours	1 an et 8 mois	2 ans et 2 mois	1 an et 8 mois
Titres d'OPCVM monétaires	1 mois et 21 jours	1 mois et 17 jours	1 mois et 25 jours	1 mois et 21 jours
Autres titres d'OPCVM.....	2 ans et 4 mois	1 an et 7 mois	9 mois et 11 jours	9 mois et 7 jours
TOTAL DES SECTEURS				
Actions.....	13 ans et 9 mois	2 ans et 8 mois	8 ans et 5 mois	2 ans et 2 mois
Obligations.....	2 ans et 10 mois	1 an et 11 mois	1 an et 1 mois	1 an et 8 mois
Titres d'OPCVM monétaires	3 mois et 1 jour	2 mois et 17 jours	2 mois et 28 jours	3 mois et 9 jours
Autres titres d'OPCVM.....	1 an et 10 mois	1 an et 9 mois	10 mois et 14 jours	1 an et 2 mois

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

Mise à jour le 31 juillet 1995

Les durées de détention apparentes 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 8 mois, contre 3 ans et 5 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*

Le comportement des *sociétés* est assez contrasté selon les réseaux dépositaires ; chez les banques d'affaires, la durée de détention des obligations observée (6 ans et 8 mois) est la plus longue ; par contre, chez les autres banques, les obligations sont conservées au plus 1 an, durée de détention la plus courte avec celle des non-résidents.

Les *ménages* ont la durée de détention la plus longue dans les autres banques (9 ans et 11 jours), ils semblent garder leurs titres en portefeuille jusqu'à maturité.

– 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 de 1 an. Pour tous les *autres secteurs*, cette durée dépasse rarement 3 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 (2 ans et 4 mois, contre 2 ans et 9 mois).

D'après les données de l'échantillon, le montant du portefeuille moyen des personnes physiques s'élevait à fin décembre 1994 à 1 million de francs dans les banques d'affaires et à 123 000 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 31 DÉCEMBRE 1994**

	Ménages	Sociétés	Non-résidents	« Divers »	TOTAL	(en pourcentage)	
						Banques d'affaires	Banques de dépôts
ACTIONS.....	52,7	50,5	71,0	21,5	45,8	52,5	33,3
Françaises cotées	53,2	46,4	72,6	22,4	47,3	59,9	36,2
Étrangères.....	49,6	66,3	29,8	17,4	36,8	47,0	27,1
OBLIGATIONS.....	31,0	48,2	41,9	27,4	31,0	42,8	26,0
Françaises	29,9	44,7	36,6	28,1	30,5	40,8	25,7
Étrangères.....	76,2	82,4	68,7	22,2	35,4	24,5	25,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS.....	45,9	59,4	49,9	34,2	45,0	45,8	42,7
TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES.....	45,7	45,8	40,4	32,2	41,6	46,3	39,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	97,3	89,5	89,9	35,0	83,6	72,3	100,0
TOTAL.....	43,3	51,6	56,9	27,3	38,3	47,2	33,7

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

Mise à jour le 31 juillet 1995

ENQUÊTE FINANCIÈRE DEUXIÈME TRIMESTRE 1995

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance menée, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France, auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et

des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé — le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible.

L'analyse de ces séries fera l'objet d'une désaisonnalisation lorsque l'enquête aura quelques années d'existence.

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

Vue d'ensemble

Dans un contexte marqué par la poursuite de l'amélioration de la situation financière des agents non financiers, on relève une forte progression des prêts personnels accordés aux ménages et une augmentation, très modérée, de la demande de crédits à moyen et long termes des entreprises. La reprise de l'investissement des entreprises se confirme, en effet, mais elle reste encore assez largement autofinancée.

Sous l'effet d'une concurrence accrue entre banques en matière de distribution de crédits, les taux débiteurs diminuent sensiblement tandis que la rémunération des placements se stabilise. Les marges bancaires se contractent de nouveau.

Les situations financières restent aisées dans l'ensemble

Dans les *entreprises*, les trésoreries restent larges, notamment dans les grandes firmes, une moindre aisance étant notée chez les PME. Les difficultés de paiement continuent de diminuer et les résultats d'exploitation s'améliorent. Du fait de la reprise de l'activité économique et de la constitution de stocks de précaution de matières premières, les besoins en fonds de roulement augmentent mais restent bien maîtrisés grâce à une gestion des charges toujours rigoureuse. La reprise de l'investissement se confirme et le recours au crédit à moyen et long termes se redresse de façon modérée.

Pour les *particuliers*, le renforcement du patrimoine financier et le désendettement se poursuivent. Le mouvement de réorientation de l'épargne vers des produits financiers plus attractifs en termes de taux d'intérêt et de fiscalité, tels que les comptes à terme ou les produits d'assurance-vie, se confirme, au détriment des placements en actions et en titres d'OPCVM. Grâce aux campagnes actives de promotion menées par les banques et avant l'expiration en juin de la prime « à la casse », les utilisations de prêts personnels se sont développées sensiblement.

La concurrence entre établissements de crédit s'accroît

Les banques intensifient leurs actions commerciales en direction des entreprises et des ménages, en vue de développer la distribution de crédits ; bien que moins accentuée, la compétition est également vive pour le placement des produits financiers.

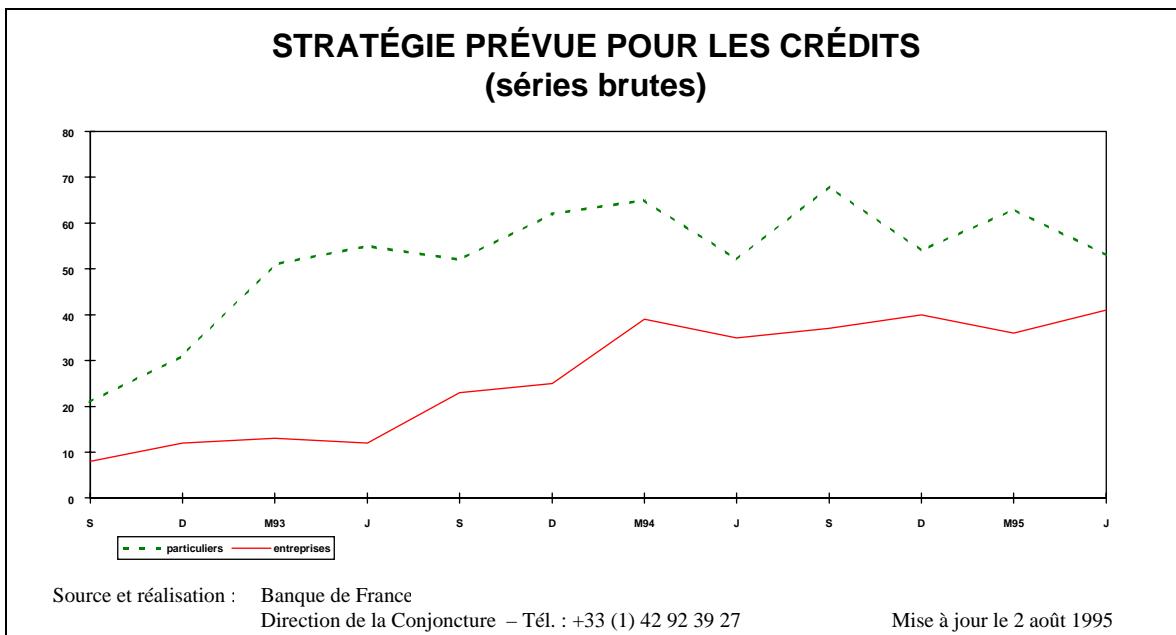
Dans cet environnement concurrentiel, les taux débiteurs diminuent, plus sensiblement en ce qui concerne les entreprises que les particuliers, tandis que les taux créditeurs se stabilisent. Aussi, les marges bancaires se contractent-elles de nouveau.

Le raffermissement attendu de la demande de crédit, au cours des prochains mois, pourrait cependant atténuer la compétition entre établissements de crédit pour l'augmentation des emplois.

1. Le comportement des établissements de crédit

Au cours du deuxième trimestre, la concurrence entre les établissements s'est encore accentuée ; le mouvement a été plus marqué pour la distribution des crédits que pour la collecte des ressources. Alors que les taux débiteurs diminuaient, les conditions créditrices se stabilisaient.

Évolutions passées sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT							
	(en données brutes)							
	3 ^e trim. 1993	4 ^e trim. 1993	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995
<i>Concurrence sur les placements</i>								
– des particuliers.....	28	43	26	13	23	36	51	44
– des entreprises.....	17	21	18	23	30	31	41	39
<i>Concurrence sur les crédits</i>								
– aux particuliers.....	77	57	80	53	39	36	52	62
– aux entreprises.....	35	40	50	36	49	59	59	61
<i>Stratégie prévue pour les placements</i>								
– des particuliers.....	58	64	42	47	70	66	51	39
– des entreprises.....	16	21	31	20	22	35	28	29
<i>Stratégie prévue pour les crédits</i>								
– aux particuliers.....	52	62	65	52	68	54	63	53
– aux entreprises.....	23	25	39	35	37	40	36	41
<i>Rémunération des placements</i>								
– des particuliers.....	-75	-74	-65	-31	6	21	43	-1
– des entreprises.....	-62	-61	-46	-32	4	17	42	4
<i>Taux des crédits</i>								
– aux particuliers.....	-88	-79	-70	-10	34	36	25	-17
– aux entreprises.....	-77	-70	-50	-7	15	28	24	-29
<i>Prix des services</i>								
– aux particuliers.....	20	17	23	15	14	11	25	8
– aux entreprises.....	22	18	23	23	15	8	19	8
<i>Marges bancaires</i>	-20	-27	-27	-18	-29	-29	-36	-37
<i>Évolution prévue de la demande de crédit</i>					27	25	23	24



En matière de crédit

Compte tenu de l'aisance financière des agents non financiers et d'une demande encore modérée de crédits, les banques ont intensifié leurs actions commerciales, en direction tant des particuliers que des entreprises, en vue de compenser l'érosion de leurs marges par le développement du volume de prêts distribués.

La concurrence sur le marché des crédits aux *particuliers*, déjà vive au cours des trimestres précédents, s'est encore avivée, sous l'effet de campagnes publicitaires visant les crédits à la consommation et à l'habitat. Ces actions ponctuelles de promotion, qui devraient se renouveler à la rentrée, ont parfois été associées à des inflexions de stratégie plus profondes, ayant notamment pour objectifs d'améliorer le démarchage de la clientèle particulière et de raccourcir le délai de décision d'octroi des prêts. Ces évolutions récentes confirment que les particuliers devraient rester, au cours des prochains mois, la cible privilégiée des établissements de crédit.

S'agissant des *entreprises*, la concurrence s'est également intensifiée en direction des dossiers importants et de certaines clientèles cibles, telles que les professions libérales ; toutefois, si les « bons » dossiers ont pu bénéficier de conditions particulièrement avantageuses, la sélection des emprunteurs est néanmoins restée rigoureuse. Comme cela a déjà été relevé au cours des trimestres précédents, la compétition est très vive pour le placement des prêts bancaires aux entreprises (PBE) sur ressources Codevi, dont les taux ont sensiblement baissé.

En matière de placements

La compétition est toujours soutenue pour le placement de dépôts à terme et de produits d'assurance auprès des particuliers ou de certificats de dépôt auprès des entreprises, mais les banques s'efforcent également de stabiliser le coût de leurs ressources en développant la collecte de PEL et de livrets Codevi. S'agissant des entreprises, la concurrence tend, de plus en plus, à s'étendre sur le terrain de la qualité et de la variété des services rendus à la clientèle (services télématiques, gestion de renseignements commerciaux...).

Évolution des taux d'intérêt, des prix des services et des marges bancaires

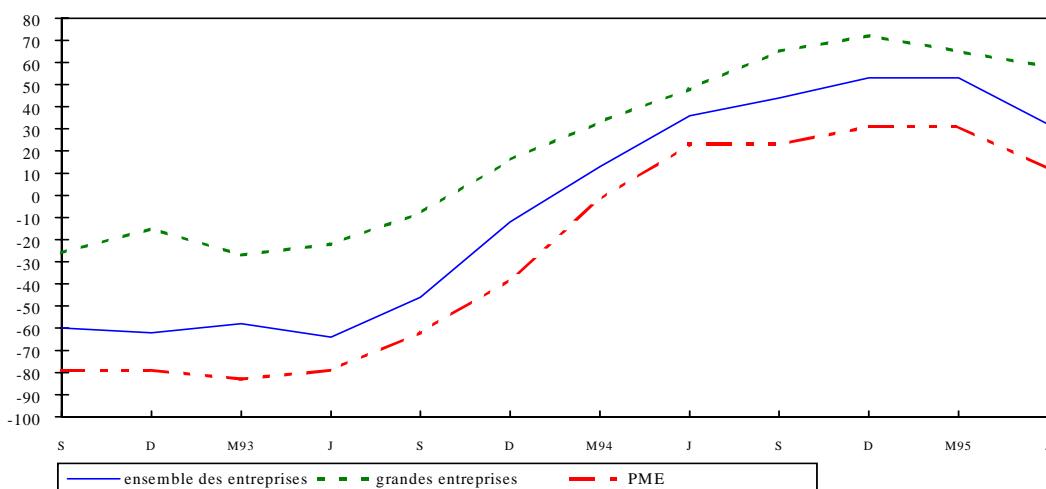
Sous l'effet de la concurrence accrue, les taux des crédits ont diminué, plus sensiblement en ce qui concerne les entreprises que les particuliers, tandis que la rémunération des placements tendait à se stabiliser et que les prix des services n'augmentaient que faiblement. Dans ces conditions, les marges bancaires se sont de nouveau contractées.

2. Le comportement des entreprises

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES								
	(en données brutes)							
Évolutions passées sauf indications contraires	3 ^e trim. 1993	4 ^e trim. 1993	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995
<i>Situation de trésorerie en fin de période</i>								
– ensemble des entreprises.....	-46	-12	13	36	44	53	53	32
– grandes entreprises.....	-8	16	33	48	65	72	65	58
– PME	-62	-38	-2	23	23	31	31	12
<i>Situation de trésorerie prévue</i>								
– ensemble des entreprises.....	-42	-6	-2	13	35	38	38	17
– grandes entreprises.....	-6	10	10	22	43	52	46	29
– PME	-54	-17	-8	5	22	23	19	6
<i>Difficultés de paiement.....</i>	23	9	-19	-24	-25	-31	-26	-14
<i>Résultats bruts d'exploitation.....</i>	-63	-51	7	2	27	45	48	35
<i>Besoins en fonds de roulement</i>	3	-10	-18	-2	-1	-8	-11	18
<i>Investissements globaux</i>	-65	-46	-13	-11	5	4	15	20
<i>Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme</i>	8	-6	-18	-12	-12	-14	-8	2
<i>Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long termes.....</i>	-42	-29	-9	1	-2	1	-4	11
<i>Situation de l'endettement global.....</i>	-19	-28	-28	-15	-31	-30	-31	-27
<i>Dépôts à vue (encours moyen)</i>	-27	-11	21	7	21	22	13	14
<i>Placements nouveaux liquides.....</i>	-4	-16	-10	-3	4	25	59	49
<i>Placements nouveaux en titres négociables</i>	-6	-3	-2	-5	1	-7	-18	-13
– dont titres d'OPCVM	-2	-7	1	-7	-3	-12	-30	-16
<i>Évolution prévue de la demande de crédit de trésorerie</i>					4	7	10	8
<i>Évolution prévue de la demande de crédit à moyen et long termes.....</i>					17	23	23	21

SITUATION ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES

(séries brutes)



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 2 août 1995

La situation de trésorerie reste aisée dans l'ensemble, malgré la persistance de disparités entre les grandes entreprises, dont les disponibilités demeurent larges, et les PME où l'aisance tend à se réduire, notamment dans les secteurs du commerce de détail, du bâtiment ou de la restauration. Au cours des prochains mois, un resserrement des trésoreries, à caractère saisonnier, est généralement attendu.

Dans ces conditions, les difficultés de paiement continuent de se réduire.

Pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1993, les besoins en fonds de roulement ont augmenté, du fait notamment de la reprise de l'activité et de la constitution de stocks de précaution de matières premières ; ces besoins restent toutefois contenus grâce à la maîtrise des charges et à une gestion toujours rigoureuse des comptes clients. Au total, le renforcement des résultats bruts d'exploitation se poursuit.

La reprise de l'investissement se confirme et semble concerter surtout des projets d'une ampleur limitée (amélioration de la productivité ou renouvellement de matériels). Sous l'effet de l'augmentation de la concurrence entre établissements bancaires, le recours aux crédits d'investissements tend à se raffermir, mais une part importante des besoins reste encore autofinancée ; de la sorte, les concours mis en place par les banques ne reflètent que partiellement l'effort d'investissement des entreprises.

En matière de placements, les trésoriers d'entreprises gèrent au plus juste les dépôts à vue qui ne progressent que modérément. Ils privilégiennent les dépôts à terme et les certificats de dépôt, qui sont proposés par les banques à des conditions attractives, et réduisent leurs placements sous forme de Sicav monétaires.

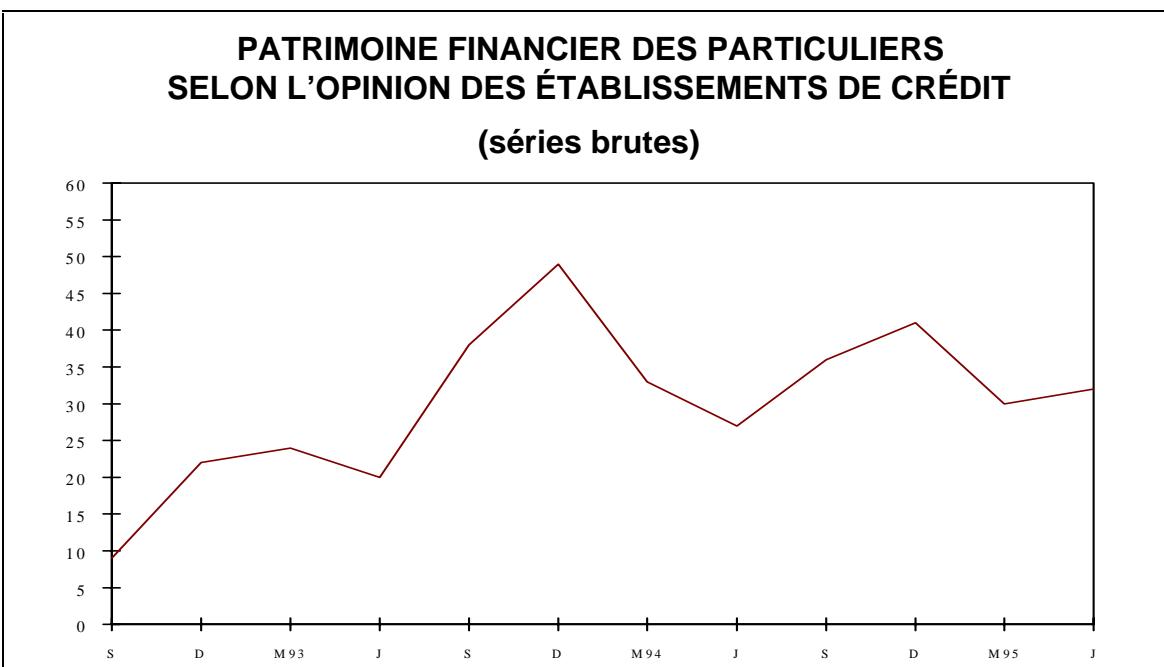
La faiblesse de l'endettement global persiste. Le recours au crédit à court terme est stable tandis qu'on relève une légère progression du crédit à moyen et long termes. Pour les mois à venir, les établissements de crédit interrogés prévoient une augmentation de la demande de crédit, plus marquée pour les concours à moyen et long termes que pour les crédits de trésorerie.

3. Le comportement des particuliers

Le patrimoine financier des ménages s'est encore étoffé. Le mouvement de réorientation de l'épargne vers des produits particulièrement attractifs en matière de taux et de fiscalité, tels que les dépôts à terme et les produits d'assurance-vie, s'est confirmé ; cette évolution s'est produite au détriment des placements en OPCVM et en actions. Grâce aux efforts promotionnels des établissements de crédit et du fait également de la fin, au mois de juin, de l'application de la prime « à la casse », les utilisations de prêts personnels, et à un moindre titre des autorisations de trésorerie, ont sensiblement augmenté, tandis que le recours aux prêts immobiliers restait stable.

3.1. Les comportements d'épargne

Évolutions passées sauf indications contraires	SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS							
	3 ^e trim. 1993	4 ^e trim. 1993	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995
Situation du patrimoine financier.....	38	49	33	27	36	41	30	32
Encours moyens des dépôts à vue.....	6	17	9	27	29	31	-26	3
Encours moyens des livrets.....	-5	16	31	41	63	67	25	-1
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôt.....	-28	-31	-10	1	1	25	103	84
Placements nouveaux en PEL.....	75	113	92	25	50	49	40	22
Placements nouveaux en PEP.....	35	45	10	-16	3	15	25	9
Placements en actions.....	15	70	26	-40	-50	-43	-46	-33
Placements en obligations.....	65	8	-17	-39	-11	0	4	-1
Placements en OPCVM court terme.....	-60	-84	-51	-53	-67	-83	-62	-49
Placements en autres OPCVM.....	21	40	-10	-53	-55	-58	-55	-33



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 2 août 1995

Le patrimoine financier des ménages s'est renforcé.

La restructuration de l'épargne se poursuit ; elle se caractérise toujours par un engouement marqué pour les dépôts à terme, les produits d'assurance-vie et, dans une moindre mesure, pour les certificats de dépôt, qui bénéficient d'un régime fiscal avantageux et de taux de rémunération attractifs.

En revanche, du fait des tombées d'échéances et d'un renouvellement qui tend à se ralentir, les encours des comptes sur livrets, après s'être fortement gonflés, tendent à se tasser, tandis que les placements nouveaux en plans d'épargne-logement et en plans d'épargne populaire progressent modérément.

En liaison avec l'évolution des marchés financiers, les placements en actions et en OPCVM court terme se sont de nouveau réduits, dans une proportion cependant moindre qu'au trimestre précédent, alors que les placements en obligations stagnent et ne sont soutenus que par la diffusion des OAT.

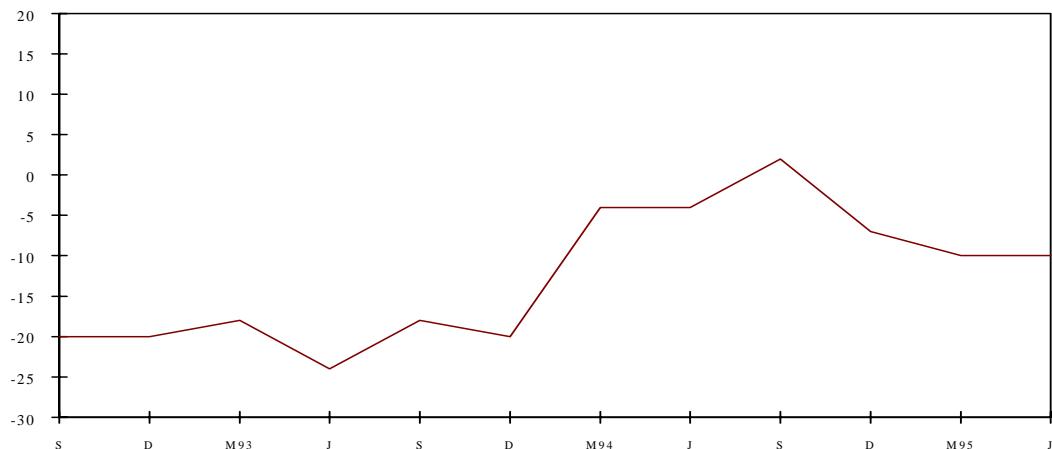
3.2. Les comportements d'endettement

SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS

(en données brutes)

Évolutions passées sauf indications contraires	3 ^e trim. 1993	4 ^e trim. 1993	1 ^{er} trim. 1994	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	4 ^e trim. 1994	1 ^{er} trim. 1995	2 ^e trim. 1995
Situation de l'endettement global.....	-18	-20	-4	-4	2	-7	-10	-10
Difficultés de paiement.....	5	2	-5	-2	-8	-13	-16	-10
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie	-10	0	9	2	12	5	3	21
Utilisations nouvelles de prêts personnels.....	0	23	25	39	38	30	17	47
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers.....	11	17	41	59	28	-4	-11	4
Évolution prévue de la demande de crédits de trésorerie					31	26	32	24
Évolution prévue de la demande de crédits immobiliers.....					25	12	22	17

**ENDETTEMENT GLOBAL DES PARTICULIERS
SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT
(séries brutes)**



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 27

Mise à jour le 5 mai 1995

L'endettement net des particuliers demeure proche de la normale.

Les actives campagnes de promotion menées par les établissements de crédit et la fin, au mois de juin, de la période d'application de la prime « à la casse », sont à l'origine d'une forte progression des utilisations de prêts personnels ; une augmentation plus modérée du recours aux autorisations de trésorerie a aussi été relevée.

Le recours aux prêts immobiliers se stabilise. Comme aux cours des mois précédents, les opérations portent plus sur des améliorations ou des aménagements que sur des acquisitions.

Les établissements interrogés attendent une nouvelle progression de la demande de crédits de trésorerie au cours des prochains mois et, dans une moindre mesure, un raffermissement de la demande de crédits à l'habitat.

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

Communiqué de la Banque de France, en date du 13 juillet 1995, relatif à la réévaluation semestrielle des cours officiels de change

La situation arrêtée au 6 juillet 1995 fait apparaître l'incidence des écritures de fin de semestre afférentes à la comptabilisation des réserves de change.

Les avoirs en or ont été réévalués au prix de 61 366 francs le kilogramme d'or fin, résultant de la moyenne, durant les trois derniers mois, des cours de l'or sur le marché international de Londres, quotidiennement convertis en francs sur la base du cours du dollar des États-Unis à Paris. Ce prix se compare à celui de 65 632 francs le kilogramme d'or fin, retenu à la fin décembre 1994. Il en est résulté une moins-value de 10 866 millions de francs au titre des réserves en or, enregistrée au poste « Or » de la situation, et une moins-value de 2 717 millions de francs au titre des avoirs en or déposés auprès de l'Institut monétaire européen, constatée au poste « Or et autres actifs de réserve à recevoir de l'IME ». La contrepartie de ces mouvements a été portée au débit du compte « Réserve de réévaluation des réserves en or de l'État », pour un montant total de 13 583 millions de francs.

Les devises ont été comptabilisées sur la base des cours constatés par la Banque de France sur les marchés de change de Paris le 28 juin 1995 (soit pour le dollar 4,8775 francs et pour le deutschemark 3,5133 francs, contre respectivement 5,4400 francs et 3,4540 francs au 28 décembre 1994). Il en est résulté une

diminution de 7 148 millions de francs du poste « Disponibilités à vue à l'étranger » et une diminution de 1 739 millions de francs du poste « Or et autres actifs de réserve à recevoir de l'IME », au titre des avoirs en dollars déposés auprès de l'Institut monétaire européen.

Les postes « Écus », à l'actif, et « Écus à livrer à l'IME », au passif, ont été réévalués sur la base du cours en francs de l'écu au 28 juin 1995, soit 1 écu = 6,53287 francs, contre 6,58899 francs le 28 décembre 1994. Il s'en est dégagé une plus-value nette de 259 millions de francs.

La contrepartie des moins-values et plus-values constatées sur les avoirs et engagements en devises et en écus a été portée au poste « Réserve de réévaluation des réserves en devises de l'État ». Par ailleurs, conformément aux dispositions de la convention sur la gestion et la comptabilisation des réserves de change conclue le 10 juin 1993 entre l'État et la Banque de France, les différences de change relatives aux opérations en devises réalisées par la Banque de France durant le premier semestre de 1995 ont également été imputées sur la réserve de réévaluation des réserves en devises de l'État. Au total, le montant de cette réserve a diminué de 11 319 millions de francs.

Les montants des avances de la Banque de France au Fonds de stabilisation des changes, à l'actif, et du compte spécial du Fonds de stabilisation des changes – Contrepartie des allocations de DTS, au passif, ont été ajustés consécutivement à la réévaluation des avoirs et engagements du Fonds libellés en DTS sur la base de la valeur en francs du droit de tirage spécial au 30 juin 1995, soit 7,61319 francs, contre 7,80436 francs au 30 décembre 1994. Il en est résulté une réduction de 324 millions de francs des avances pour concours au FMI, de 100 millions de francs des avances pour acquisition de DTS, et de 206 millions de francs du compte spécial du Fonds de stabilisation des changes – Contrepartie des allocations de DTS. La contrepartie de ces mouvements a été portée en diminution du poste du passif « Autres comptes, dispositions et autres

engagements à vue », qui comprend, notamment, les avoirs en francs du Fonds.

Les variations de certains des postes de la situation mentionnés ci-dessus diffèrent des chiffres indiqués dans le présent communiqué en raison de l'incidence des autres opérations de la semaine.

Communiqué de la Banque de France, en date du 20 juillet 1995, relatif à l'ajustement trimestriel des avoirs de change auprès de l'Institut monétaire européen (IME)

La situation hebdomadaire arrêtée au 13 juillet 1995 fait apparaître l'incidence de l'ajustement trimestriel du dépôt de 20 % des réserves publiques en or et en dollars effectué auprès de l'Institut monétaire européen.

Le poste « Or » n'a enregistré aucune modification, le dépôt d'or restant inchangé à 636,8 tonnes d'or.

Le poste « Disponibilités à vue à l'étranger » s'est contracté de 366 millions de francs correspondant à un versement supplémentaire à l'IME de 75 millions de dollars, consécutifs à l'augmentation des réserves en cette devise entre le 31 mars et le 30 juin 1995.

En contrepartie des avoirs déposés, l'IME a mis à la disposition de la Banque de France 8 288 millions d'écus, contre 8 243 millions précédemment. Le montant des écus a été déterminée par l'IME sur la base :

– pour l'or, de la moyenne des cours notés aux deux « fixing » de Londres du 29 juin 1995 et convertis en écus, soit :

1 kg = 9 321,305 écus, contre 9 336,995 écus à fin mars 1995,

– pour le dollar, du cours du marché le 7 juillet 1995, soit :

1 dollar = 0,74268 écu, contre 0,74307 écu le 7 avril 1995.

La contrevaleur en francs des écus reçus, calculée sur la base du cours d'évaluation semestrielle de l'écu, soit 1 écu = 6,53287 francs, représente 54 143 millions de francs ; le poste « Écus » fait cependant apparaître un montant inférieur en raison, de l'utilisation en novembre 1993 d'avoirs en écus pour le remboursement d'une dette envers le Fonds européen de coopération monétaire.

L'engagement réciproque de dénouement à terme des opérations intervenues entre la Banque de France et l'IME est retracé dans les postes suivants :

– à l'actif : « Or et autres actifs de réserve à recevoir de l'IME » qui est passé de 54 158 millions de francs à 54 524 millions ;

– au passif : « Écus à livrer à l'IME » qui est passé de 53 852 millions de francs à 54 143 millions.

Comité des établissements de crédit

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

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

A - ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE

Agréments, retraits d'agrément et autres modifications devenus effectifs au cours du deuxième trimestre 1995

I - Établissements habilités à traiter toutes les opérations de banque

1.1. Banques

Agréments

- ◆ Banque nationale de Paris Guadeloupe - BNP Guadeloupe, SA, Paris
- ◆ Banque nationale de Paris Martinique - BNP Martinique, SA, Paris
- ◆ Sofax banque, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)

Retraits d'agrément

- ◆ Avenue banque, A B, SA, Paris
- ◆ Banque parisienne de gestion et de dépôts - BPGD, SA, Paris
- ◆ Crédit universel (1ère du nom), SA, Paris
- ◆ Sofabanque-Banque de la Société financière auxiliaire des pétroles, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)

Modifications

- ◆ Banque Arjil et compagnie, société en commandite par actions, Paris
au lieu de Banque Arjil, société en commandite par actions, Paris.
- ◆ Banque Pommier, SA, Paris
au lieu de Banque Pommier - Banque pour l'industrie et les services, SA, Paris
- ◆ UAP Banque, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Banque de l'Union occidentale - BUO, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- ◆ Crédit universel (2ème du nom), SA, Paris
au lieu de Compagnie du Crédit universel, SA, Paris

1.2. Banques mutualistes ou coopératives

- Établissements affiliés à la Chambre syndicale des banques populaires

Modifications

- ◆ BPROP - Banque populaire, société coopérative de banque populaire, loi du 13.03.1917, Versailles, (Yvelines)
au lieu de Banque populaire de la région Ouest de Paris, société coopérative de banque populaire, loi du 13.03.1917, Versailles, (Yvelines).

- ◆ Banque populaire savoisiennne, société coopérative de banque populaire, loi du 13.03.1917, La Roche-sur-Foron, (Haute-Savoie)
au lieu de Banque populaire savoisiennne de crédit, société coopérative de banque populaire, loi du 13.03.1917, La Roche-sur-Foron, (Haute-Savoie).
- ◆ CASDEN Banque Populaire, société coopérative de banque populaire, loi du 13.03.1917, Noisiel, (Seine-et-Marne)
au lieu de Caisse d'aide sociale de l'éducation nationale - Banque populaire - CASDEN BP, société coopérative de banque populaire, loi du 13.03.1917, Noisiel (Seine-et-Marne).

- Établissements affiliés à la Caisse nationale de crédit agricole

Agréments

- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Centre-Est, société coopérative - livre V du code rural, Champagne-au-Mont-d'Or, (Rhône)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Centre France - Crédit agricole Centre France, société coopérative - livre V du code rural, Clermont-Ferrand, (Puy-de-Dôme)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Centre Loire, société coopérative - livre V du code rural, Bourges (Cher)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Charente-Maritime Deux-Sèvres, société coopérative - livre V du code rural, Saintes, (Charente-Maritime)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Touraine et du Poitou, société coopérative - livre V du code rural, Poitiers, (Vienne)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel du Val de France, société coopérative - livre V du code rural, Chartres, (Eure-et-Loir)

Retraits d'agrément

- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Ain - Saône-et-Loire, société coopérative - livre V du code rural, Bourg-en-Bresse, (Ain)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Beauce et du Perche, société coopérative - livre V du code rural, Chartres, (Eure-et-Loir)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel Centre France, société coopérative - livre V du code rural, Clermont-Ferrand, (Puy-de-Dôme)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel la Charente-Maritime, société coopérative - livre V du code rural, Saintes, (Charente-Maritime)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel du Cher, société coopérative - livre V du code rural, Bourges, (Cher)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Corrèze, société coopérative - livre V du code rural, Tulle, (Corrèze)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel d'Indre-et-Loire, société coopérative - livre V du code rural, Tours, (Indre-et-Loire)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de Loir-et-Cher, société coopérative - livre V du code rural, Blois, (Loir-et-Cher)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel du Loiret, société coopérative - livre V du code rural, St-Jean-de-Braye, (Loiret)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Nièvre, société coopérative - livre V du code rural, Varennes-Vauzelles, (Nièvre)

- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel des Deux-Sèvres, société coopérative - livre V du code rural, Niort, (Deux-Sèvres)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel du Sud-Est, société coopérative - livre V du code rural, Champagne-au-Mont-d'Or, (Rhône)
- ◆ Caisse régionale de crédit agricole mutuel de la Vienne, société coopérative - livre V du code rural, Poitiers, (Vienne)

II - Sociétés financières

2.5. Sociétés affiliées à la Chambre syndicale des Sociétés anonymes de crédit immobilier

Modifications

- ◆ Crédit immobilier de France "Côte-d'Or" - Société anonyme de crédit immobilier, SA, Dijon, (Côte-d'Or) au lieu de Crédit immobilier populaire de la Côte-d'Or - CIPCO, société anonyme de crédit immobilier, SA, Dijon, (Côte-d'Or)
- ◆ Financière de crédit immobilier de Picardie-Champagne-Ardenne, SA, Soissons, (Aisne) au lieu de Financière de crédits immobiliers de Picardie-Champagne-Ardenne, SA, Soissons, (Aisne)

Transfert de catégorie (Établissement adhérent à un organisme professionnel jusqu'au 1er juin 1995)

- ◆ Caution mutuelle du crédit immobilier de France - CM-CIF, société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Paris au lieu de Société de caution mutuelle des sociétés de crédit immobilier de France - SCM-SCIF, société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Paris

2.6. Sociétés de caution à statut particulier

Retrait d'agrément

- ◆ Société de caution mutuelle des négociants en grains de l'Ouest - Socaugrains, société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Rennes, (Ille-et-Vilaine)

Modifications

- ◆ Caution mutuelle grains 2 Estuaires-Bretagne, société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Angers, (Maine-et-Loire) au lieu de Société de caution mutuelle des négociants en grains agréés de la région des deux estuaires, société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Angers, (Maine-et-Loire)
- ◆ Société de caution mutuelle des industries et des commerces en gros de vins, cidres, jus de fruits, sirops, spiritueux et liqueurs de France "Socauvis", société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Levallois-Perret, (Hauts-de-Seine) au lieu de Société de caution mutuelle des industries et des commerces en gros de vins, cidres, jus de fruits, sirops, spiritueux et liqueurs de France "Socauvis", société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Paris

2.7. Sofergie

Retrait d'agrément

- ◆ France-Bail, SA, Paris

2.8. Sicomi

Modifications

- ◆ CLF, Régions-Bail, SA, Paris
au lieu de Régions bail, SA, Paris
- ◆ Sicorail, SA, Paris
au lieu de Sicorail, SA, Levallois-Perret, (Hauts-de-Seine)

2.12. Sociétés financières exerçant divers types d'activité

- Sociétés financières autres que maisons de titres

Agréments

- ◆ Cofica bail, SA, Paris
- ◆ Consortium de réalisation, société par actions simplifiée, Paris
- ◆ Fidem, SA, Paris

Retraits d'agrément

- ◆ Caisse de crédit, SA, Paris
- ◆ Compagnie médicale de cautionnement mutuel - CMCM, SA, Paris
- ◆ Concorde équipement, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- ◆ Interpayment chèque bleu, SA, Paris
- ◆ Locunivers, SA, Marseille, (Bouches-du-Rhône)
- ◆ Pallas finance, SA, Paris
- ◆ Société anonyme financière de Bourgogne - SAFIB, SA, Dijon, (Côte-d'Or)
- ◆ Société de caution des viandes - Cauvia, SA, Paris
- ◆ Société financière auxiliaire des pétroles - Sofax, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)
- ◆ Société financière de caution "Entreprendre en France", SA, Paris
- ◆ Soder-Bail, SA, Paris

Modifications

- ◆ Accea finance, SA, Paris
au lieu de Cetebail, SA, Paris
- ◆ ICL Financement SA, SA, Paris
au lieu de ICL Financement SA, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
- ◆ International crédit service SAS, société par actions simplifiée, Neuilly-sur-Seine, (Hauts-de-Seine)
au lieu de International crédit service SNC - Intercrédit, société en nom collectif, Neuilly-sur-Seine, (Hauts-de-Seine)
- ◆ Massey Ferguson finance France, SNC, société en nom collectif, Beauvais, (Oise)
au lieu de Massey Ferguson finance France, SNC, société en nom collectif, Paris

- ◆ Monceau murs, SA, Paris
au lieu de Pyramides bail, SA, Paris
- ◆ Slibail Réunion, société en commandite simple, Saint-Denis, (La Réunion)
au lieu de Slibail internationale et Cie - Slibail Réunion, société en commandite simple, Saint-Denis, (La Réunion)
- ◆ Société française du chèque de voyage, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Société française du chèque de voyage, SA, Courbevoie, (Hauts-de-Seine)
- ◆ The Capita corporation finance France, société en nom collectif, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Central hispano finance France SNC, société en nom collectif, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

Transfert de catégorie (Établissement précédemment Sociétés de caution à statut particulier)

- ◆ Société de caution mutuelle du livre, du papier, des métiers de la diffusion de la presse et de leurs activités annexes - Socaudelp, société anonyme coopérative, Paris
au lieu de Société de caution mutuelle du livre, du papier, des métiers de la diffusion de la presse et de leurs activités annexes - Socaudelp, société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Paris

- Maisons de titres

Agréments

- ◆ ABN Amro finance SA, SA, Paris
- ◆ Crédits investissement (France) SA, SA, Paris

Retraits d'agrément

- ◆ Daiwa Europe finance (France) SA, SA, Paris
- ◆ Fidinvest, SA, Paris

Modification

- ◆ Financière Julius Baer France SA, SA, Paris
au lieu de Financière Julius Baer France SA, SA, Bordeaux, (Gironde)

III - Institutions financières spécialisées

Retrait d'agrément

- ◆ Société de financement et de prise de participations dans les PME industrielles d'Ile-de-France "Sofiparil", SA, Paris

B - SUCCURSALES D'ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN RELEVANT DU LIBRE ÉTABLISSEMENT

Établissements de crédit

Ajouter

- ◆ HSBC investment bank limited, succursale, Paris, Londres, (GB)
- ◆ LBS Badische Landesbausparkasse, succursale, Strasbourg, (Bas-Rhin), Karlsruhe, (DE)

Supprimer

- ◆ Samuel Montagu & Co Limited, succursale, Paris, Londres, (GB)
- ◆ Union Bank of Finland Ltd, succursale, Paris, Helsinki

Modifications

- ◆ Bausparkasse Schwaebisch Hall AG Bausparkasse der Volksbanken und Raiffeisenbanken, succursale, Haguenau, (Bas-Rhin), Schwaebisch Hall, (DE)
au lieu de Bausparkasse Schwaebisch Hall AG Bausparkasse der Volksbanken und Raiffeisenbanken, succursale, Sarreguemines, (Moselle), Schwaebisch Hall, (DE)

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

du 1^{er} au 31 juillet 1995

***Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 7,75 % octobre 2005, 8,50 % octobre 2008, 6 % octobre 2025
(Communiqué de la Banque de France)***

– en date du 4 juillet 1995

Le jeudi 6 juillet 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

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

1. OAT 7,75 % octobre 2005 de 2 000 francs Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 155 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2005.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 25 juillet 1995, soit 115,94 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 25 juillet 1995, soit 127,16 francs par obligation.

3. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 25 juillet 1995, soit 89,76 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 juillet 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^e étage – bureau A 220), contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

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

- jusqu'au jeudi 6 juillet 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 7 juillet 16 heures pour la seconde tranche de 15 %.

OAT 7,75 % OCTOBRE 2005

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
101,28	200 000 000	200 000 000	101,28
101,26	3 650 000 000	3 850 000 000	101,26
101,24	6 900 000 000	10 750 000 000	101,25
101,22	3 550 000 000	14 300 000 000	101,24
101,20	1 785 000 000	16 085 000 000	101,24
101,20	765 000 000	16 850 000 000	101,23
101,18	1 300 000 000	18 150 000 000	101,23
101,16	850 000 000	19 000 000 000	101,23
101,14	50 000 000	19 050 000 000	101,23
101,12	200 000 000	19 250 000 000	101,23
101,00	1 500 000 000	20 750 000 000	101,21
Prix limite retenu : 101,20 % (taux de rendement : 7,57 %) Demandes servies à ce prix limite : 70,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 101,24 % (taux de rendement : 7,56 %)			

OAT 8,50 % OCTOBRE 2008

Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
106,52	400 000 000	400 000 000	106,52
106,50	250 000 000	650 000 000	106,51
106,48	900 000 000	1 550 000 000	106,49
106,46	1 350 000 000	2 900 000 000	106,48
106,44	550 000 000	3 450 000 000	106,47
106,42	550 000 000	4 000 000 000	106,46
106,40	200 000 000	4 200 000 000	106,46
106,38	100 000 000	4 300 000 000	106,46
106,36	100 000 000	4 400 000 000	106,46
106,32	150 000 000	4 550 000 000	106,45
106,30	200 000 000	4 750 000 000	106,45
106,20	500 000 000	5 250 000 000	106,42
Prix limite retenu : 106,46 % (taux de rendement : 7,70 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 106,48 % (taux de rendement : 7,70 %)			

OAT 6 % OCTOBRE 2025			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
76,26	500 000 000	500 000 000	76,26
76,24	250 000 000	750 000 000	76,25
76,22	400 000 000	1 150 000 000	76,24
76,20	500 000 000	1 650 000 000	76,23
76,18	150 000 000	1 800 000 000	76,23
76,16	500 000 000	2 300 000 000	76,21
76,14	100 000 000	2 400 000 000	76,21
76,12	100 000 000	2 500 000 000	76,20
76,10	300 000 000	2 800 000 000	76,19
76,08	50 000 000	2 850 000 000	76,19
76,04	100 000 000	2 950 000 000	76,19
76,02	100 000 000	3 050 000 000	76,18
75,98	600 000 000	3 650 000 000	76,15
75,88	100 000 000	3 750 000 000	76,14
75,80	200 000 000	3 950 000 000	76,12
Prix limite retenu : 76,18 % (taux de rendement : 8,13 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 76,23 % (taux de rendement : 8,13 %)			

– *Résultat global de l'adjudication
du 7 juillet 1995*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 6 juillet 1995, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 166 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 869 millions de francs

pour les offres consécutives à la séance. Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 20 785 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 23 820 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant la séance	Après séance	
OAT 7,75 % octobre 2005	16 085	166	2 215	18 466
OAT 8,50 % octobre 2008	2 900		402	3 302
OAT 6 % octobre 2025.....	1 800		252	2 052
Total.....	20 785	3 035		23 820

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67

**Adjudication d'obligations assimilables
du Trésor 7,50 % Avril 2 005 en écus
(Communiqué de la Banque de France)**

– en date du 10 juillet 1995

Le jeudi 12 juillet 1995, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé ».

Le montant global émis sera compris entre 500 millions d'écus et 700 millions.

. OAT 7,50 % avril 2005 de 500 écus
Jouissance du 25 avril 1995. Coupon annuel : 37,50 écus 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 1995 au 26 juillet 1995, soit 9,425 écus par obligation.

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

Les soumissions seront présentées, soit par télétransmission à l'aide du système Telsat, soit au moyen de fiches déposées au siège de la Banque de France (2^e étage – bureau A 220),

contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pourront présenter des offres non compétitives jusqu'au jeudi 13 juillet 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 (janvier, mars et mai 1995).

OAT 7,50 % AVRIL 2005 DE 500 ÉCUS			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
98,08	50 000 000	50 000 000	98,08
98,06	50 000 000	100 000 000	98,07
98,04	50 000 000	150 000 000	98,06
98,00	60 000 000	210 000 000	98,04
97,98	10 000 000	220 000 000	98,04
97,94	35 000 000	255 000 000	98,03
97,92	25 000 000	280 000 000	98,02
97,90	100 000 000	380 000 000	97,99
97,88	105 000 000	485 000 000	97,96
97,86	155 000 000	640 000 000	97,94
97,84	54 000 000	694 000 000	97,93
97,84	126 000 000	820 000 000	97,92
97,82	145 000 000	965 000 000	97,90
97,80	110 000 000	1 075 000 000	97,89
97,78	140 000 000	1 215 000 000	97,88
97,76	125 000 000	1 340 000 000	97,87
97,74	70 000 000	1 410 000 000	97,86
97,72	90 000 000	1 500 000 000	97,85
97,70	40 000 000	1 540 000 000	97,85
97,68	45 000 000	1 585 000 000	97,84
97,60	40 000 000	1 625 000 000	97,84
Prix limite retenu : 97,84 % (taux de rendement : 7,82 %) Demandes servies à ce prix limite : 30,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 97,93 % (taux de rendement : 7,80 %)			

– Résultat global de l'adjudication
du 13 juillet 1995

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor, OAT 7,50 % avril 2005 en écus, du 12 juillet 1995, aucune offre non

compétitive n'a été présentée par les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT).

Le montant nominal global des OAT souscrites par voie de soumissions compétitives s'élève donc à 694 millions d'écus.

**Journal officiel du 22 juin 1995 –
Seuils de l'usure applicables
à compter du 1^{er} juillet 1995**

TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Taux effectifs pratiqués au 2 ^e trimestre 1995	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} juillet 1995
CRÉDITS AUX PARTICULIERS		
<i>Crédits immobiliers</i>		
– Prêts à taux fixe	9,49	12,65
– Prêts à taux variable	9,25	12,33
– Prêts relais	10,49	13,99
<i>Crédits de trésorerie</i>		
– Prêts d'un montant ≤ à 10 000 francs.....	16,79	22,39
– Découverts en compte, prêts permanents et financements d'achats ou de ventes à tempérament d'un montant > à 10 000 francs.....	14,45	19,27
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs.....	11,86	15,81
CRÉDITS AUX ENTREPRISES		
– Prêts consentis en vue d'achats ou de ventes à tempérament montant unitaire ≤ à 300 000 francs	13,02	17,36
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux variable montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,19	12,25
– Prêts d'une durée initiale supérieure à deux ans, à taux fixe montant unitaire ≤ à 1 million de francs.....	9,74	12,99
– Découverts en compte (a) montant unitaire ≤ à 500 000 francs	12,39	16,52
– Autres prêts d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans montant unitaire ≤ à 500 000 francs	12,79	17,05
<i>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.</i>		
(a) <i>Commissions de plus fort découvert :</i> Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 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 1^{er} JUILLET 1995

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

JO DU 5 JUILLET 1995

- Arrêté du 21 juin 1995 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 2 francs.
- Arrêté du 21 juin 1995 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 500 francs et d'une pièce commémorative de 100 francs.

JO DU 8 JUILLET 1995

- Arrêté du 7 juillet 1995 fixant les attributions d'actions d'Usinor-Sacilor aux personnes physiques.

JO DES 10 ET 11 JUILLET 1995

- Arrêté du 28 juin 1995 fixant la valeur du coupon à échéance du 17 juillet 1996 pour les obligations de la deuxième tranche à taux révisable de l'emprunt d'État juillet 1984 (code Sicovam 4 098).

JO DU 12 JUILLET 1995

- Avis relatif à la fixation du prix pour paiement comptant visé à l'article L. 311-7 du code de la consommation.

JO DES 17 ET 18 JUILLET 1995

- Décret n° 95-841 du 17 juillet 1995 pris pour l'application de la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation.
- Arrêté du 13 juillet 1995 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor en écus 7,50 % Avril 2005.
- Arrêté du 13 juillet 1995 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 7 % Octobre 2000.

- Avis relatif à l'indice du coût de la construction du premier trimestre 1995.

JO DU 22 JUILLET 1995

- Décret n° 95-843 du 13 juillet 1995 relatif au transfert au secteur privé d'une part du capital de la Compagnie des machines Bull.

JO DU 29 JUILLET 1995

- Loi n° 95-858 du 28 juillet 1995 relevant de 18,60 % à 20,60 % le taux normal de la taxe sur la valeur ajoutée à compter du 1^{er} août 1995.