

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 2

FÉVRIER 1994

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Le rythme de la croissance s'accélère aux États-Unis et se maintient au Royaume-Uni ; ailleurs, l'activité demeure peu dynamique, en dépit de quelques signes de reprise en Europe. Malgré un léger regain en fin d'année, l'inflation reste modérée. Les taux d'intérêt à court terme sont demeurés, sauf aux États-Unis, orientés à la baisse ; une légère tension est apparue sur le compartiment du long terme.

L'évolution des principales devises en janvier

Les tendances observées en décembre se sont maintenues. L'appréciation du dollar s'est accentuée jusqu'à la troisième semaine de janvier, faisant écho à la vigueur de la reprise américaine. Le yen, en dépit de la morosité de la conjoncture, s'est consolidé, conforté par l'accroissement de l'excédent commercial japonais en décembre. La livre, à la faveur des performances encourageantes de l'économie britannique et de l'apaisement des anticipations baissières sur les taux d'intérêt, s'est redressée, de même que la lire. Au sein du mécanisme de change européen, la détente amorcée au dernier trimestre de 1993 s'est poursuivie. L'évolution irrégulière du deutschemark a plutôt favorisé les autres monnaies européennes et permis une détente assez générale des conditions monétaires. Le franc a confirmé sa bonne tenue, facilitée par le maintien d'un courant régulier d'achats de non-résidents. Une légère détente des taux d'intérêt à court terme est intervenue et l'écart de rémunération à long terme avec les taux allemands a été significativement réduit.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en janvier

Selon les chefs d'entreprise interrogés lors de l'enquête de conjoncture de la Banque de France, la production industrielle, qui avait progressé en novembre et décembre, a peu varié en janvier. Le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit en hausse. La demande globale a continué d'augmenter. La demande intérieure, interindustrielle notamment, a montré de nouveaux signes de raffermissement. La demande extérieure reste favorablement orientée ; dans l'ensemble, les entreprises françaises bénéficient d'une bonne compétitivité-prix et imposent plus facilement leurs produits, grâce aux efforts techniques et commerciaux qu'elles ont consentis. Le caractère plus favorable de l'appréciation portée sur les carnets de commandes se confirme. Même s'ils se sont un peu alourdis, les stocks restent maîtrisés et très proches de la normale. Les prix des produits finis se sont un peu effrités mais des relèvements de tarifs sont envisagés, compte tenu de la hausse des cours des matières premières et du dollar.

Les responsables d'entreprises interrogés estiment qu'au cours des prochains mois l'activité devrait progresser dans la très grande majorité des secteurs. Cependant, la mise en force de leurs plans d'investissement demeure conditionnée par l'apparition de signes indiscutables de reprise.

L'accroissement de l'activité commerciale, enregistré en décembre, s'est prolongé en janvier. Les effectifs se sont réduits dans l'industrie ; ils sont restés stables dans le bâtiment, le commerce et les services marchands. Les entreprises s'attachent à conserver leur personnel à caractère permanent et cherchent à accroître la flexibilité de gestion de leur main-d'oeuvre, afin d'éviter les licenciements.

La balance des paiements en novembre

L'excédent (FAB-FAB) des transactions courantes avec l'extérieur s'est établi, en données brutes provisoires, à 2,8 milliards de francs, contre 7,6 milliards en octobre : il porte à + 53,9 milliards de francs le solde cumulé des onze premiers mois de l'année, marquant ainsi une nette progression par rapport à

la même période de 1992 (+ 9,1 milliards) ; en données cvs, l'excédent de novembre s'établit à 3,1 milliards de francs, contre 7,5 milliards en octobre. Les mouvements de capitaux à long terme ont dégagé des entrées nettes de 21 milliards de francs, en très nette augmentation par rapport à celles du mois précédent (3,9 milliards de francs). Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des sorties de 13,9 milliards de francs, contre des entrées de 3,1 milliards en octobre.

Les marchés de capitaux en janvier

Au cours du mois, les marchés de taux d'intérêt ont fait preuve d'un certain attentisme et les rendements ont évolué à l'intérieur de limites relativement étroites.

Les taux à très court terme se sont légèrement détendus dans le sillage du taux de l'argent au jour le jour, ramené de 6 1/2 % à 6 7/16 %. Toutefois, en raison de l'affaiblissement des anticipations quant à la poursuite du mouvement de baisse en Europe, les taux sont légèrement remontés sur les échéances à trois mois et au-delà, sur le marché interbancaire comme sur les marchés de titres. Sur le marché obligataire, le rendement moyen des emprunts du gisement progresse ainsi de 6 centimes à 5,67 % le 31 janvier, contre 5,61 % un mois plus tôt.

Les différents encours de titres négociables ont connu des évolutions dissemblables, aboutissant à un tassement de l'encours global.

Le marché des actions a poursuivi sa hausse, stimulé par les perspectives de baisse des taux d'intérêt et l'espoir d'une nette amélioration des résultats des sociétés en 1994. L'indice CAC 40 a inscrit de nouveaux records et progressé de 2,80 % sur l'ensemble du mois.

Les agrégats monétaires

En décembre, les moyens de paiement (M1) ont enregistré une hausse assez prononcée (1,5 %). Les avoirs sur livrets à taux réglementé (M2 – M1) ont poursuivi leur croissance (0,6 %) et l'agrégat M2 a ainsi progressé de 1,1 %. L'agrégat M3 s'est, au contraire, contracté de 1,5 %, sous l'effet d'un repli marqué des placements rémunérés à taux de marché (- 4,2 %), dû principalement à des ventes très importantes de titres d'OPCVM court terme (dont l'encours recensé dans M3 a diminué, en un mois, de 5,2 %). L'évolution récente de M3 traduit en effet, pour une large part, un transfert d'actifs liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats monétaires, phénomène qui est à l'origine d'une sensible accélération de la vitesse de circulation de la monnaie et qui, pour partie, résulte de facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux mesures fiscales concernant les OPCVM. Corrigée de ces facteurs exceptionnels, la variation de M3 en 1993, qui s'établit nominale à - 1,6 %, ressort en fait à + 1,4 %.

L'accroissement de l'agrégat P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) s'est accéléré (16,4 % contre 13,4 % en 1992) et celui de l'agrégat P2 (placements de type obligataire) s'est très fortement accentué (les souscriptions nettes de SICAV obligataires, en particulier, atteignant 134,5 milliards de francs au lieu de 9,7 milliards seulement en 1992).

Les crédits distribués par les banques se sont accrus de 0,7 % en octobre, marquant une rupture dans le mouvement de baisse enregistré depuis mars. L'évolution sur douze mois des concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit (- 1,1 % à fin octobre, après - 1,4 % à fin septembre) fait apparaître une atténuation du recul des encours. La progression sur un an de l'endettement intérieur total — qui permet de suivre l'ensemble des financements de l'économie, soit par le crédit, soit par des instruments de marché, indépendamment des arbitrages entre les différentes formes de placement — est restée ferme (4 % à fin octobre) et recouvre notamment une croissance très vive des financements obtenus sur les marchés : ces modalités de financement se sont substituées au crédit bancaire et, dans une moindre mesure, à l'émission de titres de créances négociables, dont l'accroissement, tout en restant soutenu (9,2 % en un an), s'est ralenti sensiblement depuis août 1993.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

La protection sociale

1^{er} janvier Revalorisation de 2 % des retraites de base, des prestations familiales et du RMI.

Entrée en vigueur des dispositions allongeant la durée de cotisation et modifiant le mode de calcul du salaire de référence pour la retraite de base.

25 janvier L'Unedic lance, avec la garantie de l'État, deux emprunts portant respectivement sur FRF 10 milliards à cinq ans et FRF 12 milliards à douze ans et demi.

Les entreprises publiques

3 janvier Le rapport Mandil, du nom d'un haut responsable du ministère de l'Industrie, estime que le statut monopolistique d'EDF-GDF ne répond qu'imparfaitement aux exigences du grand marché européen.

26 janvier La Commission européenne décide de poursuivre le gouvernement français devant la Cour de justice de Luxembourg, au motif du maintien de son monopole sur le gaz et l'électricité, contraire aux engagements pris en 1991.

La Commission européenne bloque le versement d'une aide du gouvernement français de FRF 2,5 milliards au groupe Bull et ouvre une enquête sur l'ensemble de sa recapitalisation depuis février 1993.

Les aides à l'agriculture

6 janvier L'enveloppe des prêts bonifiés à l'agriculture est fixée à FRF 16,5 milliards pour 1994, contre FRF 14,8 milliards l'an dernier.

Les privatisations

2 janvier Publication de l'appel d'offres pour la cession de gré à gré de 22 millions d'actions d'Elf-Aquitaine, soit 8,5 % du capital, dont les acquéreurs constitueront le noyau dur du groupe privatisé.

Les mesures de soutien de l'activité et d'aide à l'emploi

30 janvier Le Premier ministre annonce deux séries de mesures. La première concerne l'accompagnement de la demande :

– débloqué par anticipation de la participation des salariés en cas d'acquisition d'une automobile neuve ou de réalisation de gros travaux immobiliers ;

– versement d'une prime de FRF 5 000 pour tout retrait d'un véhicule de plus de 10 ans et assorti de l'achat d'une voiture neuve, et relèvement du plafond d'amortissement des véhicules d'entreprises ;

– abaissement de la rémunération des comptes et des plans d'épargne-logement et des taux des prêts attachés à ces formules.

La seconde a trait à l'aide à l'emploi :

– accélération du remboursement de la créance au titre du décalage d'un mois de la TVA en fonction des efforts des entreprises en matière d'emploi et de formation des jeunes ;

– reconduction jusqu'à fin 1994 des mesures en faveur de l'emploi et de la formation professionnelle annoncées au printemps 1993 ;

– déblocage d'une enveloppe budgétaire de FRF 100 millions pour la recherche de nouveaux gisements d'emplois.

La Banque de France et la politique monétaire

3 janvier Les banques ramènent leur taux de base de 8,15 % à 7,95 %, niveau le plus bas depuis 21 ans.

6 janvier Le Conseil des ministres arrête la composition du Conseil de la politique monétaire.

7 janvier Installation officielle, en présence du Premier ministre, du Conseil de la politique monétaire. À l'issue de la cérémonie organisée dans la Galerie dorée, le Conseil a tenu sa première réunion, au cours de laquelle il a été procédé au tirage au sort destiné à fixer la durée des mandats de chaque conseiller. La durée des mandats de Jean Boissonnat et de Bruno de Maulde est fixée à trois ans ; ceux de Denise Flouzat et de Jean-Pierre Gérard sont de six années ; ceux de Michel Albert et de Michel Sapin sont de neuf années. Conformément à la loi, seul le mandat des conseillers fixé à trois ans est renouvelable.

19 janvier M. Trichet intervient devant la commission des Finances de la Diète fédérale (Bundestag).

27 janvier M. Trichet est entendu par la commission des Finances du Sénat, qui a décidé de conférer une périodicité régulière à ces auditions et de mettre en place un comité restreint chargé de les préparer et de suivre l'application de la politique monétaire.

Le Conseil de la politique monétaire fixe ses objectifs pour 1994. L'objectif final est une hausse des prix qui n'excède pas 2 %. Sa réalisation repose sur la poursuite de deux objectifs intermédiaires : la stabilité du franc au sein du mécanisme de change européen et une progression de 5 %, sur le moyen terme, de l'agrégat M3 et de l'endettement intérieur total.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Les comptes nationaux du troisième trimestre 1993

28 janvier Selon les chiffres révisés de l'INSEE, le PIB a augmenté de 0,3 % au troisième trimestre (contre une estimation initiale de + 0,2 %), après une progression de 0,1 % au trimestre précédent.

La production industrielle

19 janvier L'indice mensuel de la production industrielle (cvs, hors bâtiment) a progressé de 0,6 % en novembre, après deux mois de recul successifs.

La construction de logements

21 janvier En 1993, le nombre de mises en chantier de logements a fléchi à 256 500, en baisse de 7,4 % sur 1992. Le ministère de l'Équipement note toutefois une reprise au quatrième trimestre.

Les créations et défaillances d'entreprises

14 janvier Selon l'INSEE, le nombre des défaillances (cvs) s'est élevé à 6 021 en novembre, contre 5 829 en octobre.

19 janvier En 1993, le nombre des créations d'entreprises s'est élevé à 273 521, contre 274 642 en 1992. L'INSEE souligne que la baisse (de 0,4 %) a été plus modérée que durant l'exercice précédent (- 1,6 %) et que l'on observe une reprise des créations au cours des six derniers mois.

La consommation des ménages

24 janvier Après un recul sensible en octobre et novembre, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est pratiquement stabilisée (- 0,04 %) en décembre. Sur l'ensemble du dernier trimestre, elle s'est inscrit en baisse de 2,1 % par rapport aux trois mois précédents.

L'emploi

19 janvier Selon le ministère du Travail, les effectifs salariés des secteurs marchands non agricoles ont diminué de 0,6 % au cours du second semestre.

31 janvier En décembre, le nombre des demandeurs d'emploi a augmenté de 0,1 % d'un mois à l'autre, s'établissant à 3 290 000 (cvs) ; le taux de chômage est inchangé à 12 %.

Les salaires

17 janvier Selon l'INSEE, le salaire brut de base a progressé, au troisième trimestre, de 0,6 % sur trois mois et de 2,6 % sur un an dans le secteur privé. Dans la fonction publique, les évolutions ont été respectivement de + 0,4 % et + 2,1 %.

21 janvier Selon le ministère du Travail, les salaires des ouvriers et des employés ont augmenté de 1 % en décembre, après 0,8 % en novembre.

Le revenu agricole

19 janvier Selon les comptes de l'agriculture, le revenu moyen par exploitation a progressé de 0,1 % en 1993, première année de la réforme de la PAC.

Les prix

21 janvier Selon l'indice définitif, en décembre, les prix à la consommation ont diminué de 0,1 % par rapport à novembre, soit une hausse en glissement annuel de 2,1 %, contre 1,9 % un an auparavant. En moyenne annuelle, leur augmentation ressort à 2 %, après 2,4 % en 1992.

Les comptes extérieurs

20 janvier En octobre, les transactions courantes (cvs) ont dégagé un excédent de FRF 7,5 milliards. Sur les dix premiers mois de l'année, le solde positif atteint FRF 51 milliards, contre 7,1 milliards sur la période correspondante de 1992.

28 janvier En novembre, la balance commerciale s'est soldée par un excédent (cvs) de FRF 6,6 milliards, contre 9 milliards en octobre. L'excédent cumulé, depuis le début de l'année, atteint FRF 75,3 milliards, contre 24,8 milliards pour la période correspondante de 1992.

2.2. Étranger

- 4 janvier** Baisse de 2,1 % de la production industrielle en Allemagne en novembre.
- 5 janvier** Augmentation de 7,8 % à 8,1 % du taux de chômage en décembre en Allemagne occidentale.
- Baisse de 6 1/4 % à 6 % du taux d'escompte de la Banque nationale du Danemark et de 5,60 % à 5,50 % du taux Gomex de la Banque nationale d'Autriche.
- 6 janvier** Baisse des taux directeurs de la Banque nationale de Belgique (taux central 7,10 %, contre 7,25 % ; taux au jour le jour plafonné à 8,70 %, contre 8,95 % ; taux des avances hors plafond 11,25 %, contre 11,50 %) et de la Banque des Pays-Bas (taux des avances spéciales 5,50 %, contre 5,60 %, taux des avances sur titres 5,25 %, contre 5,50 %).
- Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne maintient ses taux directeurs inchangés et annonce que les deux prochaines prises en pension s'effectueront au taux fixe de 6 %.
- 7 janvier** Baisse de 6,5 % à 6,4 % du taux de chômage en décembre aux États-Unis.
- Confirmation d'une progression de 7,2 % de l'agrégat M3 en novembre en Allemagne. Baisse de 7 % à 6 3/4 % du taux des avances de la Banque d'Irlande.
- 11 janvier** Baisse de 1,3 % du PIB en Allemagne pour 1993 (- 1,9 % pour la partie occidentale).
- Recul de 10 % à 9,8 % du taux de chômage en Grande-Bretagne en décembre.
- 12 janvier** M. Hoffmeyer (gouverneur de la Banque nationale du Danemark) déclare ne pas exclure l'éventualité d'un repli des taux danois vers des niveaux comparables à ceux prévalant aux États-Unis et au Japon.
- 13 janvier** Les ventes de détail aux États-Unis progressent de 6,2 % en rythme annuel pour décembre.
- 14 janvier** Hausse de la production industrielle américaine en décembre de 0,7 %.
- Taux d'utilisation des capacités de production aux États-Unis : 83,5 %.
- Démission de M. Ciampi, Premier ministre italien, et annonce d'élections anticipées.
- 17 janvier** Hausse de la production industrielle au Royaume-Uni de 0,4 % en novembre, soit 3,9 % en rythme annuel.
- Démission de M. Gaïdar, vice-Premier ministre russe.
- 18 janvier** M. Lusser, président de la Banque nationale suisse, déclare que la marge disponible pour de nouvelles baisses de taux est réduite.
- Baisse de 6 % à 5 3/4 % du taux d'escompte et de celui des dépôts de la Banque nationale du Danemark.
- 19 janvier** Lors de son appel d'offres, la Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours au taux fixe de 6 % pour un montant de DEM 99,2 milliards et une tombée de 97,4 milliards.

Étranger

La Banque nationale du Danemark ramène son taux d'escompte et son taux des dépôts de 6 % à 5,75 %, ce qui les porte, désormais, au même niveau que le taux d'escompte allemand. La parité de la couronne danoise avec le deutschemark s'est raffermie, de DKK 4,15 pour DEM 1 en août 1993 à DKK 3,8760. La Banque offre aussi des certificats de dépôt à 14 jours au taux fixe de 6,25 %, soit 0,25 point de moins que lors de l'opération précédente.

La Banque du Portugal diminue de 0,5 point, à 11,5 %, le taux de ses prêts d'urgence à un jour. La précédente baisse de ce taux, de 12,75 % à 12 %, datait du 26 octobre 1993. La Banque centrale laisse inchangés ses deux autres taux directeurs, à 10,75 % pour le taux d'approvisionnement hebdomadaire en liquidités et à 9,75 % pour le taux d'absorption hebdomadaire en liquidités.

Chute de 0,2 % en décembre des ventes de détail au Royaume-Uni.

20 janvier Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne décide de maintenir le taux d'escompte et le taux Lombard au niveau prévalant depuis le 22 octobre (respectivement 5,75 % et 6,75 %). Il annonce le maintien du taux fixe de 6,00 % pour les deux prochaines prises en pension.

La Banque fédérale d'Allemagne abaissera le taux des réserves obligatoires à compter du 1^{er} mars 1994. La progressivité des coefficients appliqués aux dépôts à vue sera supprimée. Actuellement, des taux de 6,6 %, 9,9 % et 12,1 % frappent les dépôts respectivement jusqu'à 10 millions de deutschemarks, de 10 à 100 millions et au-delà de 100 millions. Un taux uniforme de 5 % entrera en vigueur à partir du 1^{er} mars 1993. Les coefficients pesant sur les dépôts à terme et les livrets d'épargne restent fixés à 2 %. Les réserves devraient, selon la Banque centrale, diminuer de 18 milliards de deutschemarks, soit un tiers des montants exigés après défalcation des encaisses fiduciaires. La Banque fédérale d'Allemagne prévoit de compenser cette réforme par une réduction des montants alloués lors des prises en pension hebdomadaires.

M. Hosokawa, Premier ministre du Japon, annonce un plan de réformes politiques qui sera rejeté le 21.

21 janvier Excédent commercial japonais de USD 12,93 milliards en décembre (USD 11,2 milliards en novembre), le solde positif à l'égard des États-Unis s'établissant à USD 5,36 milliards en décembre (USD 4,57 milliards en novembre).

24 janvier La Banque centrale de Suède abaisse son taux marginal d'un quart de point, le ramenant à 7,50 %.

L'indice Nikkei chute de 4,92 %.

25 janvier La Banque d'Espagne réduit de 0,25 point à 8,75 % son taux directeur (appels d'offres sur certificats de dépôt). Le précédent assouplissement (de 9,25 % à 9 %) datait du 3 décembre 1993.

La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 7,1 % à 7,0 % et son taux de découvert de fin de journée de 8,7 % à 8,6 %, laissant son taux d'urgence inchangé à 11,25 %.

- 26 janvier** La Banque du Portugal abaisse de 9,75 % à 9,65 % son taux des pensions au jour le jour, et ses deux taux directeurs d'un quart de point, à 9,50 % pour le taux d'absorption hebdomadaire en liquidités et à 10,50 % pour le taux d'approvisionnement hebdomadaire en liquidités. La précédente baisse de ces taux directeurs, de 1/8 de point, datait du 12 janvier.
- Hausse des prix en Allemagne occidentale de mi-décembre à mi-janvier : 3,4 % en rythme annuel (3,7 % de mi-novembre à mi-décembre).
- 28 janvier** Hausse du PIB américain au quatrième trimestre : 5,9 % (la plus élevée depuis 1988).
- Déflateur américain au quatrième trimestre : + 1,3 %.
- Prix à la consommation au Japon : + 1,3 % en 1993.
- 31 janvier** La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 7,00 % à 6,85 %, le taux de ses découverts bancaires de 8,60 % à 8,35 % et le taux de ses avances hors plafond de 11,25 % à 11,00 %. Le franc belge est revenu la veille à son cours pivot contre deutschemark.
- 2 février** Comme annoncé lors du Conseil du 20 janvier dernier, la Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours au taux fixe de 6,00 %.
- Elle alloue 1 029 milliards de deutschemarks, montant supérieur de 3,7 milliards à la tombée.
- 4 février** La Réserve fédérale annonce, à l'issue de la réunion du Comité fédéral de l' « Open market », qu'elle relève son objectif opérationnel, le taux de l'argent au jour le jour (taux des « Fed Funds ») d'un quart de point à 3,25 %.
- La Banque du Portugal réduit d'un quart de point les deux taux directeurs, à 10,25 % pour le taux d'approvisionnement en liquidités et à 9,25 % pour le taux d'absorption de liquidités.
- 7 février** La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 6,85 % à 6,70 %, son taux de découvert de fin de journée de 8,35 % à 8,20 %, et son taux des adjudications de 6,85 % à 6,70 %.
- 8 février** Le gouvernement japonais adopte un nouveau plan de relance de l'économie, le cinquième en 2 ans, d'un montant global de 15 250 milliards de yens (près de 140 milliards de dollars et environ 3 % du PNB), comprenant des réductions d'impôt pour 6 000 milliards de yens (55 milliards de dollars), dont 5 470 milliards pour le seul impôt sur le revenu, et des dépenses publiques supplémentaires axées essentiellement sur les travaux publics.
- La Banque d'Angleterre diminue d'un quart de point son taux directeur, de 5,50 % à 5,25 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Le rythme de la croissance s'accélère aux États-Unis et se maintient au Royaume-Uni ; ailleurs, l'activité demeure peu dynamique, bien que quelques signes de reprise apparaissent en Europe. Malgré une légère accélération en fin d'année, l'inflation reste modérée. Les taux d'intérêt à court terme sont demeurés, sauf aux États-Unis, orientés à la baisse, tandis qu'une légère tension apparaissait sur le compartiment du long terme.

La hausse des prix est restée modérée, en dépit d'une certaine accélération. En décembre, le glissement annuel est resté stable à 2,7 % aux États-Unis, tandis qu'il s'établissait à 1,0 % au Japon (contre 0,9 % en novembre), 1,9 % au Royaume-Uni (1,4 % en novembre), 4,9 % en Espagne (4,7 % en novembre). En janvier, il a atteint 3,5 % en Allemagne occidentale, contre 3,7 % en décembre et 4,2 % en Italie, contre 4 % en décembre.

Les taux d'intérêt à court terme ont été orientés à la baisse en Europe, en liaison avec diverses réductions de taux directeurs, ainsi qu'au Japon compte tenu des anticipations de baisse du taux d'escompte. En revanche, aux États-Unis, ils ont légèrement remonté avant même qu'intervienne, le 4 février, le relèvement d'un quart de point du taux des « Fed Funds ». Sur le compartiment du long terme, les taux se sont dans l'ensemble plutôt redressés.

Aux États-Unis, la croissance de l'économie a été particulièrement forte au dernier trimestre de 1993.

– Le PIB a augmenté de 5,9 % en rythme annuel (après + 2,9 % au troisième trimestre), grâce à la progression marquée de l'ensemble des composantes de la demande interne.

– Les dépenses de consommation des ménages (en volume) se sont accrues de 0,5 % en décembre, contre 0,1 % en novembre, en liaison avec l'augmentation du revenu disponible réel (0,6 %). Le taux d'épargne s'est élevé à 4,2 %, après 4,1 % en novembre.

– Sur le même mois, la croissance de la production industrielle s'est poursuivie (+ 0,7 % après + 0,9 % en novembre) et le taux d'utilisation des capacités productives a atteint 83,5 %, son niveau le plus élevé depuis juin 1989. Les commandes de biens durables ont enregistré leur cinquième hausse mensuelle consécutive. Les mises en chantier de logements se sont à nouveau fortement accrues (+ 6,2 %, après + 5,2 % en novembre).

– En janvier, le taux de chômage, bénéficiant du mouvement modéré mais régulier, des créations d'emplois, a poursuivi sa décline, revenant à 6,7 %, contre 7,0 % en décembre.

Au Japon, la conjoncture demeure peu dynamique.

– Les dépenses réelles de consommation des ménages ont certes progressé pour le deuxième mois consécutif en novembre (+ 1,4 % sur un an), mais les ventes au détail et dans les grands magasins ont poursuivi leur repli, constant depuis près de deux ans (respectivement – 4,5 % et – 5,6 % en décembre).

– La production industrielle s'est contractée de 1,7 % sur un mois en décembre, après une hausse de 2,2 % en novembre. Les mises en chantier de logements poursuivent en revanche leur croissance, à un rythme cependant moins soutenu (4,9 % sur un an en décembre, contre 8,7 % en novembre).

– Le taux de chômage s'est élevé à 2,9 % en décembre, contre 2,8 % en novembre, atteignant son plus haut niveau depuis six ans et demi.

– Les excédents courant et commercial, pour l'ensemble de l'année 1993, se sont établis à USD 131,35 milliards et USD 141,43 milliards, en

hausse respectivement de près de 12 % et 7 % par rapport à 1992.

En Allemagne occidentale, l'activité est restée déprimée.

– La production industrielle, après un rebond en août et septembre, est retombée au quatrième trimestre 1993 au niveau des six premiers mois de l'année. Elle a diminué de 6,9 % en 1993, après avoir reculé de 1,3 % en 1992. Elle a ainsi retrouvé le volume le plus bas depuis le printemps 1989.

– Les commandes à l'industrie, qui s'étaient légèrement redressées aux deuxième et troisième trimestres 1993, ont diminué continûment au cours des trois derniers mois jusqu'au niveau du quatrième trimestre 1992. Elles sont retombées à leur plus bas niveau depuis l'automne 1988. Les ventes en Allemagne ont enregistré une chute de 9,7 % en 1993, après une baisse de 4,1 % en 1992. Les ordres reçus de l'étranger, en revanche, bien qu'ils aient diminué de 3,1 % en 1993, après – 5,1 % en 1992, se sont redressés de 3,0 % au second trimestre de l'an passé.

– Le taux de chômage a de nouveau progressé en janvier, passant de 8,1 % à 8,2 %.

En Allemagne orientale, la production industrielle semble poursuivre sa reprise. Durant le bimestre octobre-novembre, elle a progressé de 5,6 % par rapport aux deux mois précédents et de 10,6 % en glissement annuel. Elle se trouve au niveau le plus élevé depuis le début 1991, mais reste inférieure de plus de 20 % à la moyenne du second semestre 1990, époque de l'unification.

– Le taux de chômage a augmenté de 15,4 % en décembre à 17,0 % en janvier.

Au Royaume-Uni, la croissance se poursuit à un rythme régulier.

– Le PIB a progressé de 0,7 % au quatrième trimestre, après 0,6 % au troisième trimestre, soit un glissement annuel de 2,5 %. Sur l'ensemble de l'année, la croissance s'est établie à 2 %.

– La consommation privée reste bien orientée, quoiqu'en léger repli en décembre par rapport au mois précédent. En glissement annuel elle s'est établie à 3,6 % après 4 %. Les crédits nouveaux à la consommation nets de remboursements sont pratiquement stables d'un mois sur l'autre

(GBP 4,98 milliards, contre GBP 4,97 milliards en novembre).

– Le chômage continue de régresser pour s'établir à 9,8 % de la population active en décembre, après 10 % en novembre.

– La réduction du déficit commercial vis-à-vis des pays hors UE se poursuit sous l'effet d'une progression des exportations plus forte que celle des importations (12 %, contre 10 %, sur 12 mois en volume).

En Italie, le contraste entre le dynamisme des échanges extérieurs et l'atonie de la demande interne se confirme.

– Le PIB s'est replié de 0,5 % au troisième trimestre, après + 0,7 % au trimestre précédent.

– La consommation continue de chuter, les ventes d'automobiles se repliant de 20,4 % en 1993.

– Le déclin de la production, du fait de la progression des exportations, se ralentit (– 1,1 % en novembre sur un an, contre – 1,7 % en octobre).

– Le commerce extérieur continue d'apporter une contribution positive à la croissance, l'excédent global de janvier à novembre atteignant ITL 27 008 milliards, contre un déficit de 15 274 milliards en 1992. L'excédent hors UE sur l'ensemble de 1993 s'élève à ITL 20 351 milliards, contre un déficit de 2 725 milliards en 1992.

En Espagne, les signes tenus d'un redressement se confirment.

– L'atténuation du déclin des indicateurs de consommation (ventes dans les grands magasins : – 2,3 % sur un an en décembre) se confirme.

– Le secteur industriel, biens de consommation et biens d'équipement, se montre mieux orienté, la production industrielle progressant en novembre de 2,4 % sur un an, contre – 3,5 % en octobre (données brutes).

– Le chômage a continué d'augmenter en décembre (17,5 %, contre 17,4 % en novembre), malgré une progression des créations d'emplois.

– La croissance des exportations est restée soutenue, mais s'est accompagnée d'une légère reprise des importations, cohérente avec le redressement de la demande interne. Le déficit commercial, sur l'ensemble de l'année 1993, est de ESP 2 500 milliards, contre 3 600 milliards en 1992 (environ 4 % du PIB, contre 6,1 % en 1992).

3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de janvier a été caractérisé par la poursuite des tendances observées en décembre. Une appréciation du dollar a fait écho à la vigueur de la reprise américaine et mis en relief le creusement du différentiel de croissance entre les États-Unis d'une part, l'Europe et le Japon d'autre part. Par ailleurs, la détente au sein du Système monétaire européen s'est confirmée, favorisée par la poursuite de l'affaiblissement du deutschemark contre monnaies européennes.

Le dollar a accentué sa tendance à la hausse jusqu'à la troisième semaine de janvier pour atteindre son plus haut niveau depuis août 1991 contre deutschemark (DEM 1,7580).

Le début du mois a été marqué en effet par les attentes d'une remontée des taux d'intérêt outre-Atlantique, alimentées par les propos de M. Mullins selon lesquels les autorités monétaires américaines n'attendraient pas le redémarrage de l'inflation pour durcir leur politique. Bien que tempérées par la modération de la hausse des prix à la consommation en décembre (+ 2,7 % pour l'année, chiffre le plus bas depuis 1986), ces anticipations ont été soutenues par la vigueur de la reprise américaine qui se confirmait : tous les indicateurs publiés au cours du mois ont été positifs : réduction du déficit commercial en novembre (USD 10,17 milliards contre USD 10,55 milliards en octobre), forte hausse des ventes de détail pour 1993 (+ 6,2 %, meilleur chiffre depuis 1989) et de la production industrielle.

La fin janvier a néanmoins été marquée par une correction liée à la publication d'un déflateur pour le quatrième trimestre de 1,3 %, chiffre le plus bas depuis 1967. La maîtrise de l'inflation, éloignant les perspectives de remontée des taux, a provoqué un recul des rendements qui s'est répercuté sur la tenue du dollar. La monnaie américaine a toutefois marqué une certaine résistance, notamment vis-à-vis des devises du SME.

Le yen s'est consolidé en dépit de la morosité de la conjoncture économique et des difficultés rencontrées par le gouvernement Hosokawa pour

présenter un plan de relance et faire adopter le projet de réforme politique. La monnaie nippone s'est toutefois trouvée confortée par l'accroissement de l'excédent commercial japonais en décembre (USD 12,93 milliards, contre USD 11,2 milliards en novembre) et plus particulièrement du solde bilatéral avec les États-Unis (excédentaire de USD 5,36 milliards en décembre, contre USD 4,57 milliards en novembre). Par ailleurs, M. Bentsen, en affirmant que les États-Unis n'accepteraient pas que le Japon laisse le yen s'effriter pour relancer l'économie nationale, a incité les opérateurs à rechercher la devise nippone qui s'est appréciée sensiblement tant vis-à-vis du dollar (+ 2,64 %) que par rapport au deutschemark (+ 3,06 %).

Parmi les monnaies scandinaves, **la couronne suédoise et le mark finlandais** ont bénéficié d'une forte correction technique pour s'apprécier d'environ 4 % par rapport aux monnaies européennes. Ces deux devises restent néanmoins encore à quelque 15 % en dessous des niveaux auxquels elles se situaient avant l'abandon de leur lien avec l'écu au cours du dernier trimestre 1992. La Banque de Suède a mis à profit la meilleure tenue de sa monnaie pour réduire son taux marginal de 7,75 % à 7,50 % le 20 janvier.

Le franc suisse est demeuré très ferme. Les propos du président de la Banque nationale suisse, déclarant que la marge de baisse des taux était limitée, et la publication d'un excédent commercial suisse pour 1993 (2,89 milliards de francs suisses après un déficit de - 0,59 milliards en 1992) ont entretenu une tendance haussière

qui s'est aussi nourrie de l'affaiblissement du deutschemark.

Les bonnes performances de l'économie britannique en matière de croissance, combinées à un apaisement des anticipations baissières sur les taux, ont favorisé un redressement de **la livre sterling**. Le redémarrage confirmé de l'activité s'est manifesté par une nouvelle réduction du chômage en décembre à 9,8 % (inférieur à 10 % pour la première fois depuis 18 mois) et par la forte hausse de la production industrielle (+ 3,9 % annualisés en novembre, contre + 1,8 % en octobre).

La lire s'est redressée malgré une faiblesse passagère due à la démission de M. Ciampi. Cette démission ouvrant la voie à des élections législatives anticipées au scrutin majoritaire, les opérateurs ont interprété positivement les perspectives d'une clarification de la situation politique en Italie.

Au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen, la normalisation qui s'était engagée au cours du quatrième trimestre 1993 s'est poursuivie. L'évolution irrégulière du deutschemark a favorisé les autres monnaies européennes et permis une détente assez générale des conditions monétaires

Le deutschemark s'est encore inscrit en repli vis-à-vis de la plupart des devises européennes. Le maintien par la Banque fédérale d'Allemagne du taux de ses prises en pensions à 6 % lors de ses Conseils du 6 et du 20 janvier n'a pas découragé les anticipations de baisse des taux suscitées par la relative modération des tensions inflationnistes et les perspectives d'un ralentissement de la croissance des agrégats monétaires en 1994. L'ampleur de la récession, la plus importante depuis 1945 dans la partie occidentale de l'Allemagne (contraction du PIB, en 1993, de 1,9 %, recul de la production industrielle, en novembre de 2,1 %, hausse du

chômage, en décembre, à 8,1 % contre 7,8 % en novembre), a pesé sur la tenue de la monnaie allemande.

Dans ce contexte, de nombreuses banques centrales européennes¹ ont été en mesure d'assouplir leurs conditions de refinancement. Cette détente générale s'est répercutée sur les taux de marché à court terme. Les taux longs sont toutefois restés à l'écart de ce mouvement.

Le franc belge s'est encore apprécié pour se rapprocher de son cours-pivot contre deutschemark. La Banque centrale a assoupli à trois reprises ses taux directeurs.

La peseta s'est nettement redressée après la mise sous tutelle de la Banque Banesto par la Banque d'Espagne. La grève générale du 27 janvier n'a guère contrarié cette tendance.

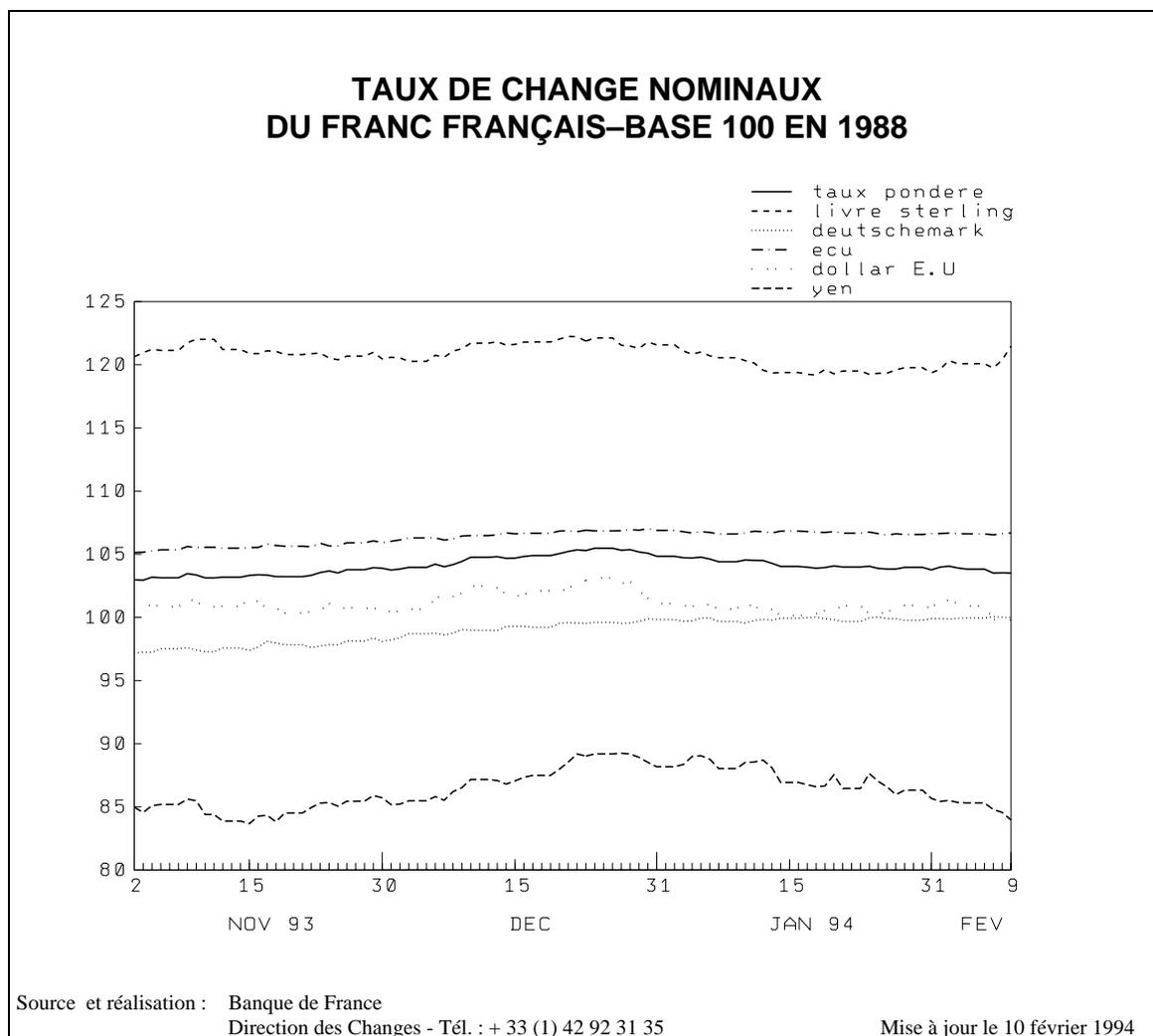
Le franc français a confirmé les bonnes dispositions qu'il avait affichées le mois précédent. Il a tiré parti de nouveaux signes témoignant d'une amélioration de la conjoncture et de la confirmation d'une situation financière équilibrée (taux d'inflation stable à 2,1 % — excédents commerciaux reflétant le maintien d'une bonne compétitivité du franc). Dans ce contexte de stabilité, la poursuite d'un courant régulier d'achats de non-résidents a favorisé une légère détente des taux d'intérêt à court terme et pratiquement annulé l'écart de rémunération à long terme avec les taux allemands.

¹ Dans l'ordre chronologique : Danemark, Belgique, Pays-Bas, Irlande, Portugal, Espagne ; hors UE : Autriche et Suède.

COURS DE CHANGE À PARIS				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		31 décembre 1993	31 janvier 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,8955	5,917	0,36
Écu privé	1 XEU	6,5825	6,5985	0,24
Allemagne	100 DEM	339,80	339,57	- 0,07
Belgique	100 BEF	16,3265	16,492	1,01
Pays-Bas	100 NLG	303,75	303,13	- 0,20
Italie	1000 ITL	3,4435	3,4855	1,22
Danemark	100 DKK	87,09	87,52	0,49
Irlande	1 IEP	8,3175	8,514	2,36
Grande-Bretagne	1 GBP	8,7105	8,8725	1,86
Grèce	100 GRD	2,366	2,364	- 0,08
Suisse	100 CHF	398,08	404,31	1,57
Suède	100 SEK	70,84	74,69	5,43
Norvège	100 NOK	78,42	79,04	0,79
Japon	100 JPY	5,2733	5,4275	2,92
Espagne	100 ESP	4,1385	4,205	1,61
Portugal	100 PTE	3,34	3,375	1,05

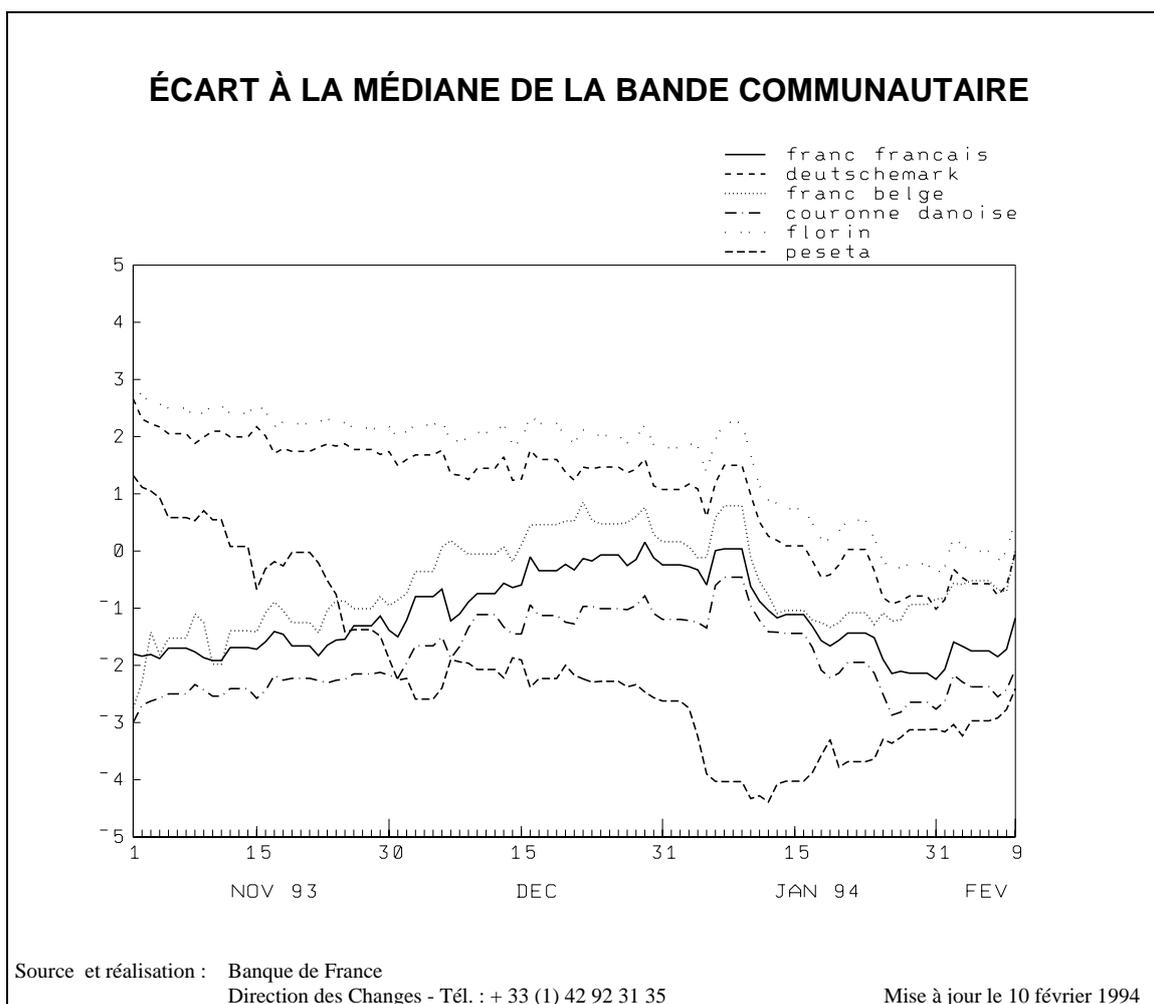
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 décembre 1993	31 janvier 1994	31 décembre 1993	31 janvier 1994
Dollar	3,188	3,062	3,312	3,187
Livre sterling	5,312	5,375	5,25	5,375
Deutschemark	6,125	6,063	5,875	5,812
Franc suisse	4,25	4,187	4,00	4,00
Franc français	6,50	6,437	6,313	6,25

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



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

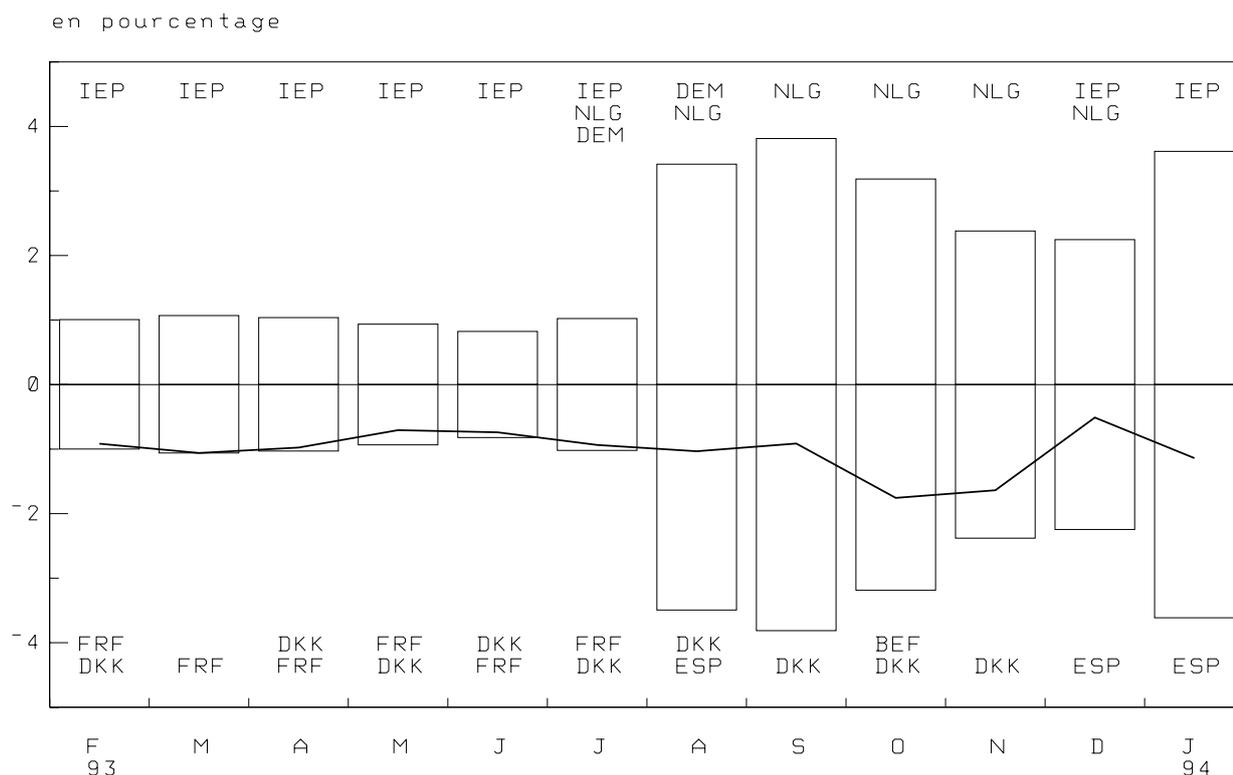
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.



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.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



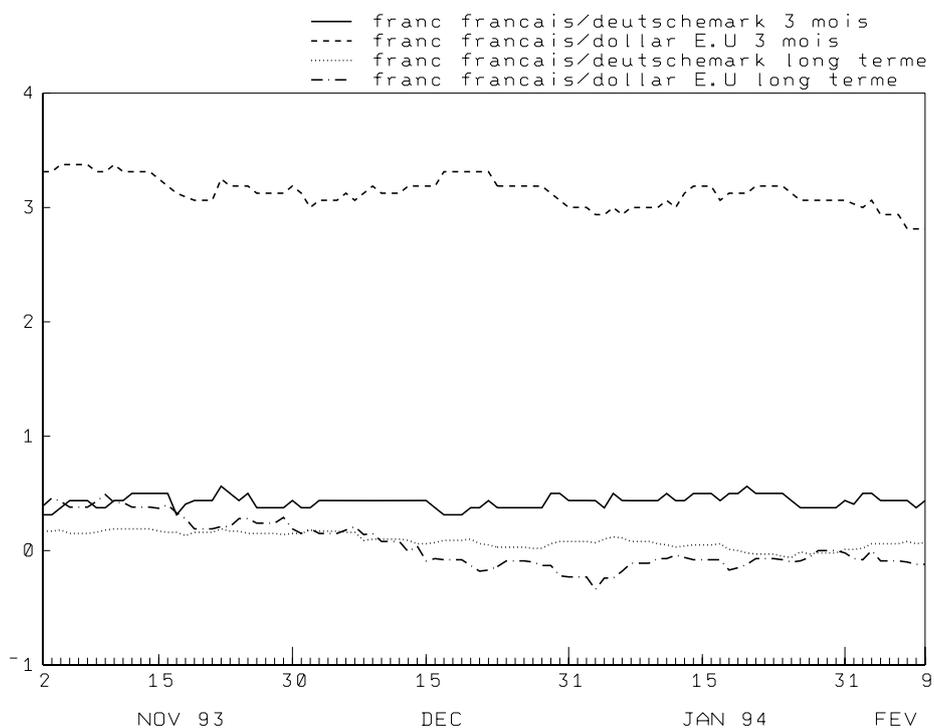
Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure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

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

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

Mise à jour le 10 février 1994

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 10 février 1994

3.3. Le marché de l'or

L'once d'or s'est repliée d'environ 3,2 %, s'inscrivant le 31 janvier à 377,90 au dernier fixage de Londres. Les hauts niveaux de fin décembre ont provoqué des prises de bénéfices, notamment de la part de fonds d'investissements américains. La maîtrise des tensions

inflationnistes et la vigueur du dollar ont également pesé sur les cours du métal précieux, bien que la demande asiatique continue d'être soutenue après la réforme monétaire chinoise (liberté des transactions sur l'or, unification des anciens taux de change multiples).

COURS DE L'OR			
	31 décembre 1993	31 janvier 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	73 800	71 700	- 2,85
Lingot (le kg).....	73 550	72 200	- 1,84
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	420,00	412,00	- 1,91
Vreneli	420,00	417,00	0,72
Union latine	423,00	411,00	- 2,84
Souverain	536,00	523,00	- 2,43
20 dollars	128,00	134,75	5,27
Peso mexicain	2 740,00	2 680,00	- 2,19
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	390,65	377,90	- 3,27
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31			
Mise à jour le 31 janvier 1994			

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique

Les indicateurs

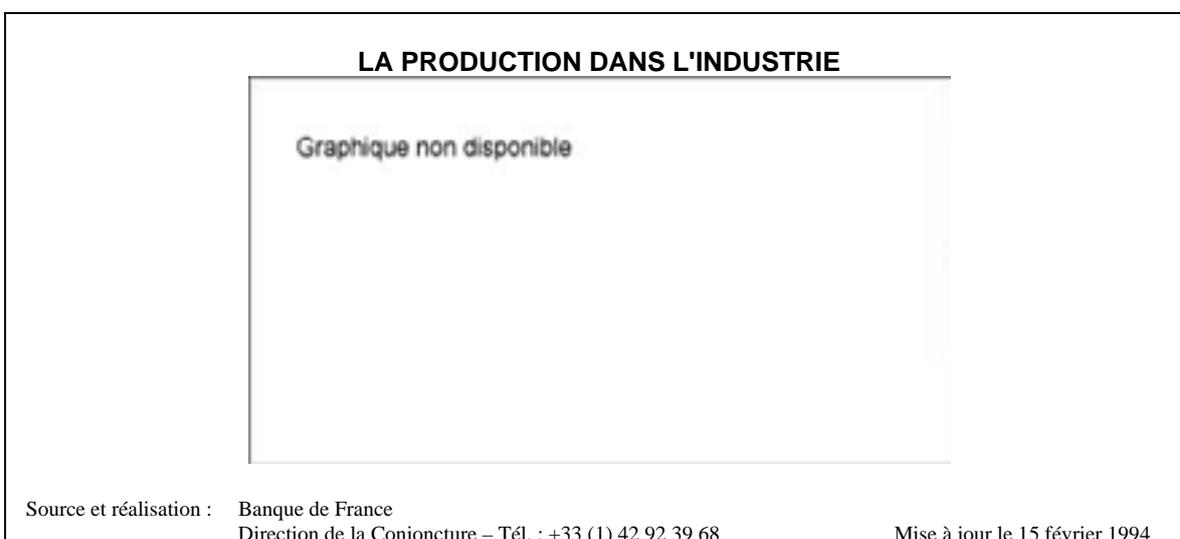
Les indicateurs économiques les plus récents montrent une légère amélioration de l'activité dans l'industrie, le bâtiment et les services et un redressement dans le commerce en décembre et janvier.

Ainsi, en novembre, l'indice mensuel de la production industrielle s'est accru de 0,6 %, la production manufacturière augmentant, quant à elle, de 0,2 %. Les dernières enquêtes disponibles font état d'un climat plus favorable dans l'industrie à la fin de 1993 et au début de 1994. La production, après avoir progressé en novembre et décembre, a peu varié en janvier. Les carnets de commandes se regarnissent et les stocks sont revenus à un niveau proche de la normale. Dans le bâtiment, le nombre de mises en chantier s'est accru au dernier trimestre de 1993. Dans la plupart des services suivis par l'enquête bimestrielle de la Banque, l'activité a été un peu mieux orientée en novembre-décembre. L'accroissement de l'activité commerciale enregistré en décembre s'est prolongé en janvier.

La hausse des prix et des salaires reste modérée. Selon l'indice établi par l'INSEE, les prix de détail ont enregistré en décembre un recul de 0,1 % et, en glissement annuel, la hausse ressortit à 2,1 % (1,9 % hors tabac).

L'évolution du taux de salaire horaire montre un ralentissement continu : + 0,3 % au quatrième trimestre, contre + 0,7 % au troisième, et + 2,3 % sur l'année 1993, contre + 3,5 % en 1992. Le nombre de demandeurs d'emploi en fin de mois a peu varié en décembre (+ 0,1 %) ; il atteint 3 290 000, soit + 10,1 % sur un an. Le taux de chômage, au sens du BIT, est demeuré à 12 %, taux auquel il s'est stabilisé depuis octobre.

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



Selon les chefs d'entreprise interrogés, la **production industrielle**, qui avait progressé en novembre et décembre, a peu varié en janvier ; elle s'est stabilisée dans l'agro-alimentaire et les biens intermédiaires, a reculé légèrement dans les biens de consommation, s'est redressée dans l'automobile et les matériels de transport terrestre et a poursuivi son expansion dans les biens d'équipement professionnels.

LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 15 février 1994

La **demande globale** a continué d'augmenter. La demande intérieure, notamment la demande interindustrielle, a montré de nouveaux signes de raffermissement ; les ordres, toujours courts et fractionnés, tendent à se renouveler plus rapidement. La demande extérieure reste favorablement orientée, en particulier en Amérique du Nord et du Sud, en Asie du Sud-Est, au Royaume-Uni et, pour quelques exportateurs, en Italie et en Espagne. En Afrique, toutefois, certains marchés ont été affectés par la dévaluation du franc CFA. Dans l'ensemble, les entreprises françaises bénéficient d'une bonne compétitivité-prix et imposent plus facilement leurs produits, grâce aux efforts techniques et commerciaux qu'elles ont consentis.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 15 février 1994

Le caractère plus favorable de l'appréciation portée sur les **carnets de commandes** se confirme ; l'amélioration est sensible dans les biens de consommation et les biens intermédiaires. Même s'ils se sont quelque peu alourdis, les **stocks** restent maîtrisés et très proches de la normale.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 15 février 1994

Le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit en hausse. Cependant, la mise en force des plans d'**investissement** demeure conditionnée par l'apparition de signes indiscutables de reprise. Les projets actuellement envisagés visent à accroître la productivité, à opérer le renouvellement indispensable de matériels obsolètes ou à satisfaire les normes de qualité, de sécurité ou de respect de l'environnement.

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 15 février 1994

Dans un climat de concurrence toujours intense, les **prix des produits finis** se sont un peu effrités, mais des relèvements de tarifs sont envisagés, compte tenu de la hausse des cours des matières premières et du dollar.

Les responsables d'entreprise interrogés estiment qu'au cours des prochains mois, l'activité devrait progresser dans la très grande majorité des secteurs.

L'accroissement de l'**activité commerciale**, enregistré en décembre, s'est prolongé en janvier.

Les **effectifs** se sont réduits dans l'industrie ; ils sont restés stables dans le bâtiment, le commerce et les services marchands. Les entreprises s'attachent à maintenir leur personnel à caractère permanent ; elles cherchent à accroître la flexibilité de gestion de leur main-d'oeuvre, notamment par la modulation des horaires, afin d'éviter les licenciements. Des recrutements ponctuels sont même parfois signalés.

Nota : les commentaires ci-dessus s'appliquent à des données corrigées des variations saisonnières.

4.2. La balance des paiements en novembre 1993

Avertissement sur les conséquences de la mise en place du marché unique européen à compter de janvier 1993.

La suppression des frontières douanières entre les pays de l'Union européenne a entraîné une simplification des principes de déclaration des échanges de marchandises entre partenaires. En conséquence, à l'instar de tous les pays de l'Union concernés par l'instauration du système « Intrastat », l'évolution de l'ensemble des modalités d'élaboration des statistiques du commerce extérieur de marchandises influence l'enregistrement des importations et des exportations en balance des paiements.

Avec « Intrastat », certaines informations d'origine douanière sont, en effet, mieux définies, tandis que d'autres ne sont plus disponibles. Pour tenir compte de la disparition de ces informations, permettant en particulier de calculer les termes contractuels de paiement, et pour conforter la qualité des chiffres publiés, une enquête directe auprès des entreprises concernant les avances à la commande et les crédits commerciaux a été mise en place.

Le « passage » des chiffres douaniers au commerce en balance des paiements utilise désormais, pour recenser les opérations sans paiement, les déclarations douanières relatives à la nature de la transaction.

Ainsi, plusieurs lignes de la balance des paiements — exportations-importations (opérations sans paiement sans transfert de propriété), transferts unilatéraux (opérations sans paiement avec transfert de propriété), autres biens et services, crédits commerciaux et avances à la commande, autres crédits à court terme — sont affectées par les évolutions en cours.

4.2.1. Les transactions courantes

(cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »)

Selon des données encore provisoires, les transactions courantes du mois de novembre se soldent par un excédent de 2,8 milliards de francs en données brutes, en retrait par rapport à l'excédent de 7,6 milliards de francs enregistré en octobre. Ce résultat porte l'excédent sur les onze premiers mois de l'année à 53,9 milliards de francs, contre 9,1 milliards pour la même période de 1992.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent du mois de novembre s'inscrit également en recul par rapport à celui du mois d'octobre (+ 3,1 milliards de francs, au lieu de + 7,5 milliards).

La balance des paiements

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**Soldes des transactions courantes***(Données brutes – en millions de francs)*

	Octobre 1993 (b)	Novembre 1993 (b)	Cumul 11 mois 1993 (b)	Cumul 11 mois 1992 (a)
TRANSACTIONS COURANTES	7 593	2 819	53 854	9 067
<i>Marchandises</i>	6 867	4 788	42 310	10 388
- Exportations et importations	5 783	2 936	33 066	5 568
- Négoce international	1 084	1 852	9 244	4 820
<i>Services</i>	5 737	5 071	59 537	54 257
- Transports	228	-782	-4 841	-7 484
- Services techniques	2 025	1 592	17 734	17 768
- Voyages	4 796	3 259	57 045	54 079
- Autres services	-1 312	1 002	-10 401	-10 106
<i>Revenus de facteurs</i>	-4 672	-7 218	-48 897	-47 589
<i>Autres biens et services</i>	2 200	2 400	28 391	36 865
<i>Transferts unilatéraux</i>	-2 539	-2 222	-27 487	-44 854
- dont Transferts du secteur officiel	-2 207	-2 260	-25 528	-29 209
TRANSFERTS EN CAPITAL	-3	-1	-406	-1 177

(Données CVS - en millions de francs)

	Octobre 1993 (b)	Novembre 1993 (b)	Cumul 11 mois 1993 (b)	Cumul 11 mois 1992 (a)
TRANSACTIONS COURANTES	7 478	3 129	54 088	8 932
- Exportations et importations	5 669	2 833	32 237	4 938
<i>Services</i>	4 931	6 523	60 627	55 377
dont				
- Transports	-160	-1 003	-4 972	-7 567
- Voyages	4 493	5 323	55 832	53 909
<i>Revenus de facteurs</i>	-3 375	-9 826	-48 244	-46 577
<i>Autres biens et services</i>	2 101	2 339	28 273	36 686

(a) Chiffres définitifs
(b) Chiffres provisoires

Source

et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 89

Mise à jour le 2 février 1994

. Graphiques non disponibles

4.2.2. Les principales évolutions du commerce extérieur en novembre 1993

Évolution globale (en données FAB-FAB)

Sur la base des données douanières du commerce extérieur, et en chiffres corrigés des variations saisonnières (cvs), l'excédent du commerce extérieur s'établit de nouveau en novembre à un niveau élevé (+ 6,6 milliards de francs), en retrait toutefois par rapport aux excellents résultats obtenus en septembre (+ 10,6 milliards) et en octobre (+ 9,1 milliards). Par rapport à ce dernier mois, les exportations sont pratiquement inchangées (- 0,7 %), tandis que les importations augmentent de 2 %. Sur les onze premiers mois, l'excédent s'élève ainsi à 75,3 milliards de francs, au lieu de 24,8 milliards pour la même période de 1992. En données brutes, l'excédent commercial de novembre (+ 7,2 milliards, après + 10,9 milliards en octobre) porte les résultats cumulés sur les onze premiers mois de 1993 à + 77,9 milliards de francs, contre + 26,2 milliards au cours de la période correspondante de 1992.

Évolution par produits (en données CAF/FAB cvs)

Le fléchissement de l'excédent global d'un mois sur l'autre provient d'une contraction de l'excédent industriel et d'un alourdissement du déficit énergétique, l'excédent agro-alimentaire se renforçant légèrement.

Le solde *agro-alimentaire* progresse en effet quelque peu par rapport aux résultats d'octobre (+ 5,3 milliards de francs, au lieu de + 5,1 milliards), et plus sensiblement par rapport à la moyenne des résultats des douze derniers mois (+ 4,8 milliards).

Le déficit *énergétique* s'accroît (- 5,7 milliards de francs, au lieu de - 4,9 milliards), mais principalement en raison de la composante « exportations » (- 24 % d'un mois à l'autre), alors que les importations varient peu.

L'excédent *industriel* s'inscrit en diminution (+ 2,8 milliards de francs, au lieu de + 4,8 milliards), les exportations diminuant de 0,6 % et les importations augmentant de 2,1 %. Ce fléchissement reflète l'érosion d'un mois sur l'autre de l'excédent de l'industrie civile (+ 2,1 milliards de francs, au lieu de + 3,4 milliards) et de celui du matériel militaire (+ 0,7 milliard de francs, au lieu de + 1,4 milliard).

Parmi les opérations civiles, les échanges de *biens intermédiaires* se sont traduits par une légère dégradation du solde (l'équilibre, au lieu de + 0,2 milliard de francs), cette évolution étant imputable au secteur des demi-produits non métalliques (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de + 0,4 milliard).

L'excédent des *biens d'équipement professionnels* se réduit (+ 2,6 milliards de francs, au lieu de + 3,5 milliards), sous l'effet conjugué d'une diminution de 1,7 % des exportations et d'une augmentation de 1,8 % des importations. Les ventes d'Airbus portent, comme en octobre, sur 9 appareils pour un montant de 3,3 milliards de francs.

Le solde des échanges de *véhicules destinés aux ménages* est quasi stable (- 0,2 milliard de francs, au lieu de - 0,1 milliard). Le secteur des *pièces détachées et véhicules utilitaires de transport terrestre* conforte son excédent (+ 2,0 milliards de francs, au lieu de + 1,8 milliard). On observe sur ce dernier compartiment une assez forte croissance d'un mois sur l'autre des échanges (+ 14,0 % à l'exportation et + 15,9 % à l'importation).

Si le déficit du secteur « *électroménager et électronique grand public* » est inchangé à 0,9 milliard de francs celui des « *biens de consommation* » se creuse d'un mois à l'autre (- 1,5 milliard de francs, au lieu de - 1,0 milliard), les importations augmentant de 6,1 %.

Orientation géographique (en données CAF/FAB cvs)

L'analyse géographique de nos échanges met en évidence une forte augmentation de l'excédent vis-à-vis de l'*Union européenne* (+ 4,3 milliards de francs, au lieu de + 2,2 milliards), imputable au

La balance des paiements

dynamisme des exportations, qui progressent de 3,6 %. Pour les onze premiers mois de l'année, l'excédent atteint 28,2 milliards de francs, au lieu de 15,3 milliards au cours de la période correspondante de 1992.

Les soldes bilatéraux s'améliorent vis-à-vis de la plupart de nos principaux partenaires européens : + 0,1 milliard de francs, au lieu de - 0,5 milliard avec l'Allemagne, + 1,5 milliard, au lieu de + 0,9 milliard avec l'Espagne, + 0,1 milliard, au lieu de - 0,3 milliard avec l'Italie. Ces résultats proviennent d'un vif essor des exportations : respectivement, + 6,7 %, + 3,4 % et + 4,0 %. On note également une amélioration des soldes à l'égard de l'UEBL (+ 0,1 milliard de francs, au lieu de - 0,2 milliard) et des Pays-Bas (- 0,1 milliard de francs, au lieu de - 0,2 milliard). Le Royaume-Uni fait exception (+ 2,1 milliards de francs, au lieu de + 2,3 milliards), sous l'effet notamment d'une poussée de 4,9 % des importations.

Le déficit à l'égard des pays de l'OCDE hors Union européenne s'approfondit (- 3,2 milliards de francs, au lieu de - 2,9 milliards), mais résulte d'évolutions contrastées. Le solde se dégrade avec le Japon (- 2,5 milliards de francs, au lieu de - 1,7 milliard), les exportations chutant d'un tiers, et avec la Suisse (+ 1,1 milliard de francs, au lieu de + 1,3 milliard). En revanche, le déficit envers les États-Unis se contracte fortement (- 0,2 milliard de francs, au lieu de - 1,7 milliard), grâce à une progression de 31 % des exportations.

Concernant la zone hors OCDE, les résultats font apparaître un retournement du solde enregistré vis-à-vis des pays d'Asie à économie en développement rapide (- 1,2 milliard de francs, au lieu de + 0,8 milliard) à la suite d'un fort recul des exportations (- 29 %). L'excédent des échanges avec l'Afrique s'est contracté (+ 0,6 milliard de francs, au lieu de + 2,0 milliards), sous l'effet conjugué d'une baisse de 12 % des exportations et d'une hausse de 18 % des importations. Les résultats constatés avec les autres partenaires ont peu varié.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
<i>(Données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1992 (a)	Juillet 1993 (b)	Août 1993 (b)	Septembre 1993 (b)	Octobre 1993 (b)	Novembre 1993 (b)	11 mois 1993 (b)	11 mois 1992 (a)
<i>Transactions courantes</i>	19 268	9 588	6 810	10 990	7 593	2 819	53 854	9 067
<i>Transferts en capital</i>	2 123	-42	-35	-61	-3	-1	-406	-1 177
<i>Capitaux à long terme</i>	120 177	-5 252	4 385	-19 907	3 854	21 021	-19 545	111 597
BALANCE DE BASE	141 568	4 294	11 160	-8 978	11 444	23 839	33 903	119 487
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire</i>	-20 691	-46 404	17 186	7 302	46 616	6 247	94 067	-15 286
<i>Erreurs et omissions</i>	9 501	-12 384	-18 416	29 843	-14 563	-9 895	20 754	22 266
MOUVEMENTS DE CAPITAUX A COURT TERME ET AJUSTEMENTS	-11 190	-58 788	-1 230	37 145	32 053	-3 648	114 821	6 980
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiel</i>	-130 378	54 494	-9 930	-28 167	-43 497	-20 191	-148 724	-126 467
- Secteur bancaire	-240 275	-88 406	-139 242	21 854	-18 717	23 433	-170 988	-119 040
- Secteur officiel	109 897	142 900	129 312	-50 021	-24 780	-43 624	22 264	-7 427
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 89								
							Mise à jour le 2 février 1994	

Les exportations et importations en balance des paiements

L'excédent des exportations et importations en balance des paiements se contracte en valeur brute, passant de + 5,8 milliards de francs à + 2,9 milliards d'octobre à novembre. En données cvs, on enregistre des résultats quasi identiques aux résultats bruts (+ 2,8 milliards de francs, au lieu de + 5,7 milliards). Sur les onze premiers mois de l'année, l'excédent des exportations sur les importations s'élève à 32,2 milliards de francs, soit une très nette amélioration par rapport à la même période de 1992 (+ 4,9 milliards).

4.2.3. Les autres postes des transactions courantes

Le négoce international

Les opérations de négoce international (en données brutes) se sont traduites par un excédent en augmentation d'un mois à l'autre (+ 1,9 milliard de francs, contre + 1,1 milliard), accentuant ainsi la progression du solde d'une année à l'autre (+ 9,2 milliards de francs, au lieu de + 4,8 milliards en 1992).

Les services

L'excédent des services, en données cvs, se renforce d'un mois sur l'autre (+ 6,5 milliards de francs, au lieu de + 4,9 milliards), l'amélioration la plus marquante portant sur les voyages (+ 5,3 milliards de francs, au lieu de + 4,5 milliards). On observe toutefois un retournement du solde des transports autres (- 0,3 milliard de francs, au lieu de + 0,4 milliard).

Sur les onze premiers mois de 1993 par rapport à la même période de 1992, l'excédent en valeur brute des services s'améliore quelque peu : 59,5 milliards de francs, au lieu de 54,3 milliards. Cependant, hormis les variations du solde des voyages (+ 57,0 milliards de francs, au lieu de + 54,1 milliards), des transports autres (+ 1,1 milliard de francs, au lieu de - 1,2 milliard) et des services de gestion (+ 3,8 milliards de francs, au lieu de + 2,8 milliards), en progrès principalement en raison de la diminution des dépenses, les résultats des autres postes apparaissent assez stables.

Les revenus de facteurs

Le déficit des revenus de facteurs, en données cvs, s'élargit (- 9,8 milliards de francs, au lieu de - 3,4 milliards). Le solde des intérêts et autres revenus du capital double en effet d'un mois à l'autre, atteignant - 7,9 milliards de francs en novembre, après - 4,0 milliards en octobre.

Le déficit des revenus de facteurs, en données brutes, s'accroît légèrement sur les onze premiers mois de l'année par rapport à la même période de l'année précédente (- 48,9 milliards de francs, au lieu de - 47,6 milliards). Si le solde négatif des intérêts et autres revenus du capital augmente (- 45,2 milliards de francs, au lieu de - 40,5 milliards), le solde négatif des salaires se contracte sensiblement d'une année à l'autre (- 0,3 milliard de francs, au lieu de - 2,8 milliards).

Les transferts unilatéraux

Sur onze mois, le déficit se réduit fortement (- 27,5 milliards de francs, au lieu de - 44,9 milliards l'année précédente). On notera, à cet égard, l'incidence des autres opérations du secteur privé (+ 6,1 milliards de francs, au lieu de - 6,7 milliards), et en particulier des opérations sans paiement et avec transfert de propriété (dons, opérations entre filiales, etc.). Par ailleurs, les transferts nets du secteur officiel se sont également réduits (- 25,5 milliards de francs, au lieu de - 29,2 milliards),

essentiellement du fait des relations financières avec les institutions de l'Union européenne (- 10,8 milliards de francs, au lieu de - 15,5 milliards).

4.2.4. Les mouvements de capitaux

La stabilité apparente du solde des mouvements de capitaux d'un mois à l'autre (7,1 milliards de francs, après 7,0 milliards) recouvre une augmentation sensible des entrées de capitaux à long terme (21,0 milliards de francs, contre 3,9 milliards) et un retournement des mouvements de capitaux à court terme qui dégagent des sorties de 13,9 milliards de francs, après des entrées de 3,1 milliards.

Les capitaux à long terme

Au mois de novembre, les capitaux à long terme ont dégagé des entrées nettes de 21 milliards de francs, en très nette augmentation par rapport au mois d'octobre (3,9 milliards de francs).

Les opérations de prêts à long terme ont donné lieu à des entrées de 11,6 milliards de francs, contre des sorties de 6 milliards au mois d'octobre. Ce mouvement s'explique par l'inversion des soldes du secteur bancaire (+ 13,2 milliards de francs, contre - 8,1 milliards) et du secteur privé (- 0,1 milliard de francs, contre + 2,3 milliards).

Les investissements de portefeuille ont dégagé des entrées nettes en augmentation par rapport au mois précédent (10,2 milliards de francs, après 7,6 milliards). Les acquisitions de titres étrangers par les résidents ont en effet davantage diminué (- 6,3 milliards de francs, contre - 11,6 milliards) que les achats nets de titres français par les non-résidents (16,2 milliards de francs, au lieu de 19,0 milliards). Si ces derniers ont été vendeurs nets d'OAT (- 2,6 milliards de francs) ils ont en revanche été acquéreurs nets de bons du Trésor à long terme (6,1 milliards de francs) et d'obligations autres que les OAT (4,9 milliards de francs).

Les investissements directs ont dégagé des sorties nettes de 3 milliards de francs, en hausse par rapport à celles du mois d'octobre (0,9 milliard de francs), en liaison avec la diminution des investissements étrangers en France (1,1 milliard de francs, contre 3,3 milliards en octobre).

Les capitaux à court terme

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des sorties de 13,9 milliards de francs, après des entrées de 3,1 milliards en octobre.

Les flux du secteur privé non bancaire se sont fortement contractés par rapport au mois précédent, passant de 46,6 milliards de francs à 6,2 milliards, les forts rapatriements de trésorerie de l'étranger constatés en octobre (41,3 milliards de francs) ne s'étant pas reproduits en novembre.

Après avoir dégagé des sorties nettes de 18,7 milliards de francs au mois d'octobre, les opérations du secteur bancaire se sont soldées par des entrées nettes de 23,4 milliards de francs dues pour l'essentiel aux opérations en francs des non-résidents (43,9 milliards de francs) et dans une moindre mesure aux opérations en devises des résidents (10,1 milliards de francs).

Les avoirs à court terme du secteur officiel ont progressé en novembre de 43,6 milliards de francs.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de janvier, les marchés de taux d'intérêt ont fait preuve d'un certain attentisme, et les rendements ont évolué à l'intérieur de limites relativement étroites .

Les taux à très court terme se sont légèrement détendus dans le sillage du taux de l'argent au jour le jour, ramené de 6 1/2 % à 6 7/16 %. Toutefois, en raison de l'affaiblissement des anticipations quant à la poursuite du mouvement de baisse en Europe, les taux sont légèrement remontés sur les échéances à trois mois et au-delà sur le marché interbancaire comme sur les marchés de titres.

Sur le marché obligataire, le rendement moyen des emprunts du gisement progresse ainsi de 6 centimes à 5,67 % le 31 janvier, contre 5,61 % un mois plus tôt.

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE
Du 31 décembre 1993 au 31 janvier 1994

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France
DMC –Cellule monétaire

Mise à jour le 7 février 1994

Le loyer de l'argent au jour le jour est demeuré jusqu'au 24 janvier au niveau de 6,50 % atteint dès les premiers jours de l'année. Il a ensuite enregistré un repli de 1/16 de point à 6 7/16 %, puis est demeuré stable à ce niveau. Le taux moyen mensuel s'est établi à 6,50 %, contre 6,63 % le mois précédent.

Le montant moyen des concours de la Banque de France au système bancaire a diminué de 28,8 milliards de francs par rapport au mois de décembre. D'une fin de mois à l'autre, l'encours net des refinancements octroyés par l'Institut d'émission a subi un recul très marqué: il est revenu de 392,5 milliards de francs le 31 décembre à 171,3 milliards de francs le 31 janvier.

La liquidité bancaire a été alimentée par la diminution du solde du compte courant du Trésor public, après le niveau exceptionnel atteint à la fin de l'année dernière, et par la poursuite de la reconstitution progressive des réserves en devises. Le solde de la dette contractée envers le Fonds européen de coopération monétaire à fin juillet 1993 et venant à échéance le 15 février (23,2 milliards de francs) a été remboursé par anticipation à l'Institut monétaire européen.

Les avoirs constitués sur la période 16 décembre - 15 janvier au titre des réserves obligatoires ont atteint 20,2 milliards de francs (dont 12 milliards sous forme d'encaisses en billets), soit un montant sensiblement supérieur à la moyenne exigée de 19 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Décembre 1993	Janvier 1993	Variation
Billets en circulation	-244,0	-241,9	2,1
Réserves obligatoires (b)	-7,4	-7,3	0,1
Réserves nettes de change	7,2	35,7	28,5
Concours nets de la Banque de France au Trésor ou avoirs nets (-) du Trésor à la Banque de France	-66,6	-4,0	62,6
Divers	14,7	-3,6	-18,3
Total	-295,9	-221,0	74,9
Concours de la Banque de France aux établissements de crédit			
- Opérations sur appels d'offres	262,3	190,2	-72,1
- Autres pensions	11,0	11,5	0,5
- Bons du trésor achetés ferme	25,1	23,0	-2,1
- Opérations d'escompte net	1,2	1,1	-0,1
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-3,6	-4,8	-1,2
Total	295,9	221,0	-74,9

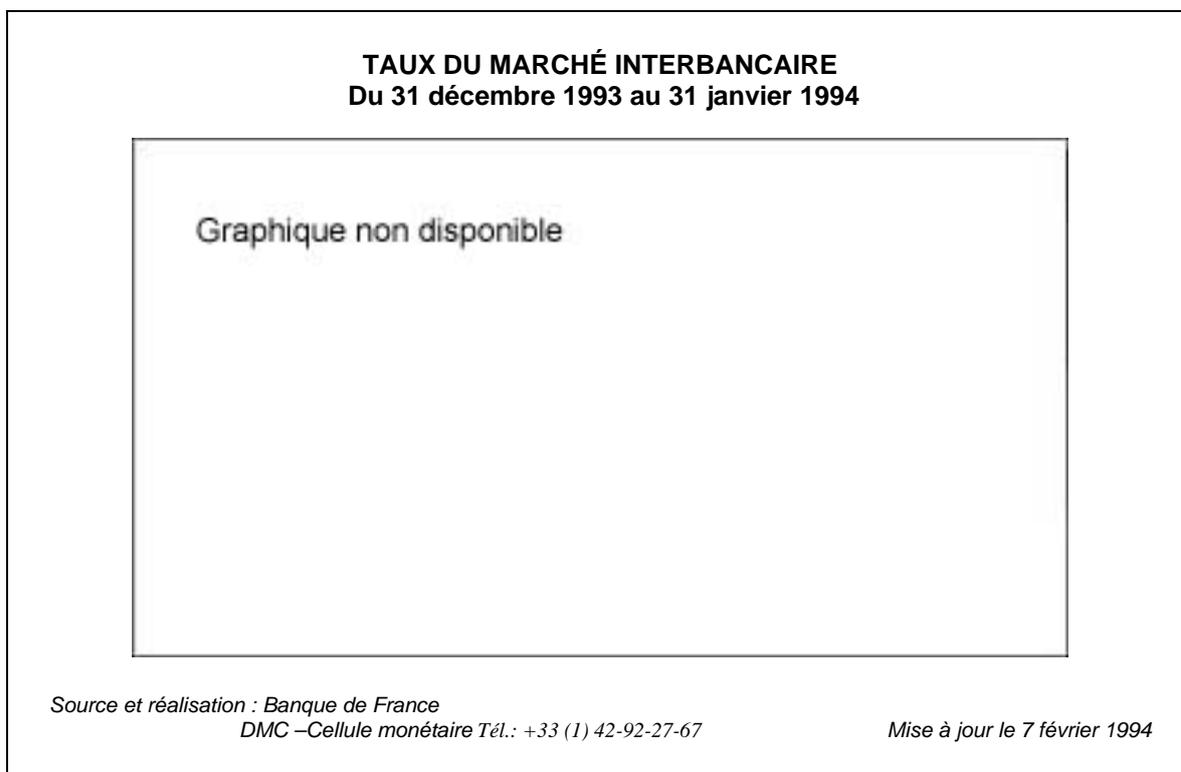
(a) Les facteurs précédés du signe - agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

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

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

Mise à jour 7 février 1994

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



Les taux de terme interbancaire ont enregistré au mois de janvier de très faibles fluctuations. En dépit des légères baisses de taux directeurs intervenues dans plusieurs pays européens (- 0,10 point sur le taux des avances spéciales aux Pays-Bas et - 0,15 point sur le taux des adjudications hebdomadaires en Belgique le 6 janvier), les anticipations quant à une poursuite de la baisse des taux en Europe se sont affaiblies, en raison notamment du maintien des taux d'intérêt directeurs en Allemagne et du recours par la Banque fédérale d'Allemagne à un allègement des réserves obligatoires pour assouplir les conditions du crédit. De ce fait, les rendements ont légèrement progressé durant les trois premières semaines sur les échéances à trois mois et au-delà.

Dans la dernière semaine du mois toutefois, les taux se sont quelque peu détendus sur toutes les échéances jusqu'à un an. Ce mouvement a été favorisé par le repli du taux de l'argent au jour le jour en France et par les baisses de taux directeurs intervenues dans plusieurs pays européens (- 0,25 point en Espagne et - 0,10 point en Belgique le 25, après une diminution de - 0,25 point le 19 au Danemark).

Le marché a également pris en compte la publication de statistiques faisant état du ralentissement de l'inflation en Allemagne (3,4 % en janvier, contre 3,7 %) de nature à favoriser une détente des taux outre-Rhin.

Au total, d'une fin de mois à l'autre, les variations enregistrées sont demeurées très limitées.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

(en pourcentage)

	31 janvier 1994	31 décembre 1993	Variation
TIOP à 1 mois	6,49	6,54	-0,05
TIOP à 3 mois	6,30	6,33	-0,03
TIOP à 6 mois	6,05	6,00	+0,05
TIOP à 1 an	5,66	5,58	+0,08
Taux à 2 ans	5,76	5,79	-0,03
Taux à 5 ans	5,94	5,94	-

La courbe des rendements à fin janvier conserve un profil inversé jusqu'à 1 an et légèrement ascendant au-delà.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ
 Taux actuariels

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 11 février 1994

Sur le Matif, le cours du contrat Pibor trois mois (échéance mars) s'est lentement replié de 94,35 le 31 décembre à 94,01 le 21 janvier. Puis il s'est repris au cours de la dernière semaine du mois pour clôturer à 94,09 le 31. D'une fin de mois à l'autre, on constate un sensible rétrécissement de l'écart entre le taux implicite du contrat à terme de fin mars et le taux au comptant (- 0,39 point le 31 janvier, contre - 0,68 point le 31 décembre), beaucoup d'opérateurs ayant corrigé leurs anticipations exagérément optimistes du début de l'année d'une baisse rapide des taux directeurs.

De son côté, l'écart entre le cours du contrat Pibor trois mois sur l'échéance de mars et celui du contrat Eurodeutschemark trois mois traité sur le Liffe s'est légèrement agrandi d'une fin de mois à l'autre (0,34 point le 31 janvier en faveur du contrat Eurodeutschemark, contre 0,20 point le 31 décembre), se rapprochant ainsi de l'écart constaté sur les marchés interbancaires au comptant correspondants.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS
Du 31 décembre 1993 au 31 janvier 1994**

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 février 1994

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de janvier, le Trésor a procédé à l'émission de 105,3 milliards de bons, tous à taux fixes (84,2 milliards de BTF et 21,1 milliards de BTAN, dont 0,6 milliard émis en écus). L'encours total des bons en circulation, en légère progression, s'élevait à 791,7 milliards de francs le 31 janvier, contre 769,8 milliards de francs le 31 décembre, auxquels il faut ajouter 2,4 milliards de bons en écus, contre 1,8 milliard précédemment.

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumissions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux interbancaire (f)
					(d)				
3 janv.94	BTF	13 sem.	33 005	11 049	1 041	6,00	6,02	6,24	6,56
3 janv.94	BTF	48 sem.	14 560	4 131	126	5,82	5,34	5,43	5,58
10 janv.94	BTF	5 sem.	19 869	5 000	0	6,15	6,19	6,45	6,55
10 janv.94	BTF	13 sem.	41 894	12 692	709	6,03	6,06	6,28	6,56
10 janv.94	BTF	26 sem.	17 490	5 259	206	5,70	5,73	5,88	6,24
17janv. 94	BTF	5 sem.	23 722	4 081	79	6,22	6,24	6,51	6,54
17janv. 94	BTF	13 sem.	35 795	8 188	185	6,03	6,04	6,27	6,56
17janv. 94	BTF	46 sem.	16 852	4 096	92	5,32	5,34	5,42	5,63
20 janv. 94	BTAN 9%	2 ans	25 350	9 920	0	99,23	99,17	4,87	5,75
20 janv. 94	BTAN 9%	5 ans	28 281	10 432	181	99,86	98,80	5,01	5,87
24 janv. 94	BTF	5 sem.	27 110	6 012	6	6,19	6,21	6,47	6,52
24 janv. 94	BTF	13 sem.	25 602	8 070	62	6,05	6,07	6,29	6,64
24 janv. 94	BTF	28 sem.	10 860	4 028	28	5,68	5,72	5,87	6,30
31 janv. 94	BTF	13 sem.	37 444	6 005	44	6,02	6,03	6,26	6,55
31 janv. 94	BTF	44 sem.	13 289	3 006	9	5,36	5,39	5,48	5,66

(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 pour des opérations de durée équivalente

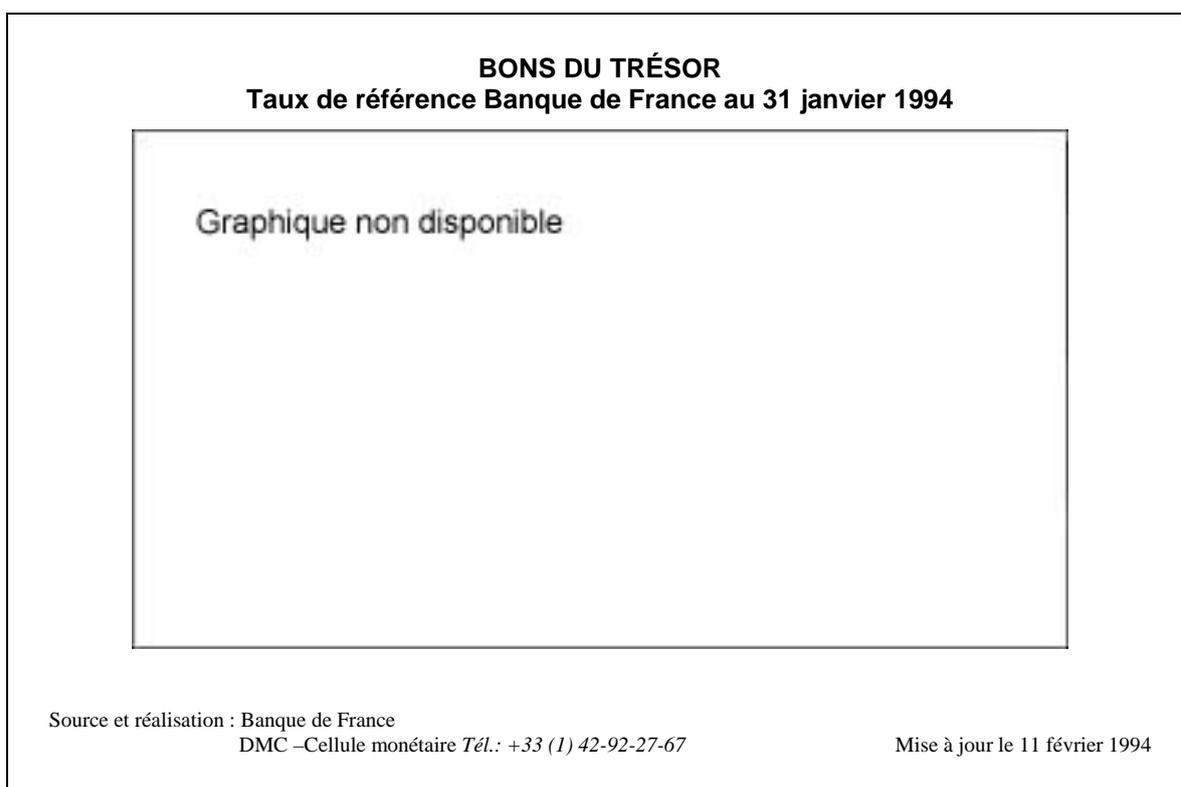
Source et réalisation : Banque de France DMC - Cellule monétaire - Tél. : +33 (1) 42 92 27 67 Mise à jour le 7 Février 1994

Sur les BTF à 13 semaines, les taux à l'émission n'ont que faiblement varié, entre 6,24 % le 3 janvier et 6,29 % le 24.

En ce qui concerne les BTAN en francs émis le 20 janvier, on note un repli, de 0,31 point sur la tranche à deux ans et de 0,23 point sur celle à cinq ans, par rapport à l'adjudication du 16 décembre.

Marché secondaire

Les rendements des bons du Trésor ont enregistré en janvier une tension notable sur l'ensemble des échéances.



Sur les échéances courtes, une tendance à la hausse des taux s'est imposée pendant les trois premières semaines de janvier dans le sillage du marché interbancaire, en liaison avec le maintien des taux directeurs français et allemand. Dans les tout derniers jours du mois, les rendements se sont très légèrement détendus, les anticipations de baisse des taux étant ravivées par le ralentissement de l'inflation en Allemagne et par les commentaires des dirigeants de la Banque fédérale d'Allemagne. Sur l'ensemble de la période, les taux des BTF progressent en moyenne de 15 centimes.

Les rendements des BTAN se sont légèrement repliés pendant la première quinzaine du mois, les papiers d'une durée avoisinant deux ans étant particulièrement recherchés. Des dégagements sont intervenus sur ces échéances au début de la deuxième décade, en liaison avec le report des anticipations de baisse des taux courts, mais le marché se redressait quelque peu en fin de mois. Sur l'ensemble de la période, les taux des BTAN progressent de 5 à 15 centimes, les échéances les plus courtes ayant désormais un rendement identique aux plus longues: l'écart de rendement entre les BTAN deux ans et cinq ans est ainsi passé de - 7 centimes à - 1 centime.

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
Du 31 janvier 1993 au 31 janvier 1994**

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 7 février 1994

Le profil de la courbe des bons du Trésor a peu varié. Décroissante jusqu'à l'échéance deux ans et demi, elle est très aplatie au-delà, avec une pente plus faiblement positive qu'à fin décembre.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
Au 31 janvier 1994**

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 11 février 1994

L'écart de rendement entre le marché interbancaire et celui des bons du Trésor s'est réduit sur toutes les échéances et revient à son niveau normal sur les échéances courtes en raison du volume plus large des émissions de BTF opérées par le Trésor en ce début d'année.

COURBE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT
Janvier 1994

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 11 février 1994

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT MATIF du 31 décembre 1993 au 31 janvier 1994

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 février 1994

Après la hausse du mois de décembre, le marché obligataire a enregistré en janvier un mouvement de légère correction qui s'est déroulé en trois phases:

- du 3 au 19 janvier, les titres d'État ont bien résisté à la stabilité des taux directeurs en Allemagne et en France, et à la dégradation du marché américain qui a fait l'objet de prises de bénéfices après la publication d'indicateurs confirmant la vigueur de la croissance américaine. L'écart entre les emprunts phares français et allemand est passé au cours de cette période de + 10 à + 1 point de base. Le contrat notionnel est resté également bien orienté. L'échéance mars a atteint de nouveaux niveaux records à 131,21 le 12 janvier;

- du 20 au 26 janvier, la stabilité des taux courts en Allemagne et en France a provoqué une correction du marché des titres d'État, particulièrement sur les échéances supérieures à cinq ans. Cette correction a été légèrement moins forte en France qu'en Allemagne, des anticipations de baisse de la part de la Banque de France contribuant à soutenir les titres français. Au cours de cette période, les rendements des titres à cinq et dix ans sont remontés de 4 points de base en France et de 6 points de base en Allemagne. L'écart entre les emprunts phares est alors devenu négatif, se situant le 26 janvier à - 1 point de base. Ce mouvement de correction a affecté également le contrat notionnel qui a perdu 74 et 68 points de base sur les échéances mars et juin;

- du 27 au 31 janvier, on a assisté à un léger redressement puis à une stabilisation des cours des titres d'État. La reprise du marché américain, après la publication des prévisions de déficit budgétaire pour l'année fiscale commençant le 1er octobre prochain, et du déflateur du PIB, ainsi que de nouvelles anticipations de baisse des taux courts en Allemagne ont contribué principalement à expliquer ce retournement. Le marché allemand tire particulièrement profit de cette évolution, de sorte que le 31 janvier l'écart entre les emprunts phares français et allemand est redevenu légèrement positif (+ 2 points de base). Cette amélioration du climat s'est traduite également par une reprise du notional qui gagne 30 et 28 points de base sur les échéances mars et juin.

Au terme de ces évolutions, le rendement de l'emprunt à dix ans gagne 6 points de base pour s'établir à 5,70 %, et l'écart avec l'emprunt phare allemand passe de + 11 à + 2 points de base. L'échéance mars du notional se replie de 10 points de base. Les corrections ont été acquises dans un volume de transactions en hausse sensible par rapport au mois de décembre. Ainsi, sur le contrat notional, la progression est de 26 %, la position ouverte passant de 145 611 à 161 524.

**ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS
du 31 décembre 1993 au 31 janvier 1994**

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 février 1994

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

(arrêtée au 7 février)

Le taux de l'argent au jour le jour a enregistré un repli de 1/16 de point à 6 3/8 % le 7 février. Ce mouvement s'est répercuté sur le taux interbancaire à un mois qui a perdu quelques centimes par rapport au niveau du 31 janvier. En revanche les autres échéances de terme interbancaires se sont inscrites en légère hausse, dans le sillage des taux obligataires.

Le marché de long terme a été très défavorablement orienté, s'alignant sur la tendance observée sur toutes les grandes places financières. Le mouvement a été lié au maintien de la politique monétaire en Allemagne et au relèvement le 4 février, par le Système de Réserve fédérale américain, de l'objectif du taux des " federal funds " à 3 1/4 %, contre 3 % précédemment (première hausse depuis 1989).

Au total, l'indice du gisement remonte de 0,20 point à 5,90 % le 7 février. L'écart avec les emprunts allemands de même durée est redevenu positif (+ 6 points entre les deux emprunts phare à dix ans).

5.2. Les émissions

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

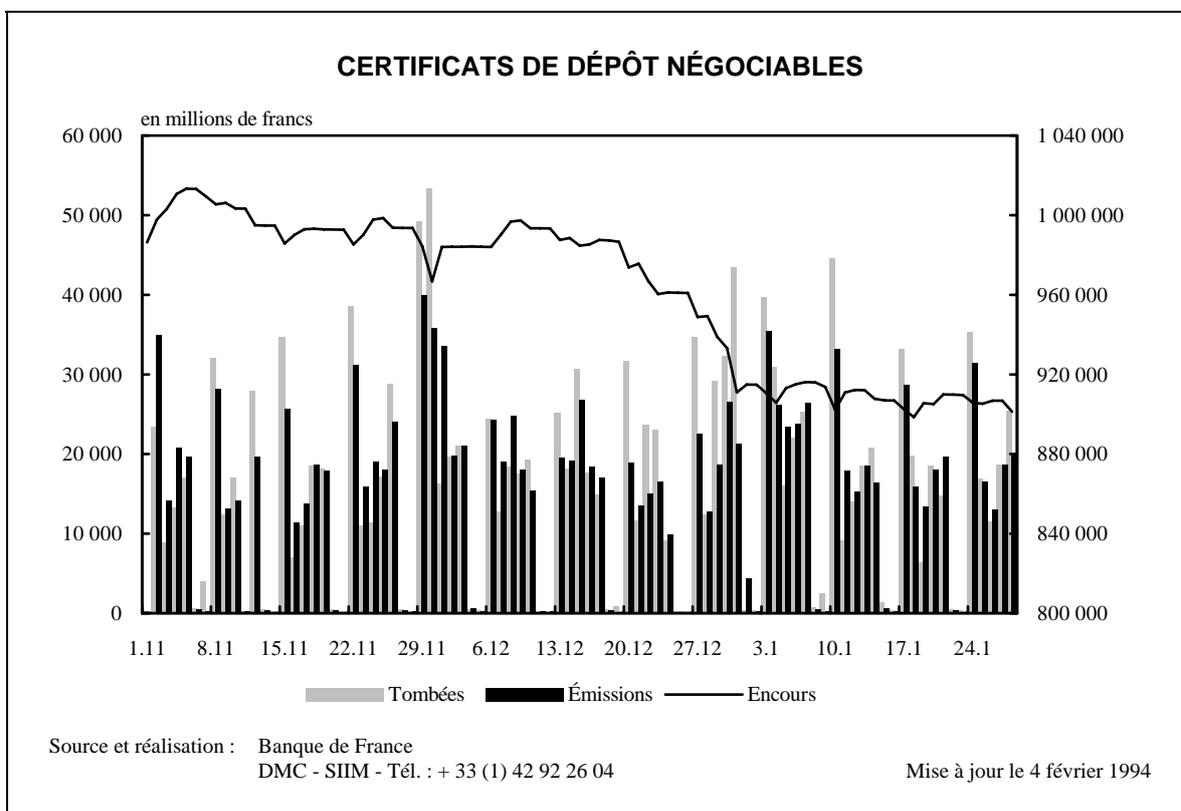
5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 900 milliards de francs le 28 janvier, contre 911 milliards le 31 décembre et 966,8 milliards le 30 novembre.

Les émissions réalisées entre le 1^{er} et le 28 janvier ont atteint 443,4 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 453,5 milliards en décembre et 441,6 milliards en novembre.

L'érosion de l'encours observée en janvier est inhabituelle en cette période de l'année où, traditionnellement, les établissements reconstituent leurs ressources après la clôture des comptes. Les raisons tiennent à la baisse tendancielle des taux de court terme ainsi qu'à l'alourdissement de la fiscalité des OPCVM monétaires, gros acquéreurs de titres de créances négociables. Les baisses d'encours les plus vives sont observées à la Caisse des dépôts et consignations (-24 milliards de francs), la Société générale (-11,5 milliards), la Caisse nationale de crédit agricole (-5,7 milliards), la Banque française du commerce extérieur (-4,7 milliards) et la Banque nationale de Paris (-4,4 milliards) ; certains établissements ont toutefois augmenté leurs encours, notamment Indosuez (+14,2 milliards de francs), le Crédit lyonnais (+8 milliards), le Crédit commercial de France (+6 milliards), le Crédit industriel et commercial (+5,2 milliards) et Paribas (+5 milliards).

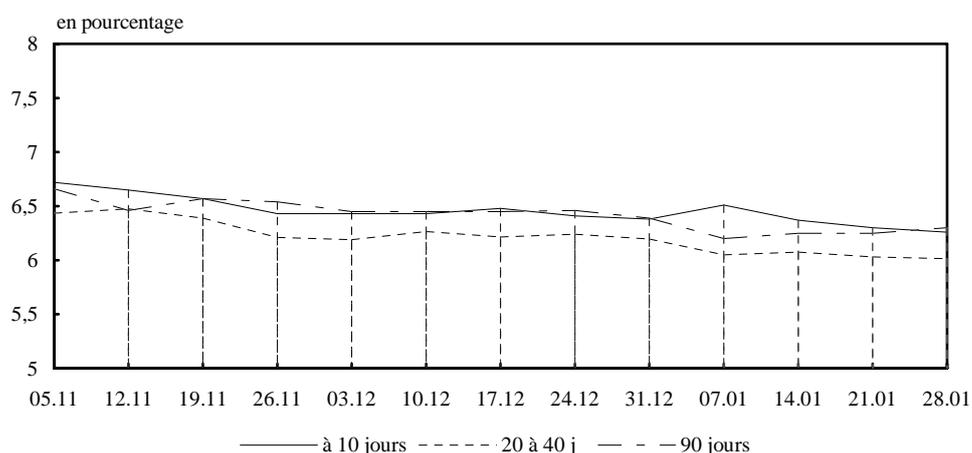


Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 407 le 28 janvier 1994.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

	<i>(en pourcentage)</i>			
	03/01 au 07/01	10/01 au 14/01	17/01 au 21/01	24/01 au 28/01
Certificats à 10 jours (moyenne).....	6,51	6,37	6,30	6,26
Certificats à 30 jours (moyenne).....	6,32	6,20	6,34	6,34
Certificats à 90 jours (moyenne).....	6,20	6,25	6,25	6,30
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	5,50	5,68	5,60	5,58
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	6,60	6,47	6,46	6,45

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

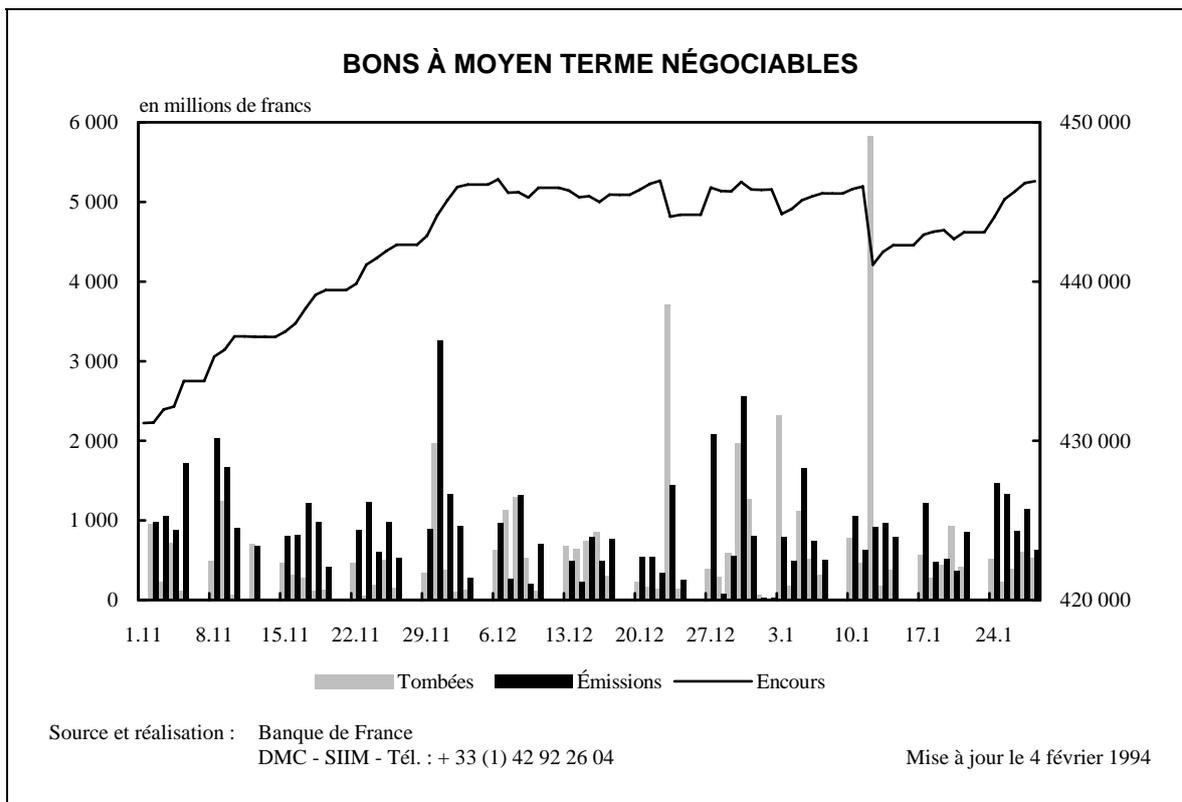
Mise à jour le 4 février 1994

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 446,3 milliards de francs le 28 janvier (chiffre provisoire disponible), contre 445,8 milliards le 31 décembre et 444,2 milliards le 30 novembre.

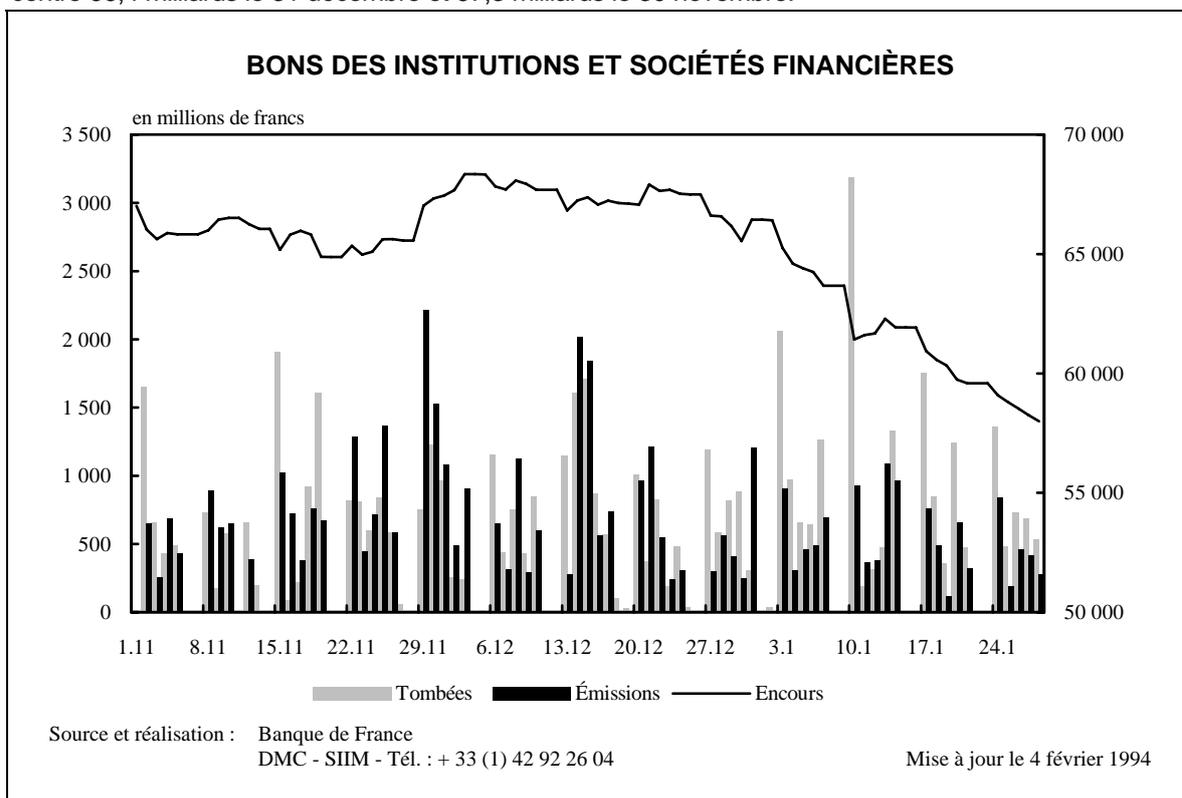
Les émissions se sont élevées à 17,5 milliards de francs entre le 1^{er} et le 28 janvier, contre 18 milliards en décembre et 22,6 milliards en novembre.

Enfin, 161 émetteurs avaient un encours en gestion au 31 janvier, contre 162 à fin décembre comme à fin novembre.



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

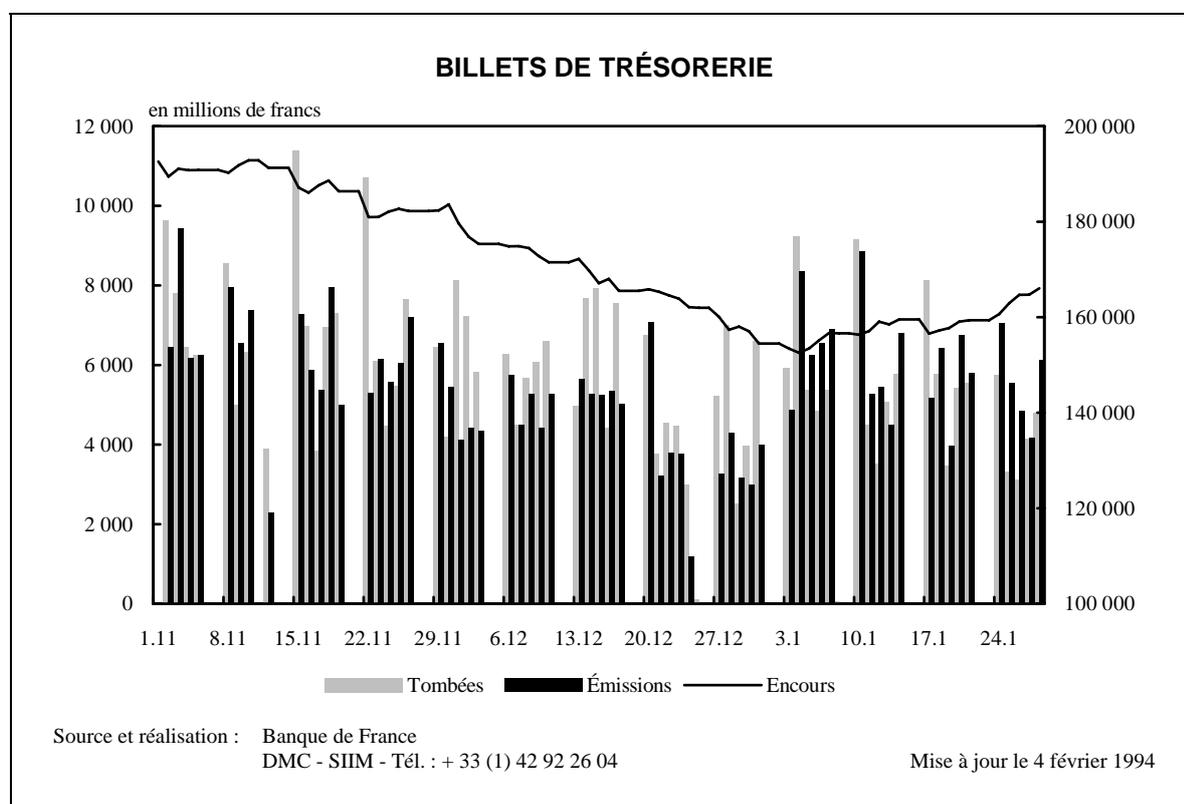
L'encours de ces bons est passé à 58 milliards de francs le 28 janvier (chiffre provisoire disponible), contre 66,4 milliards le 31 décembre et 67,3 milliards le 30 novembre.



Billets de trésorerie (BT)

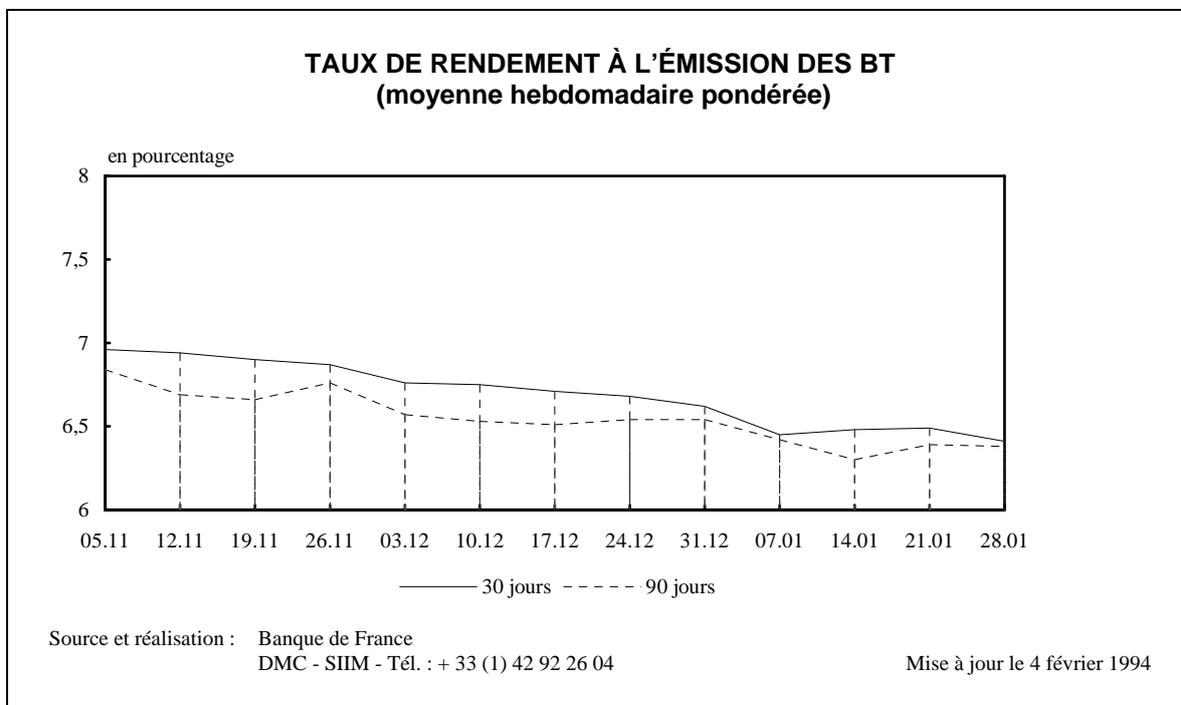
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 168,8 milliards de francs le 31 janvier (dernier chiffre provisoire disponible), contre 154,5 milliards le 31 décembre et 183,6 milliards le 30 novembre.

Le montant des émissions intervenues entre le 1^{er} et le 31 janvier a atteint 128,9 milliards de francs, contre 101,5 milliards en décembre et 126,3 milliards en novembre (respectivement 114,5 milliards de francs, contre 130,7 milliards et 135,3 milliards pour les tombées). Cinq émetteurs ont accru leur encours de plus d'un milliard et demi de francs entre fin décembre et fin janvier : la Compagnie nationale Air France (+ 2,32 milliards de francs), PSA Trésorerie GIE (+ 2,24 milliards), Guinness PLC (+ 1,80 milliard), Total CFP (+ 1,75 milliard) et BSN Finance (+ 1,64 milliard) ; à l'inverse, d'autres émetteurs ont réduit significativement leur encours, notamment la SNCF (- 1,20 milliard de francs), Morgan Stanley Group (- 1,45 milliard), la CNT (- 1,49 milliard), SNC commerciale Kléber (- 2,37 milliards) et Électricité de France (- 6,87 milliards).



Le 31 janvier, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 106 (en tenant compte de la notion de groupe) ; 40 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 51,9 % de l'encours global.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT					
<i>(en pourcentage)</i>					
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours		03/01 au 07/01	10/01 au 14/01	17/01 au 21/01	24/01 au 28/01
		Plus bas	6,31	6,35	6,35
Plus haut	6,61	6,58	6,60	6,56	
Tiop à un mois		03/01 au 07/01	10/01 au 14/01	17/01 au 21/01	24/01 au 28/01
		Plus bas	6,48	6,50	6,50
Plus haut	6,55	6,55	6,56	6,52	

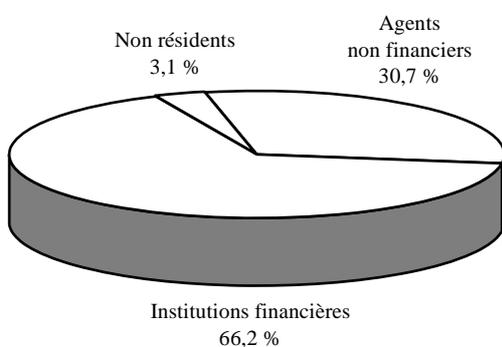
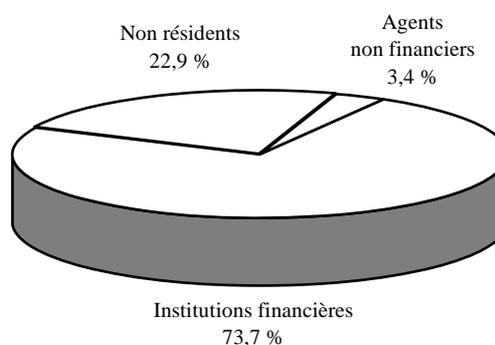
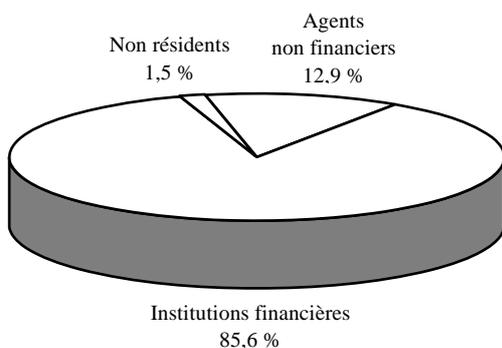
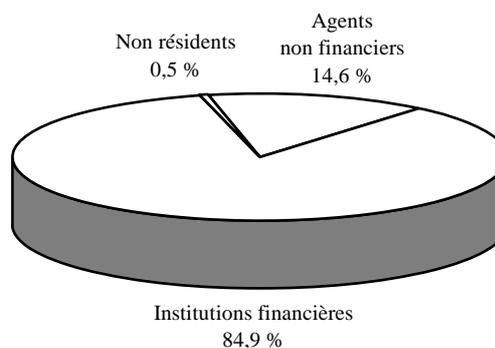


Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin décembre)

Les institutions financières ont réduit leur part dans la détention de la plupart des catégories de titres de créances négociables. Toutefois, elles ont très légèrement renforcé leur position en BMTN (de 85,1 % à 85,6 %).

Les agents non financiers ont accru leur portefeuille en billets de trésorerie (de 12,5 % à 14,6 %).

Les non-résidents ont renforcé leurs avoirs en bons du Trésor (de 21,3 % à 22,9 %). En revanche, ils ont diminué leurs placements en billets de trésorerie (de 1,7 % à 0,5 %).

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

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

Mise à jour le 7 janvier 1994

5.2.2. Les SICAV

L'encours de l'ensemble des SICAV s'est réduit de 58,1 milliards de francs et atteint 1 940 milliards à fin décembre, les rachats nets ayant été très importants (90,2 milliards de francs). Ces évolutions recouvrent des mouvements très contrastés.

La baisse de l'encours des titres de SICAV court terme a été de nouveau très vive en décembre. Le public a en effet accéléré ses transferts, notamment vers les plans d'épargne en actions (PEA) semble-t-il, afin de bénéficier de l'exonération fiscale au titre de la taxation sur les plus-values, faculté limitée au 31 décembre. L'actif net des SICAV court terme s'est ainsi contracté de 112 milliards de francs et s'établit à 1 167,7 milliards. Les rachats nets se sont élevés à 118,6 milliards de francs ; en cumul annuel, ils atteignent 173,1 milliards (contre des souscriptions nettes de 14,2 milliards en 1992 et de 31 milliards en 1991).

En revanche, les SICAV obligataires ont poursuivi leur progression. Leur encours est passé de 482,3 milliards de francs à 505,3 milliards d'une fin de mois à l'autre. Leurs souscriptions nettes ont atteint 15,1 milliards de francs. En cumul annuel, elles s'élèvent à 134,5 milliards de francs, contre 9,7 milliards en 1992 et 16,9 milliards en 1991.

Les SICAV actions et diversifiées se sont fortement développées en décembre et leur actif net a progressé de 30,9 milliards de francs pour atteindre 267 milliards. Leurs souscriptions nettes s'élèvent à 13,6 milliards de francs et à 7,8 milliards sur l'année (après des rachats nets de 20,7 milliards en 1992 et de 17,3 milliards en 1991).

SICAV COURT TERME			
<i>(en milliards de francs)</i>			
	Octobre 1993	Novembre 1993	Décembre 1993
ACTIF NET TOTAL (a)	1 285,2	1 279,7	1 167,7
– SICAV monétaires	1 021,9	1 014,2	915,2
– SICAV régulières	192,4	191,4	178,5
– SICAV sensibles	70,9	74,1	74,0
SOUSCRIPTIONS NETTES DU PUBLIC			
<i>Flux mensuels (b)</i>	-27,7	-11,8	-118,6
<i>Flux cumulés depuis le début de l'année (b)</i>	-42,7	-54,5	-173,1
(a) Source : Europerformance			
(b) Source : Banque de France/Europerformance			
Source et réalisation : Banque de France DESM - SASM - Tél. : + 33 (1) 42 92 49 29		Mise à jour le 26 janvier 1994	

5.2.3. Le marché primaire obligataire en janvier

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

Après avoir fortement fléchi au cours du mois de décembre, l'activité sur les marchés primaires obligataires a connu une vive reprise à partir du milieu du mois de janvier, avec notamment l'émission par l'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unedic) d'un emprunt de 22 milliards de francs garanti par l'État. Les différents compartiments du franc mais aussi de l'écu ont été sollicités.

La collecte de fonds ne reflète toutefois qu'imparfaitement cette évolution, en raison du décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Les flux d'émissions brutes ont ainsi atteint 57 milliards de francs en janvier, contre 40 milliards en décembre. Près de 77 % des titres réglés en janvier ont été émis sur le marché intérieur (dont près de 5 % en écus), le solde ayant été constitué uniquement d'émissions en eurofrancs.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)

ventilation par marché

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Décembre 1993	Janvier 1994	Janvier 1993	Année 1993		Décembre 1993	Janvier 1994	Janvier 1993	Année 1993
MARCHÉ INTÉRIEUR								
14,5	27,1	19,4	360,2	État	2,1	26,1	14,5	304,0
8,8	8,4	5,7	114,1	Établissements de crédit et assimilés	0,7	- 6,6	- 6,0	15,8
4,8	7,5	3,6	48,2	Sociétés non financières	0,1	4,1	0,4	12,9
0,2	-	-	4,1	Autres émetteurs résidents	-	- 0,5	- 0,5	- 0,3
28,2	43,0	28,6	526,6	Ensemble des résidents	2,8	23,1	8,4	332,3
-	-	-	-	Non-résidents	- 0,1	-	-	- 1,5
28,2	43,0	28,6	526,6	TOTAL	2,8	23,1	8,4	330,8
-	2,7	-	16,4	dont émissions en écus (b)	-	2,7	-	16,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
4,0	13,1	0,5	79,9	Établissements de crédit et assimilés	4,0	10,9	0,5	65,5
-	-	-	43,7	Sociétés non financières	-	-	-	42,9
1,0	-	-	4,9	Autres émetteurs résidents	1,0	-	-	4,9
5,0	13,1	0,5	128,5	Ensemble des résidents	5,0	10,9	0,5	113,3
6,7	1,0	-	79,4	Non-résidents	6,7	0,8	-	72,0
11,7	14,1	0,5	207,9	TOTAL	11,7	11,6	0,5	185,2
-	-	-	-	dont émissions en écus	-	-	-	- 2,5
-	-	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	-	-	- 2,5

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

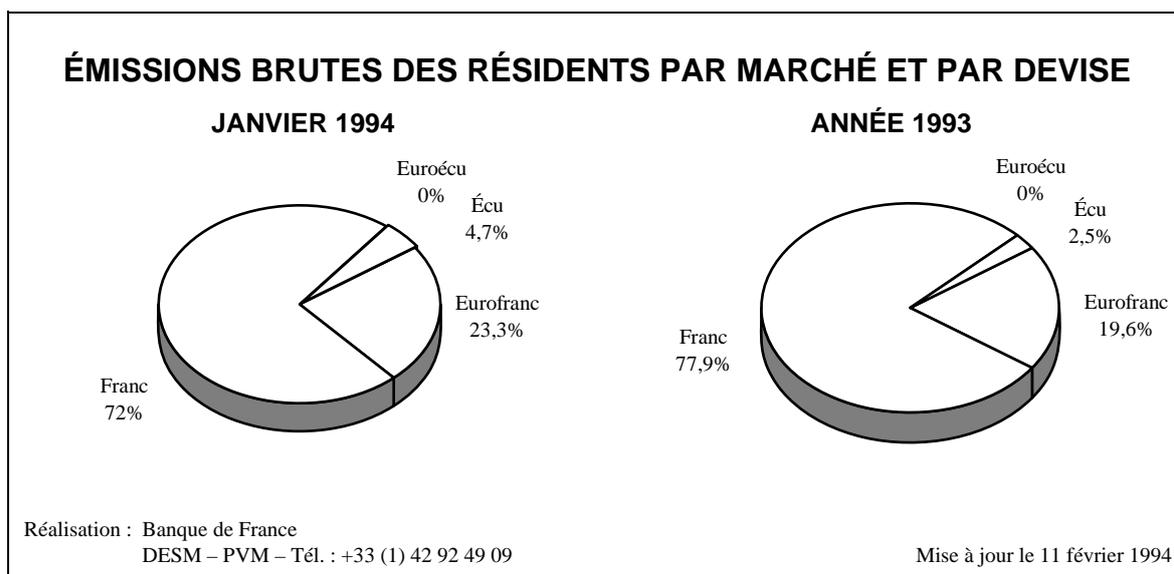
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 11 février 1994

La **collecte des résidents** s'est élevée à 56 milliards de francs (33 milliards en décembre), soit la quasi-totalité (98 %) des émissions réglées en janvier. Hors État, la collecte a atteint FRF 29 milliards (contre FRF 19 milliards en décembre), 45 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international, contre 27 % en décembre (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).



Les émissions de l'**État** se sont élevées à 27,1 milliards de francs (25,9 milliards en valeur nominale), après 14,5 milliards en décembre.

L'essentiel des fonds ont été levés en francs sur deux lignes d'OAT déjà existantes, l'« OAT 5,50 % avril 2004 » et l'« OAT 8,50 % avril 2023 ». Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,8 milliards de francs, soit le milieu de la fourchette annoncée (19 à 21 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 3,5 milliards au titre des soumissions non compétitives. Les taux de rendement se sont sensiblement détendus pour s'établir à 5,72 % et 6,38 % pour chacune des OAT 2004 et 2023, en baisse de près de 30 points de base par rapport aux adjudications précédentes (respectivement décembre et octobre 1993).

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus¹, réalisée le 12 janvier 1994 et portant sur la ligne « OAT 6 % avril 2004 » créée en octobre 1993. Le montant nominal émis s'est élevé à 398 millions d'écus, soit plus de 2,6 milliards de francs. Le taux de rendement (à l'émission) est ressorti à 5,85 %, contre 6,57 % en octobre 1993.

Les **établissements de crédit** ont recueilli les trois quarts du solde, soit 21 milliards de francs (sur 29 milliards), après 13 milliards en décembre. Toutefois, moins de 40 % de ces fonds proviennent d'emprunts émis sur le marché intérieur.

Les **sociétés non financières** ont levé près de 8 milliards de francs en janvier (contre 5 milliards en décembre), exclusivement par appel au marché intérieur.

¹ En ce qui concerne son programme indicatif de financement en écus pour 1994, le Trésor a privilégié un objectif de régularité (contrairement aux objectifs quantitatifs définis les années précédentes). Ainsi, l'État devrait procéder, dans la mesure du possible, à des adjudications de BTAN ou d'OAT en écus tous les deux mois (le deuxième mercredi du mois concerné) et pour un montant minimum de 100 millions d'écus.

La **collecte des non-résidents**, réalisée toujours entièrement sur le compartiment international, a fortement diminué en janvier pour atteindre 1 milliard de francs (6 milliards en décembre).

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Décembre 1993	Janvier 1994	Janvier 1993	Année 1993		Décembre 1993	Janvier 1994	Janvier 1993	Année 1993
ÉMISSIONS en FRANCS								
14,5	24,4	19,4	343,8	État	2,1	23,4	14,5	287,6
12,7	21,5	6,2	194,0	Établissements de crédit et assimilés	4,7	4,3	- 5,5	83,8
4,8	7,5	3,6	91,9	Sociétés non financières	0,1	4,1	0,4	55,7
1,1	-	-	9,0	Autres émetteurs résidents	1,0	- 0,5	- 0,5	4,6
33,2	53,4	29,1	638,8	Ensemble des résidents	7,8	31,3	8,9	431,7
6,7	1,0	-	79,4	Non-résidents	6,6	0,8	-	70,5
39,9	54,4	29,1	718,1	TOTAL	14,4	32,1	8,9	502,2
28,2	40,4	28,6	510,2	dont émissions intérieures	2,8	20,5	8,4	314,5
28,2	40,4	28,6	510,2	dont émissions intérieures des résidents	2,8	20,5	8,4	316,0
ÉMISSIONS en ÉCUS								
-	2,7	-	16,4	État	-	2,7	-	16,4
-	-	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	-	-	- 2,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
-	2,7	-	16,4	Ensemble des résidents	-	2,7	-	13,9
-	-	-	-	Non-résidents	-	-	-	-
-	2,7	-	16,4	TOTAL	-	2,7	-	13,9
-	2,7	-	16,4	dont émissions intérieures	-	2,7	-	16,4
-	2,7	-	16,4	dont émissions intérieures des résidents	-	2,7	-	16,4

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

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

Mise à jour le 11 février 1994

Autres événements concernant le marché primaire intervenus au cours du mois de janvier

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

Après Électricité de France et le Crédit foncier de France en octobre, la Société générale et la Caisse nationale de crédit agricole en novembre, Sophia et la RATP ont lancé des offres publiques d'échange d'obligations afin d'adapter la liquidité de leur gisement obligataire aux nouvelles conditions d'émission résultant de la baisse des taux d'intérêt à long terme.

L'intérêt des émetteurs (notamment les sociétés non financières) pour les obligations convertibles à faible coupon et à forte prime de remboursement ¹ s'est de nouveau manifesté en janvier. Après BSN en novembre 1993 (près de 4 milliards de francs à 3 %), la Compagnie générale d'industrie et de participations CGIP (1 milliard à 3,75 %) puis Michelin (3,5 milliards à 2,50 %) ont retenu cette formule d'emprunt qui présente de nombreux avantages, tant pour les sociétés émettrices que pour les souscripteurs ².

Après une année 1993 particulièrement difficile, le marché primaire de l'écu a connu un regain d'activité en milieu de période ³. Après l'adjudication de BTAN et d'OAT en écus (près de 1 milliard d'écus au total), la Caisse française de développement et le Crédit foncier de France ont profité des fenêtres de marché (notamment des conditions de swaps attractives) pour lever respectivement 200 et 300 millions d'écus sur le marché international. D'autres émetteurs non résidents (Eurofima, KfW) ont également sollicité ce compartiment, qui a fait l'objet d'une demande soutenue en raison de l'importance des liquidités en écus provenant des remboursements d'emprunts et des tombées de coupons.

Après avoir permis successivement le démembrement de cinq lignes d'OAT en francs depuis le mois de mai 1991, le Trésor a autorisé, à compter du 20 janvier 1994, le démembrement et le remembrement des quatre lignes d'OAT libellées en écus et d'échéance 25 avril (2000, 2003, 2004 et 2022) sans contingentement ni limitation aucune ⁴. Afin de rendre fongibles les certificats d'intérêt ayant des dates d'échéance communes, leur montant a été fixé à 1,25 écu.

La loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 (JO du 5 janvier 1994) portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers a apporté deux innovations relatives à l'assouplissement des modalités d'émission d'emprunts obligataires et à l'exonération d'impôt de bourse pour les opérations avec un non-résident. Dorénavant, le conseil d'administration d'une société pourra subdéléguer, selon le cas, au président ou à tout autre administrateur ou à un membre du directoire le pouvoir d'autoriser une émission obligataire. Cette disposition, qui supprime l'obligation de tenir un conseil d'administration au moment même de l'émission (ou à définir à l'avance de manière très précise ses conditions financières), devrait simplifier considérablement les émissions obligataires et plus particulièrement celles réalisées par les grandes entreprises sur les marchés internationaux. Par ailleurs, cette loi a dispensé d'impôt de bourse les « opérations d'achat ou de vente de valeurs de toute nature effectuées par un non-résident, ce dernier étant défini comme une personne physique ou morale domiciliée ou établie hors de France ». Cette disposition, très attendue par les professionnels et qui s'applique à toutes les opérations d'achat ou de vente de titres effectuées à la Bourse de Paris, devrait renforcer la compétitivité de cette dernière.

¹ Globalement, les émissions d'obligations convertibles ont atteint 18 milliards de francs en 1993, contre 3 milliards en 1992. Relativement répandues aux États-Unis, les obligations convertibles à coupon réduit (compris entre 3 % et 4 %) et à forte prime de remboursement (de 20 % à 40 % du nominal) ont été introduites en France par les sociétés Havas en octobre 1992, puis Schneider en décembre 1992. La Société générale, le Crédit national, BSN (ainsi que de nombreux autres émetteurs pour des montants modestes) ont effectué d'importantes émissions de ce type en 1993.

² Ces titres présentent en effet de nombreux avantages pour les émetteurs, notamment lorsqu'ils jugent que le cours de leur action est sous-évalué. Outre l'avantage de trésorerie que procure le faible coupon et l'économie réalisée sur la prime de remboursement en cas de conversion, ces nouveaux produits réduisent l'effet de dilution à la fois du bénéfice par action et du contrôle du groupe que provoquerait une émission d'actions. Pour les souscripteurs, l'intérêt réside essentiellement dans la garantie d'un rendement proche de celui de l'action sous-jacente et dans une protection actuarielle supérieure à celle d'une obligation convertible classique (par le biais de la prime de remboursement élevée). Ces obligations constituent un produit attractif pour les émetteurs qui, ce faisant, donnent aussi au marché un signal positif sur les perspectives de croissance de leur société.

³ L'écu s'est classé au neuvième rang des monnaies utilisées sur le marché international des capitaux en 1993, alors qu'il occupait le sixième rang en 1992 et le quatrième rang en 1991.

⁴ La Sicovam et les spécialistes en valeurs du Trésor (agissant dans le cadre d'un groupement d'intérêt économique) ont seuls la faculté de démembrer ou de reconstituer ces emprunts, qui conservent la garantie de l'État.

5.2.4. Le marché primaire des actions en décembre

ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Octobre 1993	Novembre 1993	Décembre 1993	Année 1993	Année 1992
TOTAL ÉMIS (a).....	21,9	21,4	31,2	240,2	247,4
DONT :					
- émissions de titres cotés (b)	7,9	14,0	13,4	66,2	47,2
- émissions avec appel public à l'épargne (c).....	8,0	15,0	13,4	67,1	49,7
(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale					
(b) Cote officielle et second marché					
(c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB					
Source : Crédit lyonnais					
Réalisation : Banque de France					
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09					
Mise à jour le 11 février 1994					

Les émissions d'actions ont fortement progressé d'un mois sur l'autre pour atteindre 31 milliards de francs en décembre. Les émissions réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, fléchi légèrement à 13 milliards de francs mais représentent 43 % de l'ensemble des émissions.

Globalement, les émissions d'actions ont enregistré une légère baisse (3 % en francs courants) d'une année sur l'autre. Elles se sont établies à 240 milliards de francs en 1993, contre 247 milliards en 1992. Il convient toutefois de nuancer cette évolution, en raison de la forte reprise des émissions d'obligations convertibles (18 milliards de francs en 1993, contre 3 milliards seulement en 1992).

Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne, particulièrement faibles au cours du premier semestre, se sont redressées au cours de l'été (grâce notamment aux émissions provenant du paiement optionnel des dividendes en actions nouvelles), puis ont très fortement progressé au cours du dernier trimestre en raison de la bonne tenue de la Bourse et de l'amélioration des anticipations relatives aux perspectives d'activité des entreprises. Les émissions effectuées avec appel public à l'épargne ont ainsi atteint 67 milliards de francs en 1993, contre 50 milliards l'année précédente.

5.3. Le marché secondaire des actions

Le marché parisien a poursuivi sa hausse, stimulé par les perspectives de baisse des taux d'intérêt et l'espoir d'une nette amélioration des résultats des sociétés en 1994. L'indice CAC 40 a inscrit de nouveaux records et progresse de 2,80 % sur l'ensemble du mois.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

Après les niveaux records atteints durant les dernières séances de 1993, les prises de bénéfices ont pu être aisément absorbées à la Bourse de Paris grâce à l'abondance des liquidités désireuses de se placer sur le marché des actions.

L'indice CAC 40 a ainsi atteint un nouveau record à 2 331,3 le 11 janvier dans des volumes d'échanges particulièrement fournis (5 à 6 milliards de francs échangés quotidiennement). La Bourse de Paris a ensuite connu deux séances de repli sensible (-2,12 % le 12 et -1,30 % le 13 sur l'indice CAC 40) à la suite des propos pessimistes du président d'Alcatel Alsthom (la plus importante capitalisation à la Bourse de Paris) sur les résultats attendus par le groupe en 1994. L'affaiblissement des anticipations de baisse des taux courts a également pesé sur la tendance.

L'indice CAC 40 s'est ensuite stabilisé autour d'un niveau de 2 250 jusqu'au 21 janvier. Un mouvement de reprise s'est amorcé à partir du 24 janvier grâce notamment à un courant d'achats de la part des non-résidents, et la liquidation mensuelle intervenue le même jour s'est finalement soldée par une progression de 1,02 % de l'indice CAC 40.

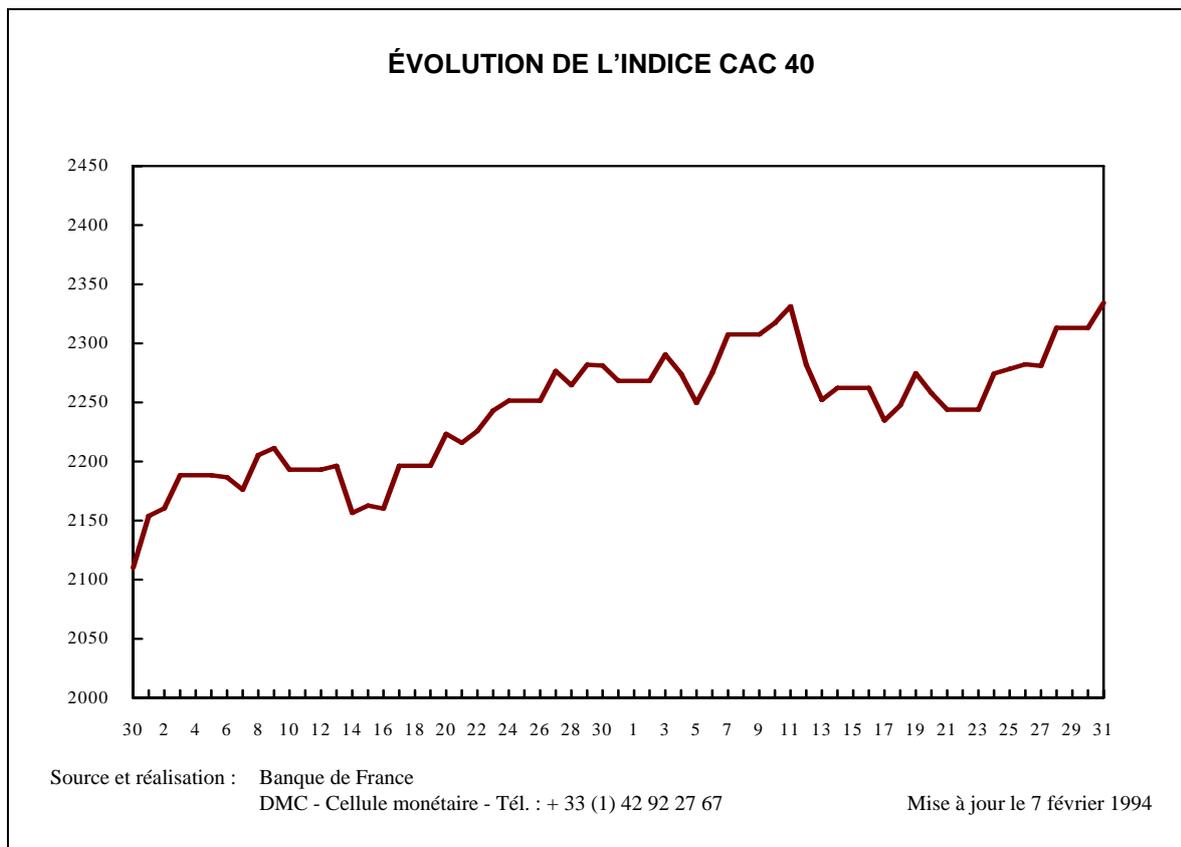
Ce mouvement de hausse s'est poursuivi les jours suivants, alimenté par la tendance favorable constatée sur les autres grands marchés boursiers — en particulier New York où l'indice Dow Jones a battu de nouveaux records sous l'effet de la confirmation de la vigueur de la reprise économique (le PIB américain a progressé de 5,9 % au dernier trimestre de 1993).

Au total, l'indice CAC 40 a terminé le mois de janvier sur un nouveau record, et enregistre une hausse de 2,8 % d'une fin de mois à l'autre. Sur les autres places financières, on note une forte hausse de l'indice Nikkei à Tokyo en liaison avec le vote par le Parlement du programme de réformes gouvernemental et de la perspective du lancement prochain d'un plan de relance économique. New York et Londres ont également enregistré une tendance très favorable. En revanche à Francfort, l'indice Dax a reculé de 4,10 % en raison de prises de bénéfices.

INDICES BOURSIERS				
	31 décembre 1993	31 janvier 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	de l'année 1993
Wall Street (Dow Jones)	3 754,09	3 978,36	5,60	12,07
Londres (FT 100)	3 418,40	3 491,80	2,10	16,73
Tokyo (Nikkei)	17 417,24	20 229,12	13,90	2,83
Paris (CAC 40)	2 268,22	2 334,36	2,80	18,10
Francfort (Dax)	2 266,68	2 177,45	-4,10	31,84

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

Mise à jour le 7 février 1994



5.3.2. La tendance au début du mois de janvier

(arrêtée au 7)

L'indice CAC 40 a d'abord continué de progresser atteignant un nouveau record à 2 355,9 en clôture de la séance du 2 février. Le report des anticipations de baisse des taux courts à l'annonce le 3 février du maintien de la politique de taux outre-Rhin a ensuite entraîné un repli du marché qui s'est accentué le 7 en liaison avec la baisse de Wall Street et la remontée des taux obligataires. L'indice CAC 40 était revenu à 2 287, en clôture de la séance du 7 février.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En décembre 1993, les moyens de paiement (M1) ont enregistré une hausse assez prononcée (1,5 %) et les avoirs sur livrets à taux réglementé (M2 – M1), dont la variation est redevenue positive depuis août dernier, ont poursuivi leur croissance (0,6 %). L'agrégat M2 a ainsi progressé de 1,1 %. En revanche, l'agrégat M3 s'est contracté de 1,5 % sous l'effet d'un repli marqué des placements rémunérés à taux de marché (– 4,2 %) dû, principalement, à des ventes très importantes de titres d'OPCVM court terme, dont l'encours recensé dans M3 a diminué, en un seul mois, de 5,2 %.

L'évolution récente de M3 traduit en effet, en large part, un transfert d'actifs liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats monétaires, transfert qui est à l'origine d'une sensible accélération de la vitesse de circulation de la monnaie, et qui, pour partie, résulte de facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux mesures fiscales concernant les OPCVM. Corrigée de ces facteurs exceptionnels, la variation de M3 en 1993, qui s'établit nominale à – 1,6 %, ressort en fait à 1,4 %.

La progression des agrégats de placement, qui s'est accélérée, reflète bien les arbitrages qui sont intervenus en 1993. Ainsi, l'accroissement de l'agrégat P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) ressort à 16,4 % (contre 13,4 % en 1992). En particulier, le rythme de progression des plans d'épargne-logement s'est sensiblement renforcé, atteignant 11,5 % à fin décembre (au lieu de 4,1 % en 1992) et l'essor des plans d'épargne populaire s'est poursuivi à un rythme très élevé (34,4 % en un an). Celui des placements de type obligataire (agrégat P2) s'est très fortement accentué. Notamment, le montant des souscriptions nettes de SICAV obligataires a atteint 134,5 milliards de francs au cours de l'année, au lieu de 9,7 milliards seulement en 1992.

Les crédits distribués par les banques se sont accrus de 0,7 % au cours du mois d'octobre, marquant ainsi une rupture dans le mouvement de baisse enregistré depuis le mois de mars. Cette reprise provient d'une hausse des concours octroyés aux sociétés (1,2 % en octobre). L'évolution sur douze mois des concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit marque une atténuation du recul des encours et s'établit à – 1,1 % à fin octobre, après – 1,4 % à fin septembre.

L'endettement intérieur total permet de suivre l'ensemble des financements de l'économie, soit par le crédit, soit par des instruments de marché, indépendamment des arbitrages entre différents modes de placement. Sa progression sur un an reste ferme (4 % à fin octobre). Elle recouvre notamment une croissance très vive des financements obtenus sur les marchés, qui s'accroissent de 16,9 % en un an et, en particulier, des ressources de type obligataire qui, en partie sous l'effet du grand emprunt d'État, se sont

accrues de 21,6 % sur la même période. Ces modalités de financement se sont substituées au crédit bancaire et, dans une moindre mesure, à l'émission de titres de créances négociables, dont l'accroissement, tout en restant soutenu (9,2 % en un an), s'est ralenti sensiblement depuis août 1993.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin décembre 1993	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 :	
			Octobre 1993 en pourcentage	Novembre 1993 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
- M1	1 609,7	1,5	-1,1	-0,6
- M2	2 829,6	1,1	-0,5	0,0
- M3 (objectif monétaire : 4% à 6,5%)	5 276,4	-1,5	-0,5	-1,6
- M4	5 325,3	-1,5	-0,4	-1,6
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
- P1	1 214,6		15,5	16,4
Statistiques à fin octobre 1993			Variations sur 12 mois en glissement	
			Juin 1993 en pourcentage	Septembre 1993 en pourcentage
			Octobre 1993 en pourcentage	Octobre 1993 en pourcentage
AGRÉGATS DE CRÉDIT				
- Endettement intérieur total	9 441,4	4,5	4,1	4,0
- Ensemble des crédits à l'économie	6 187,8	-0,1	-1,4 (e)	-1,1 (e)
- Crédits des banques à l'économie	3 551,3	-0,4	-2,8	-2,4
(e) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 29				
			Mise à jour le 26 janvier 1994	

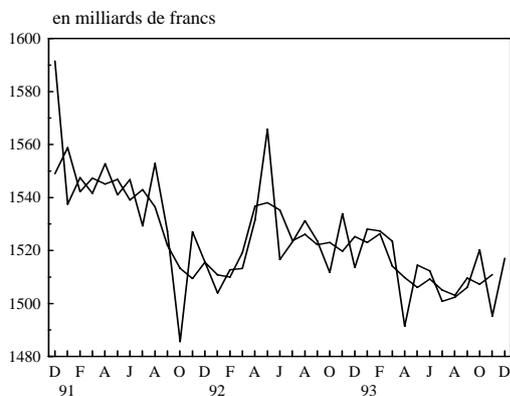
Actualité

ÉVOLUTION DE L'AGRÉGAT M3

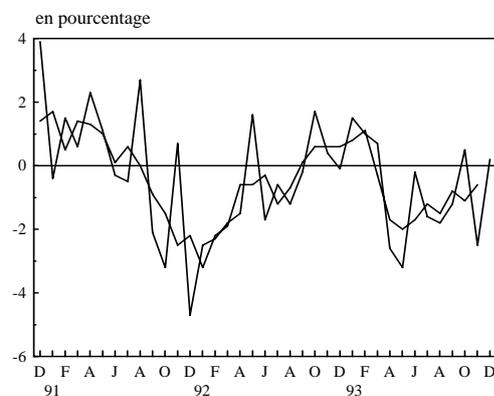
en milliards de francs - données cvs en MTC

Graphique non disponible

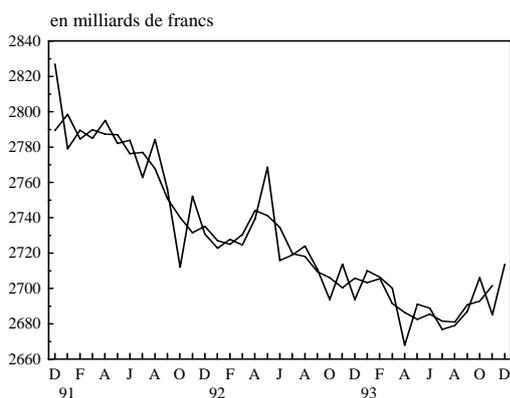
M1
Encours cvs



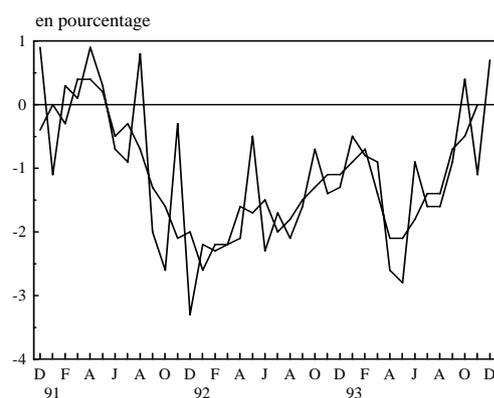
M1
Glissements sur 12 mois



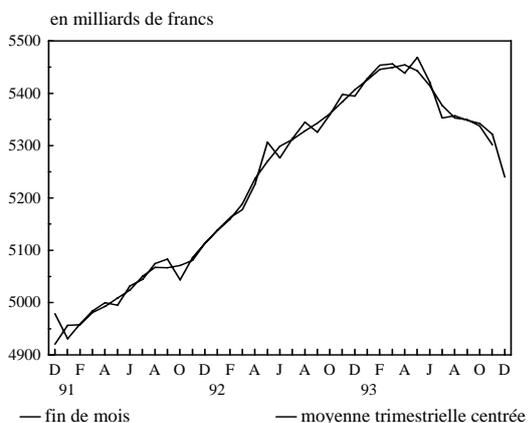
M2
Encours cvs



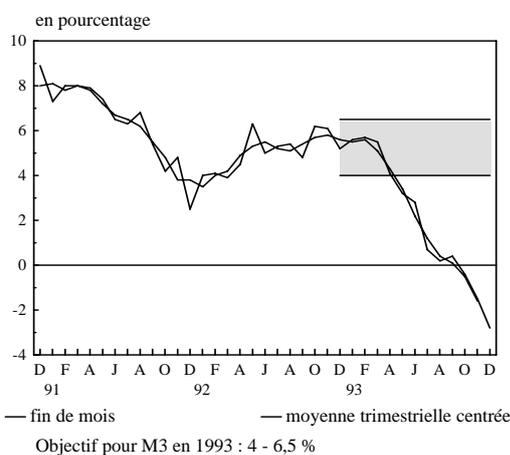
M2
Glissements sur 12 mois



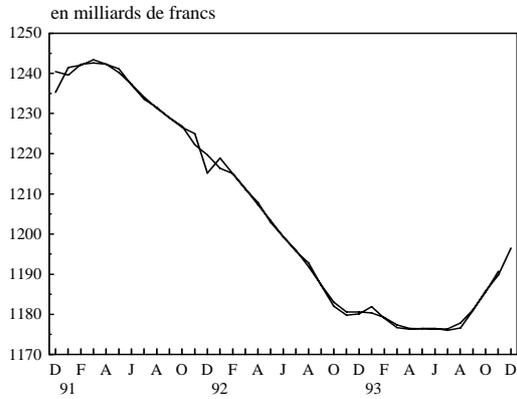
M3
Encours cvs



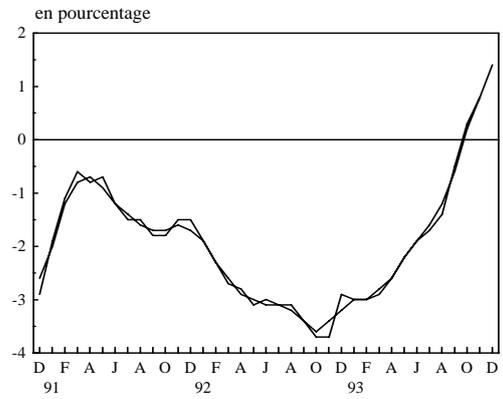
M3
Glissements sur 12 mois



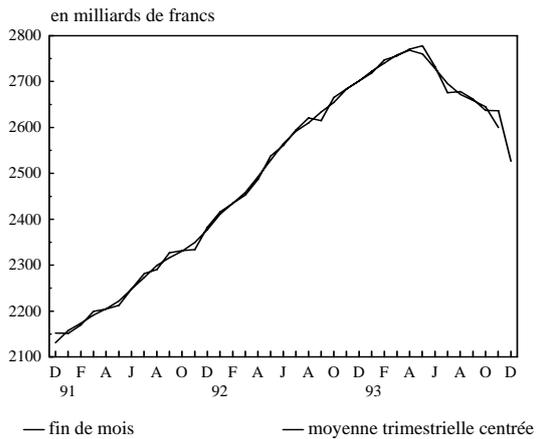
M2 - M1
Encours cvs



M2 - M1
Glissements sur 12 mois



M3 - M2
Encours cvs



M3 - M2
Glissements sur 12 mois

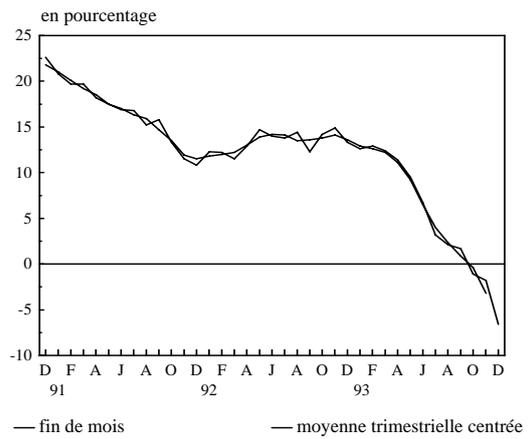


Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

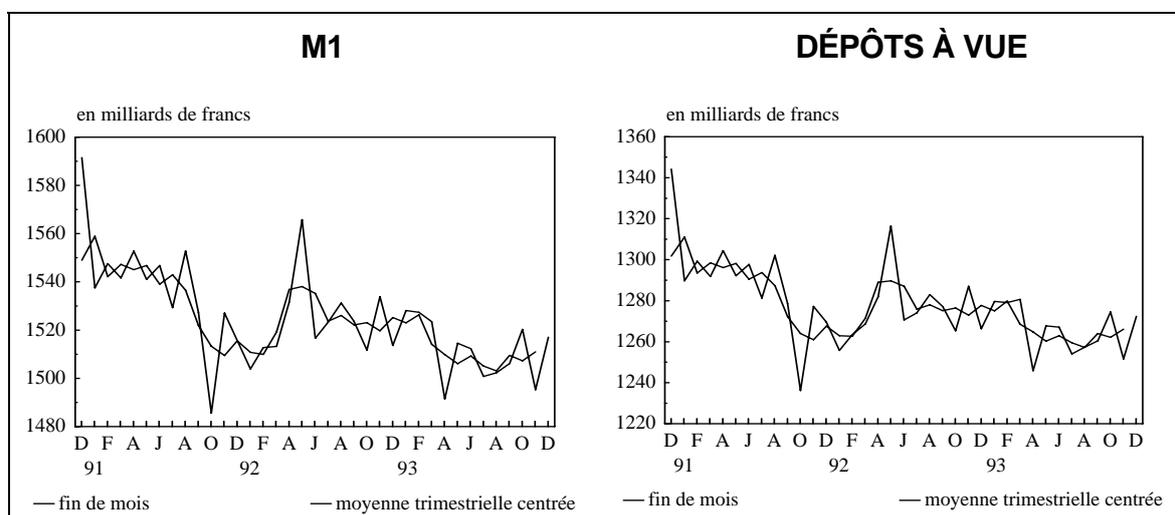
Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin décembre)

M1

L'agrégat M1 a progressé de 1,5 % en décembre, après avoir baissé de 1,6 % le mois précédent. Sur un an, il est en retrait de 0,6 %.

Les dépôts à vue, principale composante de M1, ont augmenté de 1,7 %, après s'être repliés de 1,8 % en novembre. En glissement annuel, leur contraction est de 0,6 %.



L'encours des billets et monnaies s'est accru de 0,4 % (– 0,9 % en novembre) et, sur un an, il a diminué de 0,9 %.

M2 - M1

La reprise des placements sur livrets, amorcée en août, s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année. Ces avoirs ont ainsi progressé de 0,6 % en décembre, après 0,3 % le mois précédent. Aussi, sur un an, leur mouvement de baisse s'est-il ralenti jusqu'à s'inverser à partir de fin novembre. Leur variation annuelle s'établit à 0,8 % à fin décembre (contre – 3,4 % un an auparavant).

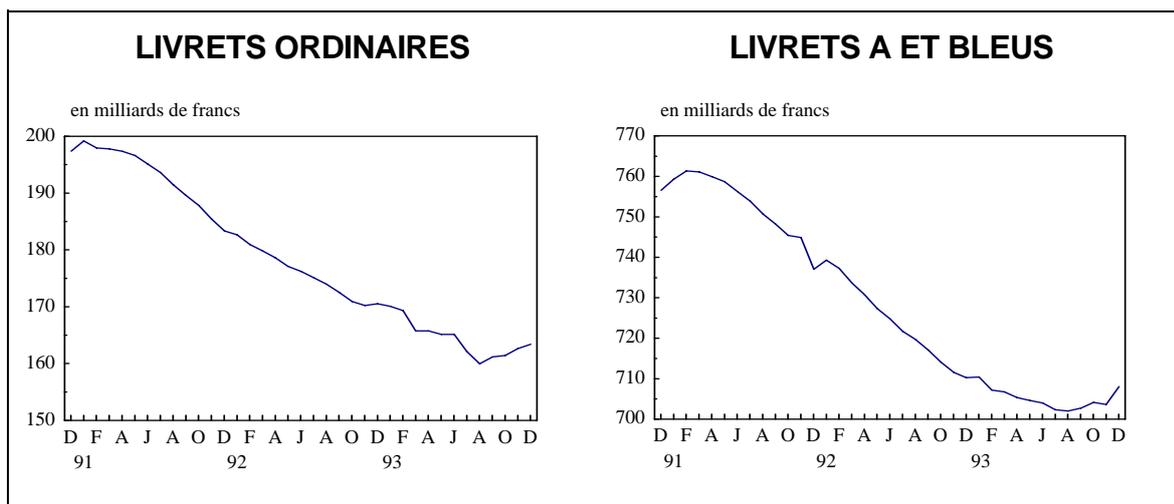
L'encours des livrets A et bleus a progressé de 0,8 %, après être resté stable le mois précédent. En glissement sur douze mois, leur recul a continué de s'amoinrir (– 1 %, contre – 4,1 % en 1992).

Le montant des comptes d'épargne-logement a augmenté de 1,2 % en décembre (0,9 % en novembre). Au total, sa progression annuelle s'est sensiblement renforcée, passant de 1,2 % à 6 % d'une fin d'année à l'autre.

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

L'encours des Codevi s'est de nouveau accru (2 % en décembre, après 1,3 %). En glissement annuel, son augmentation, principalement liée au relèvement du plafond de 15 000 francs à 20 000 francs intervenu le 1^{er} juillet, s'établit à 17,3 %, contre 2,4 % à fin 1992.

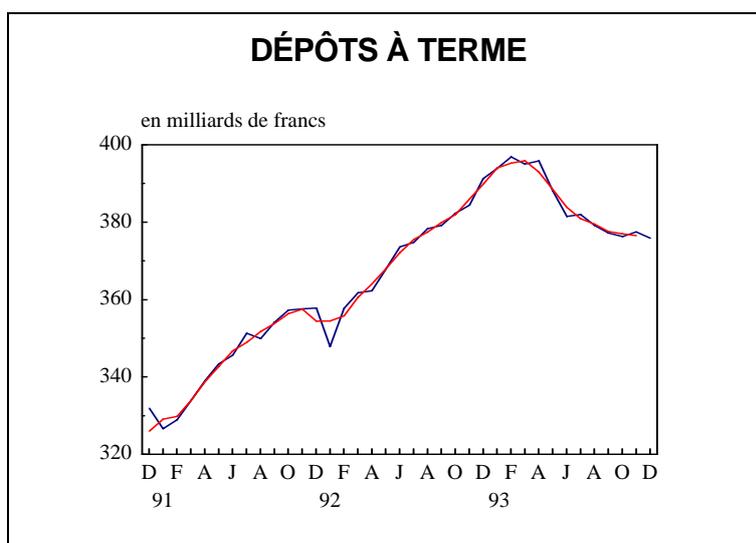
Les avoirs sur livrets soumis à l'impôt, qui ont repris une pente ascendante depuis septembre, ont progressé de 0,5 %. Par conséquent, leur baisse sur un an s'est réduite, passant de - 8,1 % à - 4,8 % d'une fin d'année à l'autre.



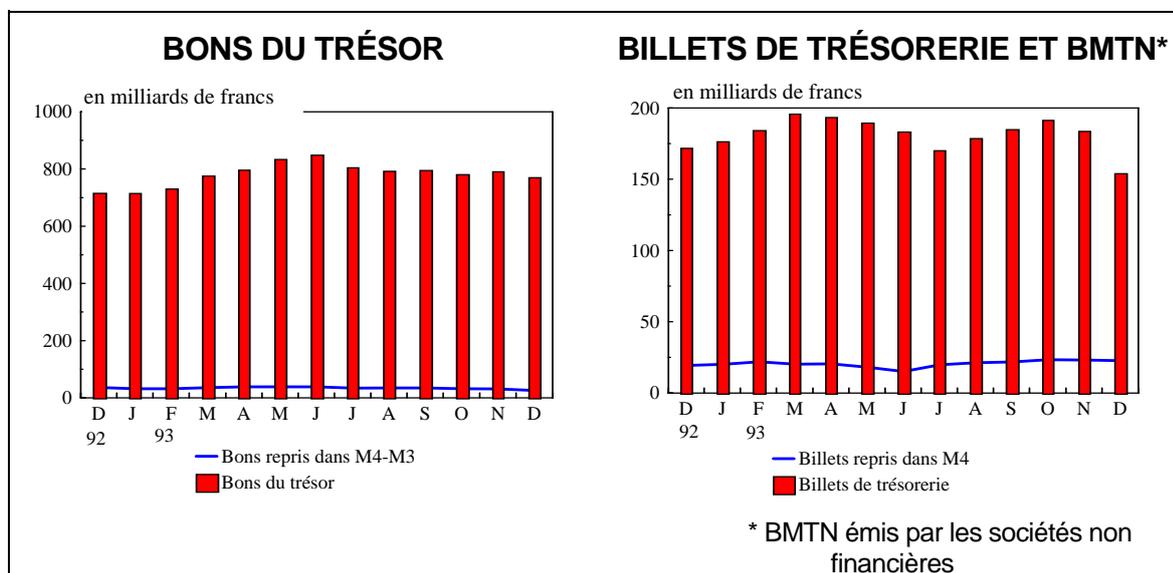
M3 - M2

L'agrégat M3 - M2 s'est contracté de 4,2 % en décembre, après être demeuré stable le mois précédent. Son évolution sur un an est passée de 14,1 % à fin 1992 à - 3,2 % à fin 1993 du fait du repli de la quasi-totalité de ses composantes.

Les placements à terme (bons non négociables et comptes à terme) ont diminué de 0,9 % (- 0,7 % le mois précédent). Aussi, en rythme annuel, leur recul s'est-il progressivement accentué, passant de - 0,4 % à - 7,7 % entre 1992 et 1993.



Le montant des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par le public a peu varié (23,1 milliards de francs en novembre et 22,7 milliards en décembre). Leur encours total s'élève à 153,9 milliards de francs, en baisse de 17,8 milliards par rapport au niveau atteint un an auparavant.

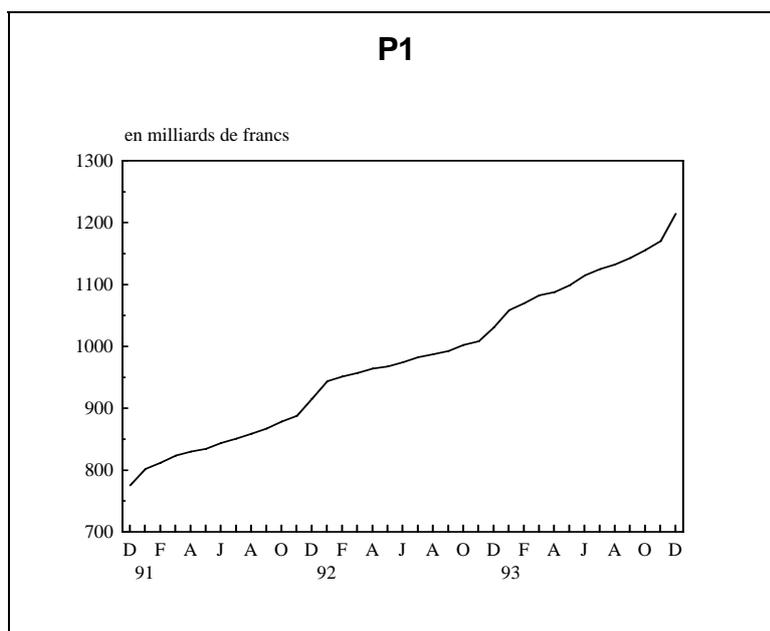


P1

L'agrégat de placement P1 a progressé de 44,2 milliards de francs et atteint 1 214,6 milliards. Sa progression annuelle s'est sensiblement renforcée (16,4 %, contre 13,4 % à fin 1992).

L'encours des plans d'épargne-logement a augmenté de 2,1 %, après 2 % à fin novembre. Leur rythme de croissance sur un an a presque triplé (11,5 % à fin 1993, contre 4,1 % à fin 1992).

La collecte sur les plans d'épargne populaire est également restée très soutenue (18,1 milliards de francs en décembre) et leur croissance s'établit à 33,1 % en glissement sur douze mois (après 41 % à fin 1992).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Évolution des crédits (statistiques à fin octobre) ¹

Vue d'ensemble

En octobre, les crédits des banques à l'économie ont augmenté de 0,7 %. Cette évolution interrompt le mouvement de baisse observé entre mars et septembre et, en glissement sur douze mois, le recul des encours s'atténue et revient de - 2,8 % à fin septembre à - 2,4 % à fin octobre. Pour les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit, le glissement sur douze mois revient de - 1,4 % à - 1,1 %.

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

Les crédits des banques par agent bénéficiaire et objet économique

L'évolution, en octobre, des crédits accordés par les banques, recouvre une reprise assez sensible des concours attribués aux sociétés (1,2 %, après - 0,6 % en septembre) et des crédits accordés aux autres agents résidents (2,9 %, après 0 % en septembre). En revanche, les prêts aux ménages sont quasiment stables (- 0,1 %, après 0,3 % en septembre).

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

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

Actualité

ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE					
<i>(en pourcentage)</i>					
	Données cvs			Données brutes	
	Variations mensuelles			Variations sur 12 mois	
	1993			1993	
	Août	Sept.	Oct.	Sept.	Oct.
TOTAL	-0,8	-0,2	0,7	-2,8	-2,4
SOCIÉTÉS	-1,9	-0,6	1,2	-5,2	-5,4
– Investissement des sociétés	0,5	1,3	0,1	3,1	3,6
– Trésorerie des sociétés	-4,2	-1,9	1,0	n.s.	n.s.
– Autres crédits	-0,8	-0,5	2,9	n.s.	n.s.
MÉNAGES	0,4	0,3	-0,1	-0,2	-0,0
– Habitat ménages	0,3	0,3	-0,2	2,6	2,3
– Trésorerie des particuliers	0,8	3,2	0,0	-4,4	-3,2
– Autres crédits	0,4	2,7	0,2	-4,1	-3,7
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	1,1	-0,0	2,9	-2,1	5,2

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

Mise à jour le 3 février 1994

Après deux mois consécutifs de baisse, les crédits aux sociétés se sont accrus de 1,2 % (contre - 0,6 % en septembre et - 1,9 % en août). Toutes les composantes des concours aux sociétés ont contribué à cette reprise, mais dans des proportions très différentes. Les crédits à l'investissement, qui se maintiennent depuis quelques mois sur une pente ascendante, ont de nouveau légèrement progressé (0,1 %, après 1,3 % en septembre). Les crédits de trésorerie, dont l'encours diminuait depuis plusieurs mois, ont augmenté de 1 % (après - 1,9 % en septembre). Pour leur part, les autres catégories de crédit ont globalement progressé de 2,9 % (contre - 0,5 %).

Au total, la variation sur douze mois des crédits aux sociétés ressort à - 5,4 %, après - 5,2 % à fin septembre. Le taux de progression des crédits à l'investissement s'est à nouveau renforcé (3,6 % l'an, après 3,1 % à fin septembre). En revanche, les crédits de trésorerie et les autres crédits s'inscrivent en repli, avec un taux de variation sur un an de - 9 %, (après - 8,6 % à fin septembre).

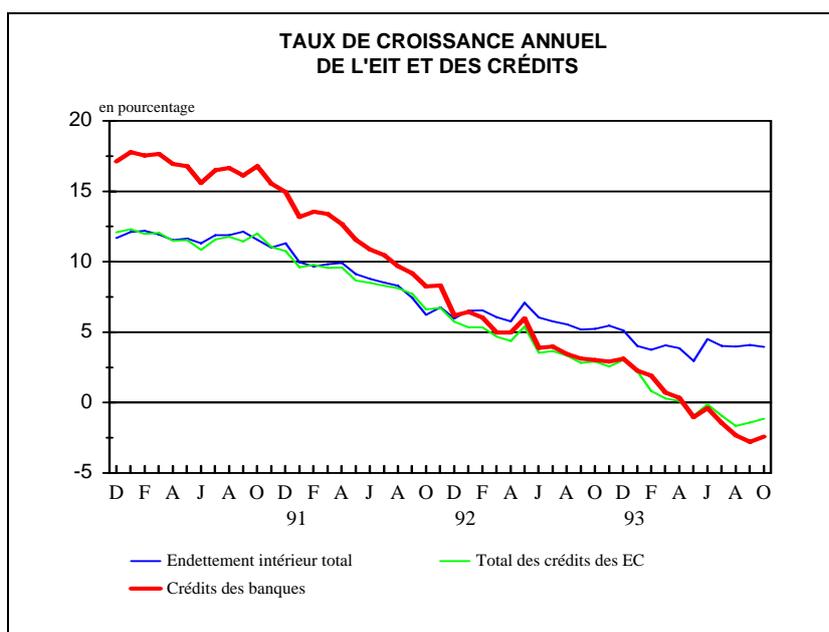
L'encours des crédits aux ménages s'est quasiment maintenu à son niveau du mois précédent (- 0,1 %, après 0,3 % en septembre). Les crédits à l'habitat, dont l'évolution était redevenue nettement positive depuis quelques mois, se sont légèrement contractés (- 0,2 %, après 0,3 % en septembre). Les crédits de trésorerie sont restés stables, tandis que les autres catégories de crédit connaissaient globalement une légère progression (0,2 %, après 2,7 % à fin septembre).

De ce fait, appréciée sur douze mois, l'évolution des crédits aux ménages s'est stabilisée après avoir diminué de 0,2 % à fin septembre. Celle des crédits à l'habitat s'est très légèrement ralentie, revenant de 2,6 % à 2,3 % l'an. Par ailleurs, le recul des crédits de trésorerie aux particuliers s'est sensiblement amoindri (- 3,2 %, après - 4,4 %).

Après s'être stabilisés en septembre, les crédits aux autres agents résidents ont progressé de 2,9 % en octobre. Aussi, sur un an, leur encours retrouve une évolution nettement positive (5,2 %, après - 2,1 % à fin septembre).

6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total (statistiques à fin octobre)

La progression annuelle de l'endettement intérieur total est restée ferme en octobre, conformément à la tendance observée les mois précédents (4 %). La progression de l'endettement de l'État s'est quelque peu ralentie en octobre (20,5 % sur un an, au lieu de 21,6 % en septembre). Le recul de la dette des sociétés s'est légèrement atténué (-1,8 %, sur un an, contre -2 %) et la croissance des financements accordés aux ménages est redevenue faiblement positive (0,3 %, après 0,1 %). Par ailleurs, la progression des financements dont ont bénéficié les autres agents économiques — principalement les collectivités locales — s'est renforcée et s'est établie à 1,3 % (1,0 % l'an à fin septembre).



En glissement annuel, les crédits des agents résidents se sont contractés de 0,8 % en octobre (-0,1 % en septembre), principalement en raison du net ralentissement des crédits à l'État, poste traditionnellement sujet à de fortes variations. La variation annuelle des concours accordés aux ménages s'établit à 0,3 % en octobre, contre 0,1 % en septembre. Le repli des crédits aux sociétés s'amointrit légèrement, avec un rythme de -3 %, contre -3,2 % en septembre. Les crédits accordés aux autres agents ont progressé de 1,9 % en octobre, contre 1,5 % le mois dernier.

Le rythme de croissance des financements collectés sur les marchés internes est resté élevé en octobre (avec 16,9 % en glissement annuel, contre 15,5 % à fin septembre).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

La progression de l'encours des titres du marché monétaire émis par les agents non financiers s'est accrue en octobre (9,2 %, après 7,6 % en septembre). Le développement du montant des bons du Trésor s'est accentué (12,1 %, après 10,8 % le mois précédent) tandis que l'évolution de l'encours des billets de trésorerie fait apparaître un net redressement (-1,2 % en octobre, contre -4,6 % en septembre et -12,1 % en août).

Sur le marché obligataire, l'évolution des encours émis par les agents non financiers est globalement stable depuis juillet sur un rythme supérieur à 20 %. La croissance sur douze mois de la dette obligataire de l'État atteint désormais 29,5 % à fin octobre, au lieu de 27,6 % en septembre. La progression de l'encours des obligations émises par les sociétés s'est légèrement ralentie en octobre (3,5 %, contre 4,2 % en septembre).

Le rythme de progression annuelle des crédits et obligations internationaux, quant à lui, s'est légèrement accru, s'établissant à 4,8 %, contre 4,4 % à la fin du mois précédent.

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)

(Données brutes : variations sur 12 mois, en pourcentage)

	1991	1992	1993		
	Déc.	Déc.	Août	Sept.	Oct.
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	6,0	4,0	4,0	4,1	4,0
- État	6,7	13,8	22,7	21,6	20,5
- Ménages	2,1	0,5	-0,5	0,1	0,3
- Sociétés (a)	7,7	4,3	-2,6	-2,0	-1,8
- Autres (b)	8,4	4,3	2,2	1,0	1,3
CRÉDITS (c)	5,5	1,5	-0,4	-0,1	-0,8
- État	2,8	-26,8	28,7	31,2	7,5
- Ménages	2,1	0,5	-0,5	0,1	0,3
- Sociétés	7,6	3,0	-3,5	-3,2	-3,0
- Autres (b)	9,1	5,3	2,8	1,5	1,9
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	7,4	15,7	15,9	15,5	16,9
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>0,9</i>	<i>25,1</i>	<i>7,8</i>	<i>7,6</i>	<i>9,2</i>
- État	1,3	28,3	13,7	10,8	12,1
- Sociétés	-0,5	13,2	-12,1	-4,6	-1,2
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>11,0</i>	<i>10,8</i>	<i>20,9</i>	<i>20,4</i>	<i>21,6</i>
- État	11,6	14,5	28,1	27,6	29,5
- Sociétés	11,5	4,3	4,6	4,2	3,5
- Autres	-4,5	-13,2	-9,4	-10,8	-11,2
CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX	6,2	14,0	4,0	4,4	4,8

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

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

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

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

Source et réalisation : BANQUE DE FRANCE

DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Mise à jour le 27 janvier 1994

COMMUNICATIONS

AUDIENCE DU CONSEIL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Texte de l'allocution prononcée
à l'occasion de cet événement par
M. François Mitterrand, président de la République,
au Palais de l'Élysée, le jeudi 27 janvier 1994

Allocution de M. François Mitterrand, président de la République

Notre rencontre prend un caractère particulier en raison de la solennité que revêt naturellement l'installation d'un comité qui inaugure une nouvelle histoire de la Banque de France et qui prélude à des évolutions structurelles multiples dans l'Europe de la Communauté. Nous nous y sommes préparés depuis de longues années, en dépit des difficultés de toutes sortes que la France et bien d'autres pays occidentaux ont rencontrés.

Vous vouliez bien me rappeler récemment, Monsieur le Gouverneur, les moments très difficiles que nous avons vécus lors de quelques agressions significatives contre notre monnaie nationale et où nous avons vraiment serré les rangs entre Paris, le Chancelier allemand qui s'y trouvait, et Washington. Il ne se passait pas de quart d'heure sans que les Français, les représentants de la France que nous étions déjà, ne se concertent sur leurs positions. Vraiment, nous avons exprimé et mené à bien une politique dont les résultats, sur le plan qui nous occupe, ont été meilleurs que ce que nous pouvions espérer, même si beaucoup d'autres aspects sont à prendre en compte, qui n'ont pas de réponse dans le seul fait monétaire.

Il ne faudrait pas que mes propos fussent mal compris mais vous êtes au début d'une époque. Aujourd'hui, c'est une indépendance par rapport à tout pouvoir, pas par rapport aux intérêts du pays ni par rapport aux intérêts collectifs qui seront représentés d'ici peu, dans l'Europe qu'on appellera « des Douze, des Treize, des Quatorze ou des Quinze ». Je souhaite vous faire part de quelques réflexions, aussi bien à vous, Monsieur le Gouverneur, que j'ai le plaisir de voir de temps à autre, qu'à vous,

Madame, et à vous, Messieurs, qui êtes désormais chargés d'une responsabilité très lourde qui vous engage et nous engage devant l'histoire de notre pays.

Je rappellerai que la loi du 4 août 1993 a conféré à la Banque de France l'indépendance dans la conduite de la politique monétaire. Chaque mot peut compter dans l'interprétation que l'on fera des dispositions déjà prises et que vous avez commencé de mettre en oeuvre. Je considère que c'est un événement et un changement majeurs.

Je vous rappelais, tout à l'heure, que la responsabilité de la politique monétaire incombait jusqu'alors au pouvoir exécutif et celui-ci a choisi, pour diverses raisons sur lesquelles je vais revenir, de s'en remettre à cette Institution indépendante et sous votre conduite. Vous n'ignorez pas que cette réforme n'allait pas de soi à mes yeux et que je ne peux m'empêcher d'éprouver, de temps à autre, des regrets. Mais cette décision a trouvé sa pleine justification dans un acte de politique qui embrasse le siècle et, peut-être, je l'espère, au-delà — quand je parle du siècle, je parle du prochain — et ne trouve sa pleine justification que dans la perspective de l'Union économique et monétaire, devenue notre objectif depuis le traité de Maastricht.

Nous avons vécu récemment trois attaques contre le Système monétaire européen et tout cela précipité, dans une sorte de bousculade des événements et d'absence de véritable décision politique commune. Cela nous a démontré et à moi, en particulier, une évidence : la nécessité où nous nous trouvons tous, en France en tout cas, de progresser rapidement vers la monnaie européenne unique. Que l'on puisse se servir des efforts qui sont les nôtres pour aller de l'avant et faire que des pays habitués à vivre chacun pour soi s'organisent ensemble, cela prend du temps mais, pendant ce temps-là, que d'actions sont rendues possibles ! Peut-être risquions-nous de nous trouver en état de faiblesse... Donc j'ai pensé — et je sais que nous êtes nombreux à penser de la sorte — que cette Union économique et monétaire était le complément indispensable du marché unique, marché unique que j'ai moi-même voulu, que j'ai négocié en 1985 mais qui, démunie de ce couronnement que signifie l'Union européenne, aurait été finalement extrêmement dangereux. Un marché unique, vous imaginez, pour 340 millions de personnes, sans règles, un marché sauvage, on ne pouvait en rester là. La décision que nous avons prise d'aller vers ce marché unique a été très difficilement acquise mais, enfin, elle a été acquise. Et cette décision devait nous entraîner au point où nous en sommes aujourd'hui. Chacun devait faire quelques sacrifices pour aller à l'essentiel puisque l'essentiel, dans mon esprit mais aussi dans le cadre de mes fonctions de Président de la République française, était que, si l'indépendance de la Banque pouvait présenter certains dangers, il fallait bien que ce fût pour un objectif très haut, très important qui entraînaît l'histoire de France plus loin encore. Sans quoi ce sacrifice, je ne l'aurais pas fait. Comme c'était, à mes yeux, la seule façon de faire de l'Europe de la Communauté, une grande puissance dans tous les domaines, en particulier économiques et monétaires, eh bien ! il fallait accélérer la coordination de nos économies. Nous avons accepté l'indépendance de la Banque centrale européenne en même temps parce qu'était prévue une autorité économique forte, grâce à une coordination étroite des politiques des États membres. Donc tout se liait. Vous ne pouvez pas faire ici le contraire de ce qui est fait là. Il faut tirer tous les avantages d'une situation puisque nous voulons faire cette Europe — pas simplement les Douze mais c'est le point de départ, c'est la structure initiale — mais l'Europe elle-même, l'Europe démocratique, il fallait aussi en forger d'abord les instruments. Vous voici vous-mêmes responsables et gestionnaires du premier de ces instruments et peut-être, en tout cas pour des années, le plus important jusqu'à ce que l'Europe trouve véritablement l'équilibre de l'ensemble de ces institutions.

Alors nous avons même anticipé en France l'échéance prévue par le Traité. Cela, je l'ai moi-même souhaité parce que, s'il y avait un choix difficile à faire, quant à la conception générale de la banque en France et de la Banque de France, puisque la décision était prise, mieux valait prendre ses précautions, se préparer, être en bonne place lorsque nous arriverons, en 1997-1999, car j'espère bien que les délais seront tenus. Eh bien ! nous nous sommes placés délibérément dans cette perspective, nous y sommes. Vous vous y êtes engagés par vos premiers pas, j'ai confiance en vous et en votre Institution.

J'espère que vous accomplirez beaucoup d'autres pas pour la grandeur du pays et pour la réussite de l'Europe. Le législateur vous a érigés en gardiens de la monnaie. Vous voyez, nous sommes tous gardiens de quelque chose ! Je ne doute pas que vous essayiez de renforcer la politique de stabilité monétaire, vous venez d'en parler, qui a été menée en France depuis pas mal d'années, à laquelle je me suis personnellement beaucoup associé et dont Monsieur le Gouverneur, à titres divers, a été l'un des principaux artisans. Cette politique de stabilité a été suivie avec constance parce qu'elle correspondait, je le pense, à l'intérêt profond du pays, à son intérêt primordial, au risque d'entraîner avec elle un certain nombre de difficultés qu'il faudra aussi dominer — mais c'est une autre affaire. Si la France a pu jouer un rôle majeur dans la construction de l'Europe et de l'Union économique, c'est bien grâce à cela.

Beaucoup d'autres y ont pris part qui ne sont pas ici : les Premiers ministres, les ministres de l'Économie et des Finances au premier chef, les gouvernements de la république, les hauts fonctionnaires qui conseillent, assistent, prévoient. Vous me permettrez d'évoquer cependant la mémoire de Pierre Bérégovoy, qui vraiment avait fait de cette réussite-là l'un des objets essentiels de sa vie politique, de sa vie personnelle, tant il se sentait engagé avec une foi extrême dans la construction dont nous parlons. Il avait compris qu'une monnaie faible et lourde d'inflation pénaliserait en fait les plus modestes, les plus faibles de nos concitoyens, ceux qui n'ont pas les moyens de s'en protéger. Seulement, la stabilité monétaire, cela ne peut être ni la croissance excessive ni la contraction de la monnaie, d'ailleurs tout cela ne dépend pas entièrement des décisions que nous prenons. Combien d'éléments interviennent dont on voudrait être les maîtres ? Mais voilà, c'est comme le marin en haute mer ! La croissance excessive et la contraction monétaire peuvent nuire également à l'économie comme à l'emploi. Et voilà le sujet que vous aurez à traiter constamment pour que l'équilibre demeure et que nous puissions avancer vers un retour à la prospérité — il y a encore beaucoup de chemin à faire — vers un état qui permettra aux différentes catégories de Français de se sentir à l'aise dans leur pays, et surtout d'être de nouveau visités par l'espoir.

Pour que l'indépendance, cette indépendance, votre indépendance, soit comprise par l'opinion, il faut que tout ce que vous ferez soit résolument ouvert, suivi par cette opinion qui risque souvent d'être déroutée par la technicité des choses, par le langage particulier qu'adorent adopter toutes catégories de spécialistes. C'est vrai de la médecine, c'est vrai des ingénieurs ; depuis Molière, c'est une maladie qui s'empare de la plupart des groupes techniques et sociaux.

Attention de ne pas faire un groupe de plus ! Il faut que les Français vous comprennent ; il faudra donc expliquer, d'ailleurs c'est le rôle du gouvernement, il le fera, mais en fait puisque vous avez un rôle propre, vous êtes aussi responsables du verbe. C'est la contrepartie de l'indépendance dans une démocratie.

Je suis sûr que ce sont vos intentions et que vous avez compris la difficulté mais aussi l'importance de votre rôle. Donc ce dialogue avec le pays, vous devez le cultiver dans votre Institution et, en premier lieu, au sein du Conseil. La collégialité est le corollaire indispensable de l'indépendance. Vos expériences, vos opinions seront diverses, tant mieux. Ne vous ressemblez pas trop finalement, au bout de trois, six ou neuf ans, car il faut absolument éviter toute dérive technocratique.

Le gouvernement conserve en outre la pleine et entière responsabilité de la politique de change qui ne peut être complètement distincte de la politique monétaire. Bien entendu, l'État doit avoir aussi son mot à dire dans les orientations de cette entreprise puisqu'il s'agit d'une institution publique.

Vous serez, vous devez l'être, à l'écoute des salariés, des chefs d'entreprises, du pays dans ses profondeurs et ses réalités, dont l'expérience de vie et l'écho que vous en recevrez sont au moins aussi importants que celui de l'establishment financier parisien, si prompt à prodiguer ses conseils.

Vous avez souligné, Monsieur le Gouverneur, qu'en toute circonstance, la Banque ne doit être ni sourde, ni aveugle, j'ajouterai qu'elle ne doit pas être non plus muette. Car c'est une tentation à laquelle

on succombe facilement surtout quand on est indépendant, car vous l'êtes, mais vous pourriez croire l'être plus qu'il ne faut : vous n'êtes pas indépendants à l'égard des destinées de la France. Vous ressentez autant que moi l'importance pour vous, pour vos familles, du fait que notre pays continue d'être dans l'Europe un chaînon indispensable dont nous devons assurer la pérennité. N'hésitez donc pas, Madame, Messieurs, à expliquer les choix que vous ferez ensemble. Nous avons au fond adopté la même explication, avant d'avoir prononcé le moindre mot, mais sans s'être concerté. Je m'en réjouis, c'est de bon augure. Le législateur vous a délégué une importante et difficile mission. Personnellement je vous fais pleinement confiance car, indépendamment des légitimes différences, qui d'entre nous ne penserait pas d'abord à l'intérêt national et aux perspectives qu'ensemble nous avons dessinées ?

Quelle grande chose si vous pouvez être, et vous le serez, l'élément précurseur qui annonce pour des temps prochains la naissance d'une grande puissance économique et monétaire mais aussi politique et culturelle.

C'est dans cet esprit que je vous parle. J'imagine très aisément la rigueur de votre tâche. Il vous faudra beaucoup de lucidité, parfois certainement du courage, c'est pour cela que vous êtes ici, c'est pour cela que vous avez été choisis, il me reste donc pour conclure à vous redire ma confiance.

POLITIQUE MONÉTAIRE : RÉSULTATS EN 1993 ET PERSPECTIVES POUR 1994

Texte de l'exposé présenté par Jean-Claude Trichet,
président du Conseil de la politique monétaire
lors de la conférence de presse,
tenue dans la Galerie dorée,
à Paris, le 27 janvier 1994

1. Les évolutions monétaires en 1993

En 1993, l'objectif final de stabilité des prix a été respecté. Leur évolution s'est située sur une pente annuelle d'environ 2 %, soit plus d'un point en deçà de la moyenne de l'Union européenne.

Un facteur essentiel de la stabilité de la valeur interne de notre monnaie a été le maintien de sa stabilité externe au sein du mécanisme de change vis-à-vis des monnaies les plus fortes du SME, la grille des cours centraux ayant été confirmée le 2 août 1993 par les ministres et les gouverneurs des banques centrales.

La stabilité du franc a été de pair avec une bonne situation de compétitivité de l'économie française. L'évolution du taux de change réel effectif du franc, quel que soit le panier de monnaies considéré, demeure favorablement orientée. Nos échanges avec l'extérieur ont ainsi représenté la composante la plus dynamique de l'activité, l'excédent des transactions courantes atteignant près de 50 milliards de francs au cours des onze premiers mois, au lieu de 9,1 milliards de francs au cours de la période correspondante de 1992.

L'agrégat M3, pour lequel avait été défini en 1993 un objectif de croissance sous la forme d'une fourchette de 4 % à 6,5 %, s'est contracté de 1,6 % du quatrième trimestre 1992 au quatrième trimestre de 1993. Cette rupture brutale d'évolution par rapport à sa tendance de moyen terme s'explique par plusieurs facteurs bien identifiés.

— L'incidence du ralentissement économique — la croissance du PIB total en valeur devant s'établir en 1993 à 1,5 % en moyenne selon les prévisions du budget économique, alors qu'il était prévu 5,5 % lors de la fixation de l'objectif — a fortement pesé sur l'évolution de la demande de crédit, qui est la principale contrepartie de M3.

— La moindre inversion de la courbe des taux d'intérêt, qui a rendu les placements à court terme moins attractifs.

— Des facteurs discrétionnaires : d'une part des changements importants sont intervenus dans la fiscalité de l'épargne, notamment au détriment des OPCVM de court terme, qui représentent 30 % de M3 ; d'autre part, le grand emprunt d'État, et plus généralement la couverture accrue des déficits publics par des emprunts obligataires se substituant à des bons du Trésor, ainsi que les opérations de privatisation, ont constitué une offre importante de placements d'épargne ayant conduit les ménages et les entreprises à consolider, au moins transitoirement, leurs avoirs monétaires.

Ces divers facteurs — qui, au demeurant, ont parfois été eux-mêmes des éléments d'une politique délibérée visant à réduire les encours des SICAV monétaires et donc à réduire la composante « M3 – M2 » — ont entraîné des transferts massifs d'actifs monétaires vers les agrégats de placement P1 (épargne contractuelle), P2 (placements obligataires) et P3 (placements en actions), dont la croissance en un an, selon les derniers chiffres connus, était respectivement de 16,4 %, 25 % et 22 %. Or, s'il apparaît que les transferts de M3 vers des agrégats de placement sont représentatifs d'arbitrages de portefeuille vers des supports d'épargne à plus long terme, la remarquable liquidité de notre marché financier, en particulier s'agissant des titres d'OPCVM obligataires et actions suggère que le processus en cours ne peut pas s'analyser comme une destruction de monnaie irréversible au profit d'une épargne stable. La plus grande prudence s'impose donc dans l'analyse de ces phénomènes structurels.

Compte tenu de ces phénomènes massifs de substitution au sein des actifs financiers, il y a tout lieu de penser que la liquidité de l'économie est, dans les faits, plus large que celle qui ressort du simple examen du glissement annuel de M3. Ainsi, corrigée des effets exceptionnels liés au grand emprunt d'État, au démarrage du programme de privatisation et aux modifications du régime fiscal des OPCVM, la variation de M3 serait pour 1993 de l'ordre de 1,4 %, soit proche de l'évolution du PIB total en valeur pour 1993, qui devrait s'établir à 1,5 %. Le décrochage brutal de M3 par rapport à la tendance de moyen terme (le glissement sur 12 mois en moyenne trimestrielle centrée revenant de 5,6 % à fin février à – 1,6 % à fin décembre 1993) est donc dû à des causes exogènes et ne conduit pas à invalider cet agrégat comme référence à moyen terme de notre politique monétaire.

Du côté du financement de l'économie, la progression de l'endettement intérieur total (EIT) des agents résidents, concept qui retrace à la fois le crédit, le recours aux financements de marché — émissions de titres sur le marché monétaire et sur le marché obligataire — et le financement obtenu de l'étranger, s'est stabilisée depuis le début de 1993 autour de 4 %. On a observé, là aussi, un phénomène massif de substitution : alors que la variation des crédits à l'économie était à fin octobre légèrement négative (– 1,1 % sur 12 mois), l'expansion des financements par émission de titres a été très vigoureuse et se situe à 16,9 % à fin octobre, dernier chiffre connu. Cette croissance, il faut le souligner, est à mettre en partie, mais non exclusivement, sur le compte de l'État, dont le recours au marché obligataire — y compris le grand emprunt d'État —, a progressé de 29,5 % en un an (résultat à fin octobre). La demande de financement de l'État s'est donc largement substituée à celle des autres agents économiques, ce qui reflète bien le jeu des stabilisateurs en phase de ralentissement économique. De ce point de vue, il convient de noter que la croissance de l'EIT s'établit à 4 % vers la fin de l'année 1993, soit un rythme de progression substantiellement supérieur à celui du PIB en valeur.

Au total en 1993, dans un contexte marqué par des transformations structurelles très profondes, la politique monétaire de la Banque de France a été inspirée par un principe directeur de crédibilité et de stabilité monétaires : compte tenu de l'évolution des agrégats de monnaie et de financement, nos taux d'intervention ont été fixés au niveau requis pour assurer la stabilité du franc et — par voie de conséquence — pour maintenir nos taux à moyen et long terme aussi proches que possible des meilleurs niveaux observés au sein de l'Union européenne.

Les tensions persistantes sur les marchés de change au cours du premier trimestre de 1993 ont conduit au maintien des taux directeurs à un niveau élevé dans le contexte de taux européens eux-mêmes élevés. L'apaisement progressif mais rapide de ces tensions a permis la diminution progressive des taux directeurs au cours du deuxième trimestre de 1993.

En juillet, de nouvelles tensions ont affecté le Système monétaire européen dans son ensemble. La décision du 2 août, prise par les ministres de l'Économie de l'Union européenne — s'agissant de la France par M. Alphandéry, ministre de l'Économie — ainsi que par les gouverneurs des « Douze » a joué un rôle décisif dans la stabilisation de la situation monétaire de l'Europe au cours du second semestre.

Trois messages ont été lancés le 2 août :

- en premier lieu, le maintien du mécanisme de change du SME entendu comme une condition nécessaire du fonctionnement harmonieux du marché commun et du marché unique ;
- en deuxième lieu, la réaffirmation du fait que les cours pivot bilatéraux sont conformes aux données fondamentales des neuf économies qui participent au mécanisme de change ;
- en troisième lieu, l'introduction d'un « risque dans les deux directions » — par l'élargissement des marges — qui a permis un fonctionnement approprié du marché.

Depuis le mois d'août, la Banque de France a pratiqué une politique prudente de réduction ordonnée et progressive des taux d'intérêt à court terme avec le double souci de préserver la stabilité interne et externe de la monnaie et d'obtenir — au bénéfice de notre économie — les meilleures conditions possibles de financement de marché à moyen et long terme.

Cette stratégie a été au total bien perçue par l'ensemble des opérateurs. Nos taux de marché à moyen et long terme, cinq ans et dix ans, sont aujourd'hui au niveau des plus bas au sein de l'Union européenne. Ils sont également, avec les taux allemands, au niveau le plus bas au sein du groupe des « Sept », Japon mis à part (voir tableau en annexe).

2. La politique monétaire pour 1994

En 1994, l'objectif final de la politique monétaire de la Banque de France est la stabilité des prix, qui ne devront pas augmenter globalement de plus de 2 % dans une perspective de moyen terme.

Afin de réaliser cet objectif, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne :

- un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie : la stabilité du franc au sein du mécanisme de change européen sera assurée dans le cadre de la décision prise le 2 août 1993 par les ministres et gouverneurs de banques centrales de maintenir inchangée la grille des cours centraux ;
- un objectif intermédiaire interne de moyen terme : l'agrégat monétaire M3, dont la vitesse de circulation est, en 1993 et 1994, soumise à de fortes variations, devrait, sur le moyen terme, s'inscrire dans une tendance de l'ordre de 5 % comprenant une croissance du PIB potentiel non inflationniste de 2,5 % à 3 % en volume, et une évolution des prix qui n'excède pas 2 %. La même référence de progression du PIB potentiel en valeur sera retenue pour l'analyse de l'endettement intérieur total qui sera considéré comme un indicateur privilégié. La Banque de France vérifiera, à partir de cet indicateur, que notre économie continuera à disposer des moyens de financement nécessaires pour accompagner la reprise économique, tout en veillant à prévenir le risque d'inflation.

La Banque de France continuera de tenir compte de l'évolution d'autres variables, notamment les taux d'intérêt à long terme et la balance des paiements.

Cette décision appelle les commentaires suivants.

a) L'objectif de stabilité des prix et de stabilité externe du franc est réaffirmé : la Banque de France préserve la valeur interne et externe de la monnaie.

b) Le choix de la référence pour M3 est effectué dans une optique de moyen terme. À court terme, on ne peut exclure en 1994, comme en 1993, des variations sensibles de la vitesse de circulation de la monnaie susceptibles de conduire à des écarts avec l'objectif sous l'effet de modifications de l'environnement financier (innovations concernant les produits, grand emprunt d'État, privatisations, régime fiscal des placements, modifications de la courbe des rendements...). La rupture de l'évolution de M3 observée en 1993 par rapport à sa tendance de moyen terme s'explique largement par des facteurs discrétionnaires qui pourraient être à nouveau à l'oeuvre en 1994. C'est la raison pour laquelle il n'a pas été prévu de « corridor » de part et d'autre de la norme de moyen terme. La Banque de France continuera d'analyser soigneusement les facteurs d'évolution de M3 lors de la publication mensuelle des statistiques monétaires avec le souci d'approcher au plus près l'évolution sous-jacente de la liquidité de l'économie. C'est ce que nous faisons, au demeurant, aujourd'hui, en commentant les statistiques du mois de décembre que vous trouverez dans le dossier de presse.

c) C'est également dans cette optique de moyen terme que la Banque de France suivra l'évolution de l'endettement intérieur total, en se référant, comme pour M3, à la progression du PIB potentiel en valeur. Cet indicateur recèle en effet des propriétés intéressantes permettant à la Banque centrale d'affiner son diagnostic conjoncturel et de mieux interpréter les fluctuations monétaires de court terme.

Trois illustrations peuvent être données de l'intérêt de suivre avec attention l'endettement intérieur total, dans une période de grandes transformations structurelles caractérisant les marchés monétaire et financier, l'épargne et le financement de l'État.

D'abord, l'évolution de l'EIT n'est pas affectée — s'agissant du financement de l'économie — par les substitutions qui s'opèrent entre les crédits d'une part et les financements de marché d'autre part. Or, ces puissants mouvements de désintermédiation et de réintermédiation ont naturellement une incidence forte sur l'évolution des agrégats monétaires.

Ensuite, l'analyse des sources de financement adossées à l'endettement intérieur total montre que les réallocations d'actifs financiers liées aux mesures non monétaires de toutes natures, en particulier fiscales ou liées à la politique d'emprunt de l'État, modifient la structure des placements monétaires et non monétaires mais n'ont pas d'incidence sur l'évolution de l'EIT.

Enfin, l'EIT n'est pas non plus a priori modifié lorsque des emprunts supplémentaires de l'État sont réalisés afin de procéder, soit à des remboursements de dettes effectués au profit des entreprises, par exemple le remboursement de la TVA, soit plus généralement à des allègements de charges fiscales et sociales. Toutes choses égales d'ailleurs, ces transferts diminuent les besoins de financement et donc la demande de crédit des entreprises, l'État ayant substitué sa propre demande de financement à celle des entreprises. L'évolution des agrégats monétaires peut donc être directement affectée par une mesure de cette nature tandis que l'EIT ne l'est pas.

Ces remarques ne visent pas à suggérer que l'EIT doive se substituer aux agrégats monétaires. En revanche, dans la période présente, le suivi simultané de M3 et de l'EIT apparaît indispensable à une compréhension correcte des phénomènes monétaires et financiers caractérisant notre économie.

Comme les années précédentes, la Banque suivra aussi une batterie d'indicateurs complémentaires et notamment l'évolution des taux d'intérêt de moyen et long terme, dont le bas niveau, reflétant notre crédibilité de long terme, est un atout pour notre économie ainsi que la balance des paiements, dont les évolutions ont été et sont encourageantes.

ÉVOLUTION DES TAUX À 5 ANS ET À 10 ANS DANS LES PAYS DU G7

1. Rendements actuariels des titres d'État à 5 ans

	25 janvier 1993	25 janvier 1994
France	7,72	5,13
États-unis	5,70	5,13
Japon	3,94	2,86
RFA	6,86	5,17
Royaume-Uni	7,28	5,74
Italie	11,74(a)	7,12(a)
Canada	7,46	5,38
(a) Rendements après déduction de la retenue fiscale		

2. Rendements actuariels des titres d'État à 10 ans

	25 janvier 1993	25 janvier 1994
France	7,85	5,70
États-Unis	6,52	5,80
Japon	4,32	3,35
RFA	7,09	5,76
Royaume-Uni	8,33	6,32
Italie	11,73(a)	7,43(a)
Canada	7,99	6,44
(a) Rendements après déduction de la retenue fiscale		

Graphique non disponible

Graphique non disponible

LA DÉFINITION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FRANCE POUR 1994

Communiqué de presse publié
à l'issue du Conseil de la politique monétaire
du 27 janvier 1994

1. L'objectif final de la politique monétaire de la Banque de France demeure la stabilité des prix, qui ne devront pas augmenter globalement de plus de 2 % en 1994, comme dans une perspective de moyen terme.

2. Afin de réaliser cet objectif, la Banque de France se réfère à deux objectifs intermédiaires, l'un externe, l'autre interne.

– Un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie : la stabilité du franc au sein du mécanisme de change européen sera assurée dans le cadre de la décision prise le 2 août 1993 par les ministres et gouverneurs de banques centrales de maintenir inchangée la grille des cours centraux.

– Un objectif intermédiaire interne de moyen terme : l'agrégat monétaire M3, dont la vitesse de circulation est, en 1993 et 1994, soumise à de fortes variations, devrait, sur le moyen terme, s'inscrire dans une tendance de l'ordre de 5 % comprenant une croissance du PIB potentiel non inflationniste de 2,5 % à 3 % en volume et une évolution des prix qui n'excède pas 2 %. La même référence de progression du PIB potentiel en valeur sera retenue pour l'analyse de l'endettement intérieur total (EIT) qui sera considéré comme un indicateur privilégié. La Banque de France vérifiera, à partir de cet indicateur, que notre économie continuera à disposer des moyens de financement nécessaires pour accompagner la reprise économique, tout en veillant à prévenir le risque d'inflation.

3. La Banque de France continuera de tenir compte de l'évolution d'autres variables, notamment les taux d'intérêt à long terme et la balance des paiements.

LA BANQUE DE FRANCE ET SON NOUVEAU STATUT

Exposé de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France
devant les membres de
la Commission des finances de la Diète fédérale (Bundestag)
à Bonn, le 19 janvier 1994

La Banque de France est en train de vivre une des pages les plus importantes de son histoire, pourtant déjà très longue puisqu'elle s'étend sur près de deux siècles.

Un principe d'équilibre entre les influences respectives de l'État et de la Banque a inspiré le fonctionnement concret de l'institution depuis sa création en 1800. En 1936, une loi a réduit le pouvoir des actionnaires et du Conseil d'une Banque de France encore privée, au profit de celui de l'État ; la loi de nationalisation de 1945 a consacré l'influence du Gouvernement. En 1973, une loi a permis d'adapter le cadre de l'institution à l'évolution de l'environnement économique et financier tout en précisant les relations financières entre la Banque de France et l'État.

Toutefois, lorsque les historiens se pencheront beaucoup plus tard sur l'histoire de la Banque de France, ils noteront que 1994 aura été en réalité le principal événement dans l'histoire de la Banque depuis sa création, avec l'institution d'un Conseil de la politique monétaire chargé de définir la politique monétaire de notre pays « *sans solliciter ni accepter d'instruction du gouvernement ou de toute personne* » — je cite l'article 1^{er} de la loi de 1993.

Pourquoi cette nouvelle loi d'indépendance ?

Depuis le début des années quatre-vingt, les pays industrialisés ont été le cadre d'un puissant phénomène d'innovation financière, d'essor et de décloisonnement des marchés de capitaux, même si ce phénomène a été ressenti à des degrés divers selon ces pays. L'environnement des politiques monétaires en a été fortement affecté. Les indicateurs de ces politiques ont dû être redéfinis à plusieurs reprises pour tenir compte de la création de nouveaux instruments financiers, la césure entre actifs monétaires ou non monétaires devenant d'ailleurs moins tranchée ; les instruments des banques centrales ont été réformés — ce fut en France chose faite en 1986 et 1987 — pour substituer aux anciennes politiques quantitatives ou administrées des procédures de marché.

Plus généralement, les mécanismes de transmission de la politique monétaire sont devenus plus complexes, les agents économiques ayant la possibilité d'arbitrer, du côté de leurs placements comme du côté de leurs financements, entre différents types d'instruments. Enfin, l'achèvement du processus de libéralisation des mouvements de capitaux et l'interpénétration des marchés ont, d'une certaine manière, placé les politiques monétaires en situation de forte concurrence, et donc en situation d'être fortement sanctionnées par les marchés en cas de dérive inflationniste.

Dans cet environnement, l'expérience a bien montré — validant par là-même l'intuition de plusieurs théoriciens — que l'efficacité des politiques monétaires reposait de plus en plus sur la crédibilité ou la « réputation » des institutions chargées de définir les objectifs monétaires et de les mettre en oeuvre. Or une condition nécessaire sinon suffisante de cette crédibilité est que la politique monétaire soit conduite sur la base d'un engagement clair et solennel en faveur de la stabilité des prix, quelles que soient les évolutions de la vie politique nationale. Les agents économiques et les marchés nationaux et internationaux n'ont alors plus de raison de mettre en doute le maintien de la valeur interne et externe de la monnaie. Une fois bien intégrée dans les anticipations, la stabilité des prix peut en outre être acquise et maintenue dans les meilleures conditions possibles.

Peut-être ai-je l'air, dans cette enceinte, de prêcher des convertis, mais il n'a pas toujours été admis en France que l'indépendance de la banque centrale était une condition nécessaire de cette crédibilité.

C'est désormais chose faite, et les marchés l'ont bien compris. Les taux de marché, en particulier les taux de moyen et long terme, font à cet égard office de « juges de paix ». Dans le cas de la France, je constate que la « prime de risque » sur le taux des obligations à long terme de l'État a été progressivement éliminée. Nos taux de marchés à cinq ans sont aujourd'hui, le Japon mis à part, les plus bas parmi les pays du groupe des « Sept », avec les taux allemands. C'est un événement marquant pour qui connaît l'histoire monétaire française de ces dernières décennies. À cet égard, la mise en chantier de la loi d'indépendance de la Banque de France a sans doute eu un effet d'annonce favorable ; son adoption doit permettre de conforter cette tendance.

Mais l'indépendance revêt un caractère tout particulier à l'issue de la période troublée que nous avons connue depuis 1992 dans le SME et plus encore, dans la perspective d'une transition sans heurts à l'union monétaire. Au cours de la deuxième étape qui vient de débiter, nous aurons à coopérer étroitement pour rapprocher nos concepts monétaires, nos instruments de politique monétaire et aussi nos méthodes statistiques. L'indépendance de la Banque de France rendra la coopération entre banques centrales, et, puisque je suis en Allemagne, entre la Bundesbank et la Banque de France, encore plus aisée et confiante.

Comment s'organise « l'indépendance » de la politique monétaire française ?

Je citerai les quatre dispositions essentielles qui garantissent à mes yeux cette indépendance effective :

– le premier élément est que la Banque de France est chargée de définir la politique monétaire (article 1, alinéa 1). Son rôle n'est donc plus seulement, comme c'était le cas dans la loi de 1973, de la mettre en oeuvre ;

– ensuite, la loi fixe un objectif prioritaire à la politique monétaire, qui devra s'imposer en toutes circonstances à la Banque de France. En effet, la définition et la mise en oeuvre de la politique monétaire devront s'effectuer dans le but d'assurer la stabilité des prix (article 1, alinéa 1) ;

– l'indépendance est renforcée par la collégialité : le nouveau Conseil de la politique monétaire — comprenant « neuf sages » — est explicitement investi de la responsabilité de définir la politique monétaire (article 7, alinéa 1) ;

– enfin, les moyens d'assurer en toute indépendance cette mission se traduisent par l'interdiction faite à l'ensemble des membres du Conseil de la politique monétaire de solliciter ou d'accepter des instructions du gouvernement ou de toute personne (article 1, alinéa 2).

Il apparaît clairement que la première condition de l'indépendance de la politique monétaire réside dans l'indépendance individuelle des membres de cette instance collégiale souveraine qu'est le Conseil de la politique monétaire. La loi énonce à cet égard toutes les garanties nécessaires :

– l'interdiction, que je viens d'indiquer, de solliciter ou d'accepter des instructions s'adresse à tous les membres du Conseil de la politique monétaire, aux « neuf sages » ;

– le gouverneur et les sous-gouverneurs, qui auparavant pouvaient théoriquement être démis de leurs fonctions de façon discrétionnaire par le gouvernement, même si ce n'était pas le cas en fait, bénéficient désormais d'un mandat irrévocable de six ans (renouvelable une fois) ;

– les six autres membres du Conseil de la politique monétaire, choisis en fonction de leur compétence économique et monétaire sur une liste conjointement établie par les présidents de l'Assemblée nationale, du Sénat et du Conseil économique et social, bénéficient quant à eux d'un mandat irrévocable (mais non renouvelable) de neuf ans. Le Conseil de la politique monétaire sera renouvelé par tiers tous les trois ans. Il faut préciser que les fonctions des membres du Conseil de la politique monétaire sont exclusives de toute autre activité professionnelle, à l'exception des activités d'enseignement ou de fonctions exercées dans les organismes internationaux, sous la condition de l'accord du Conseil de la politique monétaire.

Je voudrais ici souligner que les membres du Conseil de la politique monétaire forment, ensemble, une alliance unique d'expériences, de compétences et de sensibilités. Ils ont été choisis au terme d'un processus éminemment démocratique et offrant les plus grandes garanties. Quatre signatures, celle du président de l'Assemblée qui a « présenté » chacun d'entre eux, et celles du président de la République, du Premier ministre et du ministre de l'Économie sont en bas de chacun des noms des « sages ».

Et je note que la réunion d'une universitaire spécialiste des questions monétaires et auteur de nombreux ouvrages, Madame Flouzat, du président d'une multinationale d'assurances, auteur en particulier d'ouvrages sur la coopération franco-allemande, M. Albert, d'un journaliste-chef d'entreprise ayant hissé la pédagogie économique au plus haut niveau, M. Boissonnat, d'un industriel ayant l'expérience unique de la grande comme de la petite entreprise, M. Gérard, d'un président de banque en outre président du Conseil des bourses de valeurs, M. de Maulde et d'un ancien ministre de l'Économie dont chacun se souvient en Allemagne comme en France, M. Sapin, a été extrêmement bien accueillie par l'opinion française comme par l'opinion internationale.

Une banque centrale indépendante, mais non isolée du champ de la démocratie

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

Le nouveau statut prévoit ainsi que la Banque de France — et sans qu'il soit porté aucun préjudice à l'indépendance de la politique monétaire — devra « accomplir sa mission dans le cadre de la politique économique générale du gouvernement ». C'est, exprimé en droit français, l'équivalent de ce que dit la loi allemande : « *La Banque fédérale allemande est tenue dans le respect de sa mission de soutenir la politique économique générale du gouvernement fédéral. Dans l'exercice de ses compétences, telles qu'elles résultent de cette loi, elle est indépendante à l'égard des instructions du gouvernement fédéral* ».

Dans la pratique, le gouvernement, par la voix du Premier ministre et du ministre de l'Économie, pourra faire connaître son point de vue sur la politique économique. Ces deux personnalités pourront participer aux séances du Conseil de la politique monétaire, mais sans voix délibérative. Le gouvernement fait à ma connaissance en Allemagne usage d'une faculté analogue. Un dialogue direct peut ainsi s'instaurer entre le gouvernement et l'autorité monétaire, sans porter aucun préjudice à l'indépendance de la banque centrale, qui jouira à cet égard, comme je l'ai indiqué, de toutes les garanties légales.

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

Il est d'abord prévu que le gouverneur de la Banque de France, au moins une fois par an, adressera au président de la République et au Parlement un rapport sur les opérations de la Banque, la politique monétaire et ses perspectives. Les Commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat auront en outre connaissance des comptes de la Banque de France.

D'autre part, le gouverneur pourra être entendu, sur leur demande, par les mêmes Commissions des finances des deux Assemblées et pourra lui-même demander à être entendu par elles. Ces dispositions, qui revêtent un caractère tout à fait nouveau en France, permettent que la banque centrale ne reste pas dans une sorte de « tour d'ivoire » et que la politique monétaire ne soit pas artificiellement placée en dehors du débat démocratique sur la politique économique d'ensemble, dont elle est une des principales composante. Mais, je le répète, cela n'est possible que parce que le statut offre toutes les garanties indispensables à l'indépendance de la banque centrale.

Le nouveau statut a permis de préciser les autres missions de la Banque de France, à l'intérieur d'un cadre juridique pour l'essentiel inchangé

L'indépendance concerne les missions qui relèvent de la définition et de la mise en oeuvre de la politique monétaire. Mais son devoir d'excellence, si je puis dire, comme le souci de transparence évoqué plus haut, doivent s'appliquer à l'ensemble de ses missions. Telle est la responsabilité du Conseil général de la Banque, qui est compétent pour toutes les activités autres que celles définies à l'article 1^{er}, c'est-à-dire la détermination et la mise en oeuvre de la politique monétaire. La loi dispose ainsi en son article 11 que : « *Le Conseil général administre la Banque de France. Le Conseil délibère sur les questions relatives à la gestion des activités de la Banque autres que celles qui se rattachent directement aux missions définies par l'article 1^{er}. Il délibère des statuts du personnel. Ces statuts sont présentés à l'agrément des ministres compétents par le gouverneur de la Banque de France. Le Conseil général délibère également de l'emploi des fonds propres et établit les budgets prévisionnels et rectificatifs de dépenses, arrête le bilan et les comptes de la Banque, ainsi que le projet d'affectation du bénéfice et de fixation du dividende revenant à l'État. Le Conseil général désigne deux commissaires aux comptes, chargés de vérifier les comptes de la Banque de France. Ils sont convoqués à la réunion du Conseil général qui arrête les comptes de l'exercice écoulé* ». Cette instance comprend, outre les membres du Conseil de la politique monétaire, un représentant élu du personnel. Assiste également à ses délibérations un représentant de l'actionnaire, c'est-à-dire de l'État. Il reviendra au Conseil général d'assurer la bonne gestion d'une institution où travaillent à temps plein plus de 16 000 personnes dans des métiers très diversifiés.

La Banque de France, comme la Bundesbank, remplit en effet de nombreuses missions dans le domaine de la gestion des moyens de paiement, de l'information économique et statistique, ou d'autres tâches diverses de service public ou d'intérêt général.

Je voudrais cependant souligner deux points importants qui me paraissent étroitement liés au nouvel environnement de la politique monétaire et à la mise en oeuvre de l'indépendance.

Le premier concerne l'interdiction du financement des administrations publiques par la Banque de France, en conformité avec l'article 104 du traité de Maastricht. À cet égard, une convention de mai 1993 prévoit que les avances qui étaient faites à l'État dans le cadre de la gestion du Fonds de stabilisation des changes sont désormais assurées par le Trésor public.

Le second concerne la réaffirmation du rôle de la Banque de France dans la surveillance du système bancaire tel qu'il a été défini par la loi bancaire de 1984. Le gouverneur préside la Commission bancaire et le Comité des établissements de crédit, organismes auxquels la Banque de France fournit d'ailleurs l'essentiel des moyens. Le gouverneur restera aussi étroitement associé aux travaux du Comité de la réglementation bancaire dont il est membre.

En définitive, ce nouveau statut, qui ne se confond avec aucun modèle existant, me paraît bien répondre aux exigences de la conduite de la politique monétaire dans un environnement financier toujours plus complexe et mouvant, comme au défi de la construction monétaire européenne. Cette dernière ne peut qu'être favorisée par une réforme permettant de renforcer encore, si cela est possible, la coopération entre la Banque de France et la Bundesbank.

L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

Exposé de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, lors du colloque Charlemagne à Aix-la-Chapelle, le 5 février 1994

La stabilité monétaire a toujours été une préoccupation constante des pays membres de la Communauté européenne. Les pères fondateurs du Traité de Rome n'avaient certes pas eu à se poser la question de la mise en oeuvre d'une coopération monétaire entre Européens puisqu'elle existait au niveau de l'ensemble des pays industrialisés dans le cadre des accords de Bretton Woods. Ils avaient néanmoins tenu à préciser dans l'article 107 alinéa 1 du Traité de Rome que " chaque État membre traite sa politique en matière de taux de change comme un problème d'intérêt commun ".

Dans cette perspective, le SME et l'UEM apparaissent comme des développements successifs logiquement impliqués par la volonté commune des Européens de parachever le marché commun puis le marché unique.

La décision d'élargissement des marges prise le 1er août dernier n'a pas représenté une rupture de ce point de vue. Elle constitue seulement une façon de parvenir au même objectif, la stabilité monétaire, en adaptant l'instrument technique qu'est le mécanisme de change du SME aux circonstances particulières de marché.

L'objectif d'union monétaire n'est naturellement absolument pas remis en cause et les travaux préparatoires se poursuivent activement.

1. La décision du 2 août s'est avérée avoir été bien adaptée

La décision du 2 août 1993 et la pratique du SME depuis lors ont rétabli la crédibilité du SME et de son mécanisme de change et assuré la stabilité des changes. Outre la confirmation du mécanisme de change lui-même, la décision prise par les ministres des Finances et gouverneurs de banques centrales de la CEE dans la nuit du 1er au 2 août 1993 comporte deux aspects essentiels.

Le maintien de la grille des cours centraux

En affirmant que " au regard de la situation économique fondamentale des pays membres participant au système, la grille actuelle des parités est pleinement justifiée ", les ministres et gouverneurs ont confirmé le choix de la stabilité des taux de change.

L'élargissement temporaire des marges de fluctuation

Cet élargissement a simplement constitué la réponse technique des autorités monétaires à des mouvements de capitaux d'une ampleur exceptionnelle. Il s'agit d'une réponse adaptée à des circonstances spéciales de marché permettant de retrouver des conditions sereines pour la conduite de la politique monétaire. Dans le nouveau contexte, en effet, l'évolution des cours à l'intérieur des marges élargies n'est plus à sens unique. L'incertitude qui en résulte pour les opérateurs a permis de limiter considérablement les pressions.

L'expérience de fonctionnement du SME depuis août dernier confirme l'attitude responsable de toutes les autorités monétaires. Aucun des pays membres du mécanisme de change n'a mené une stratégie de dépréciation compétitive. La poursuite de cet objectif de stabilité a permis une réduction progressive de l'écart des différentes devises du système par rapport aux cours centraux. Cela montre que les marchés ont ratifié la stratégie de stabilité des banques centrales.

En particulier, la politique monétaire suivie par la France a été inspirée par le souci de la stabilité interne et externe de la monnaie. Ce choix est également tout à fait conforme aux intérêts internes de la France.

En effet, le Conseil de la politique monétaire, le 27 janvier dernier, a fixé l'objectif de stabilité des prix conformément à la loi - de 2 % en 1994 et à moyen terme - et l'objectif intermédiaire interne qui consiste à suivre M3 et l'endettement intérieur total par référence à une croissance de PIB en valeur de 5 % à moyen terme. Dans le domaine externe, le Conseil de la politique monétaire s'est explicitement référé à la décision du 2 août en mentionnant le fait que les ministres et gouverneurs avaient réaffirmé que les cours pivots bilatéraux entre les neuf devises du mécanisme de change étaient conformes aux données fondamentales.

Cet objectif de stabilité interne et externe du franc a été atteint tout en pratiquant des baisses graduelles et prudentes des taux d'intérêt. Par rapport à la situation qui prévalait au moment des premières tensions du SME, en août 1992, la baisse des taux d'intérêt est substantielle: elle dépasse 300 points de base aussi bien pour les taux à court terme que pour les taux à long terme. Les taux à court terme (à 3 mois) sont actuellement proches de 6,2 %, soit le niveau le plus bas en termes nominaux depuis 15 ans. Les taux à long terme (10 ans), à environ 5,80 %, sont à leur niveau le plus faible depuis le début des années soixante.

2. La préparation de l'UEM se poursuit conformément au traité de Maastricht

L'importance qu'attachent les gouverneurs de banques centrales à la préparation de l'Union économique et monétaire conformément au Traité est reflétée par l'intensité des travaux menés, notamment au sein du Comité des gouverneurs. Les grandes échéances fixées par le traité de Maastricht ont pu être ainsi respectées. Les mois qui viennent de s'écouler ont, en effet, été marqués par plusieurs décisions importantes qui ouvrent la voie à l'Union économique et monétaire tandis que, parallèlement, la préparation de la troisième phase est d'ores et déjà bien avancée.

Des décisions importantes sont intervenues récemment.

D'abord, l'entrée en vigueur du Traité de Maastricht le 1er novembre dernier a eu des conséquences immédiates :

- le gel du panier de l'écu (article 109G): désormais ni les quantités des monnaies entrant dans la composition de l'écu, ni le nombre de ces monnaies ne pourront être modifiées. Le gel renforce la qualité de cet instrument monétaire ;

- les grandes orientations de politique économique ont été arrêtées par le Conseil Ecofin en décembre. La définition de ces grandes orientations reflète le renforcement de la coopération des Etats membres dans le domaine économique, renforcement indispensable dans la perspective d'une Union économique et monétaire.

Ensuite, la deuxième phase a débuté le 1er janvier 1994 ainsi que le prévoyait le Traité.

Deux éléments majeurs marquent cette seconde phase.

- Premièrement, les règles qui s'appliquent à tous les pays membres dès le début de la deuxième phase ont pour objectif de les amener à s'adapter dès à présent aux exigences de l'union monétaire.

Un intense travail de préparation, mené sous l'impulsion de la présidence belge, a permis l'adoption avant la fin de 1993 des textes nécessaires à l'entrée en vigueur de ces règles générales, définies dans le Traité :

- . prohibition du financement du secteur public par les banques centrales (article 104),
- . prohibition de l'accès privilégié du secteur public aux institutions financières (article 104A),
- . prohibition de la solidarité financière entre les États ou entre chacun d'eux et la Communauté (article 104B),
- . application partielle de la procédure de " déficit budgétaire excessif " (article 104C).

Il est fait, en outre, interdiction aux pays membres de rétablir des restrictions à la liberté des mouvements de capitaux (article 73 B).

- Deuxièmement, la création de l'IME

La personnalité de son président, M. Lamfalussy, aussi bien que la volonté des gouverneurs d'aller de l'avant sont une garantie que l'Institut pourra très rapidement se doter de l'organisation et des structures matérielles lui permettant d'assumer pleinement toutes les tâches qui lui sont dévolues par le Traité.

Enfin, certaines banques centrales ont entrepris d'adapter leur statut à la perspective de l'entrée en Union économique et monétaire. C'est le cas de la France dont l'indépendance de la Banque centrale est désormais assurée par la loi. Quatre dispositions essentielles garantissent cette indépendance effective:

. le premier élément est que la Banque de France est chargée de définir la politique monétaire (article 1, alinéa 1). Son rôle n'est donc plus seulement, comme c'était le cas dans la loi de 1973, de la mettre en oeuvre,

. ensuite, la loi fixe un objectif prioritaire à la politique monétaire, qui devra s'imposer en toutes circonstances à la Banque de France: la définition et la mise en oeuvre de la politique monétaire devront s'effectuer dans le but d'assurer la stabilité des prix (article 1, alinéa 1),

. l'indépendance est renforcée par la collégialité: le nouveau Conseil de la politique monétaire - comprenant "neuf sages - est explicitement investi de la responsabilité de définir la politique monétaire (article 7, alinéa 1),

. enfin, les moyens d'assurer en toute indépendance cette mission se traduisent par l'interdiction faite à l'ensemble des membres du Conseil de la politique monétaire de solliciter ou d'accepter des instructions du gouvernement ou de toute personne (article 1, alinéa 2).

Je voudrais ici souligner que les membres du Conseil de la politique monétaire forment, ensemble, une alliance unique d'expériences, de compétences et de sensibilités. Ils ont été choisis au terme d'un processus éminemment démocratique et offrant les plus grandes garanties. Quatre signatures, celle du

Président de l'Assemblée qui a " présenté " chacun d'entre eux, et celles du Président de la République, du Premier ministre et du ministre de l'Économie sont en bas de chacun des noms des " sages ".

Et je note que la réunion d'une universitaire spécialiste des questions monétaires et auteur de nombreux ouvrages, Madame Flouzat, du président d'une multinationale d'assurances, auteur en particulier d'ouvrages sur la coopération franco-allemande, M. Albert, d'un journaliste-chef d'entreprise ayant hissé la pédagogie économique au plus haut niveau, M. Boissonnat, d'un industriel ayant l'expérience unique de la grande comme de la petite entreprise, M. Gérard, d'un président de banque en outre président du Conseil des bourses de valeurs, M. de Maulde, et d'un ancien ministre de l'Économie dont chacun se souvient en Allemagne comme en France, M. Sapin, a été extrêmement bien accueillie par l'opinion française comme par l'opinion internationale.

Parallèlement, la préparation de la troisième phase se poursuit avec méthode.

- Au cours de ces derniers mois, les États membres se sont attachés à promouvoir la convergence de leurs économies, quelque peu mise à mal par le cycle économique. Il est indéniable que la conjoncture a rendu plus difficile le respect des critères de convergence dans le domaine des finances publiques. C'est notamment pour s'efforcer de surmonter, dès maintenant, ces difficultés que cinq pays membres de la Communauté ont présenté en 1993 un programme de convergence. Tous les pays membres, sauf un, se sont ainsi désormais soumis à cette procédure. Ce fut le cas notamment de nos deux pays. La présentation conjointe, le 22 novembre 1993, des programmes français et allemand a fourni une nouvelle illustration de la volonté de nos deux gouvernements d'avancer de concert dans la voie de l'Union économique et monétaire.

- Sous l'égide du Comité des gouverneurs, les travaux de préparation de la future Banque centrale européenne se poursuivent. La réalisation de ces études a été confiée aux trois sous-comités qui existaient déjà dans le cadre du Comité des gouverneurs, le sous-comité de politique monétaire, le sous-comité de politique des changes, et le sous-comité de supervision bancaire ainsi qu'à cinq groupes de travail spécialement créés à cet effet en vue de mener une réflexion sur les questions comptables, sur les systèmes de paiement, sur les systèmes d'information, sur l'impression et l'émission de billets de banque européens et sur les statistiques.

La création de l'IME va donner à ces travaux un nouvel essor. Aux termes de ses statuts, l'IME a, en effet pour objectif premier de contribuer " à réaliser les conditions nécessaires au passage à la troisième phase de l'UEM ". Les tâches spécifiques qui lui sont dévolues dans cette perspective sont clairement définies dans ses statuts. Je soulignerai, en particulier, quatre points:

. l'IME contribuera à renforcer la coordination des politiques monétaires en vue d'assurer la stabilité des prix. Dans ce domaine, le Traité prévoit notamment la consultation de CIME avant les prises de décision, même si la responsabilité ultime demeure en phase 2 du ressort des banques nationales;

. l'IME supervisera le fonctionnement du Système monétaire européen. En particulier, l'IME aidera les banques centrales à dégager une vision commune sur la meilleure façon de faire évoluer le système vers la fixation des parités entre les pays convergents;

. l'IME facilitera le développement de l'écu, préfiguration de la monnaie unique. Une familiarisation progressive des agents économiques à cet instrument permettra une acclimatation plus facile de la monnaie unique.

. enfin, et c'est là probablement sa tâche la plus cruciale, l'IME aura à préparer l'introduction d'une politique monétaire unique. Dans ce domaine, les travaux déjà réalisés sous les auspices du Comité des gouverneurs lui seront d'une utilité précieuse. L'objectif essentiel de cette tâche de préparation sera de s'assurer que la politique monétaire unique pourra être mise en œuvre de façon efficace dès le premier jour de la troisième phase.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 120 – janvier 1994

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

Cahier des titres de créances négociables – décembre 1993

Direction des Marchés de capitaux
(Tél. : +33 (1) 42 92 26 45 – Télécopie : +33 (1) 42 92 26 95)

Statistiques monétaires mensuelles – n° 262 – novembre 1993

Direction des Études et Statistiques monétaires
(Tél. : +33 (1) 42 92 28 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 09)

Le lexique du TOF – Méthodes des comptes nationaux en base 1980 – n° 6

Direction des Études et Statistiques monétaires
(Tél. : +33 (1) 42 92 29 95 – Télécopie : +33 (1) 42 92 27 52)
Prix du numéro : FRF 80 TTC

Les études de la Centrale de bilans Transformation des matières plastiques 1991-1992 – B 93/19

Direction des Entreprises – Observatoire des Entreprises
(Tél. : +33 (1) 42 92 35 62 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 80 TTC

Les rapports de synthèse SESAME 1993 – sur le secteur des biens d'équipement professionnels – sur le secteur des biens intermédiaires

Direction des Entreprises – Observatoire des Entreprises
(Tél. : +33 (1) 42 92 35 62 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)
Prix du numéro : FRF 200 TTC

2. Contributions à des publications extérieures

Privatisations sans frontières

par Jean-Pierre Petit, adjoint de direction à la Banque de France
(Épargne et Finance – n° 1 – 1994)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Interview accordée au journal « Les Échos »

de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France
le 10 janvier 1994

La Banque de France et son nouveau statut

exposé de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France,
devant les membres de la Commission des Finances de la Diète fédérale (Bundestag)
à Bonn, le 19 janvier 1994 ¹

Interview accordée à l'hebdomadaire « Le Point »

de Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France
le 22 janvier 1994

Politique monétaire : résultats en 1993 et perspectives pour 1994

exposé de Jean-Claude Trichet, président du Conseil de la politique monétaire,
lors de la conférence de presse, tenue dans la Galerie dorée,
à Paris, le 27 janvier 1994 ¹

¹ Publiée dans ce Bulletin

É T U D E S

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL

La modification des comportements d'endettement et de placement des agents non financiers consécutive au mouvement de désintermédiation et d'innovations financières a conduit la Banque de France à développer la méthodologie de l'endettement intérieur total, agrégat large présentant l'intégralité de l'endettement contracté par les agents non financiers. Cet agrégat de financement recense l'ensemble des concours obtenus par les agents non financiers résidents par voie d'endettement, que ce soit auprès des établissements de crédit, résidents ou non, ou auprès de marchés financiers, intérieurs comme internationaux.

Indicateur privilégié de la politique monétaire venant en complément des agrégats de monnaie, auxquels il n'a pas vocation à se substituer, l'endettement intérieur total, par une appréhension globale des phénomènes et des circuits monétaires et financiers, permet de suivre les mouvements de substitution pouvant survenir entre les différentes formes d'endettement sans être lui-même affecté par ces modifications. Il permet également d'apprécier les transferts financiers entre les différentes catégories d'agents non financiers, y compris l'État.

L'analyse de l'évolution de ses « sources », c'est-à-dire des placements financiers, qui constituent ses contreparties en même temps que les ressources des institutions financières et des marchés de capitaux, rend compte des arbitrages des agents non financiers entre les différents types de placements, monétaires ou non monétaires.

Le maintien du rythme annuel de croissance de l'endettement intérieur total à un niveau proche de celui de 1992 s'est accompagné d'évolutions de sens contraire selon la nature des financements et leurs bénéficiaires. Alors que l'État a très sensiblement accru son endettement, contribuant de la sorte au fort développement des financements de marché, les autres agents non financiers, et en particulier les sociétés, ont réduit le leur. Cette situation est reflétée par l'évolution des contributions respectives de ses différentes sources à la croissance de l'endettement intérieur total.

Le cadre d'analyse que constitue l'endettement intérieur total permet de mettre en évidence deux caractéristiques importantes du financement de l'économie en 1993 : une progression globale des financements supérieure à celle du produit intérieur brut en valeur et de massifs phénomènes de substitution entre modes de financement et formes de placements.

JEAN-PIERRE BARILLAS
Direction générale des Études
Direction des Études et Statistiques monétaires
Service des Analyses et Statistiques monétaires

Le mouvement de désintermédiation et d'innovations financières consécutif à la modernisation et au décloisonnement des marchés de capitaux qui a caractérisé les années quatre-vingt a rendu plus aisées les substitutions entre les différentes formes de financement en permettant aux agents non financiers¹ d'obtenir plus largement des concours directement par émission de titres négociables et non plus seulement par le crédit. Dans le même temps, l'internationalisation des marchés financiers a ouvert aux résidents de nouvelles possibilités de financement.

La part du crédit dans l'ensemble des concours à l'économie étant devenue moins prédominante, la Banque de France a souhaité, en 1991, compléter la batterie d'agrégats de crédit dont elle dispose par un indicateur global de financement. C'est ainsi qu'elle a été amenée à développer la méthodologie d'un concept large présentant l'intégralité de l'endettement contracté par les agents non financiers : l'endettement intérieur total (EIT).

L'endettement intérieur total résulte de la confrontation entre, d'une part, la demande de financement des agents non financiers et, d'autre part, l'offre émanant des établissements de crédit et des marchés de capitaux intérieurs et internationaux. Il mesure l'ensemble des financements des agents non financiers résidents obtenus par voie d'endettement (donc à l'exclusion des émissions d'actions ou des renforcements de fonds propres), que ce soit auprès des établissements de crédit ou sur les marchés de capitaux, tant auprès des résidents que des non-résidents.

L'endettement intérieur total, agrégat de financement, retrace l'ensemble des concours obtenus par les agents non financiers par voie d'endettement

L'endettement intérieur total recense pour l'État, les ménages, les sociétés et les autres agents non financiers² :

- le crédit interne, qui regroupe les financements obtenus auprès des établissements de crédit résidents³ sous forme de prêts ;
- les financements obtenus en contrepartie de l'émission de titres sur les marchés internes, obligataire ou monétaire ; bien que levés sur des marchés internes, ces financements peuvent être accordés aussi bien par des résidents que par des non-résidents. Par ailleurs, les titres émis peuvent être souscrits — ou acquis — aussi bien par des institutions financières que par des agents non financiers ;
- les crédits obtenus directement à l'étranger et les obligations émises sur les marchés internationaux.

L'analyse de l'importance relative des composantes de l'endettement intérieur total et des déformations éventuelles de leurs parts respectives permet de suivre la structure des circuits de financement de l'économie française et son évolution.

¹ Les agents non financiers regroupent, outre l'État et les collectivités locales, les ménages, les sociétés et les entreprises d'assurance.

² Le poste « autres agents » regroupe principalement les collectivités locales et les entreprises d'assurance.

³ Il s'agit des établissements de crédit proprement dits, c'est-à-dire définis comme tels par la loi bancaire, mais aussi de la Caisse des dépôts et consignations et des réseaux financiers de La Poste et du Trésor.

L'endettement intérieur total, indicateur privilégié pour la politique monétaire

Le suivi de l'endettement intérieur total renseigne sur l'ensemble des ressources d'emprunt dont disposent les agents économiques ; il permet ainsi d'apprécier, mieux que ne permettrait de le faire l'observation des seuls crédits, l'importance des financements dont l'économie est bénéficiaire. Les informations relatives à la nature des financements obtenus fournissent, quant à elles, des indications sur les éventuelles substitutions entre différentes formes d'endettement.

À la différence d'agrégats de financement plus étroits, plus sensibles par nature aux phénomènes de substitution, l'endettement intérieur total est moins exposé à des variations brutales de son rythme d'évolution. De ce fait, il présente l'avantage de n'être concerné que par les mouvements de fond qui affectent le financement de l'économie et ne pas être modifié par les substitutions qui s'opèrent soit entre les crédits et les émissions de titres soit, au sein de ces derniers, entre titres du marché monétaire et titres du marché obligataire, alors même que ces mouvements n'entraînent pas de variations du volume global des financements.

D'autre part, en appréhendant l'ensemble de l'endettement des agents non financiers, y compris l'État, il permet de tenir compte des transferts financiers qui se produisent entre les uns et les autres. En particulier, un accroissement du besoin de financement de l'État en période de basse conjoncture indique que ce dernier accroît ses transferts nets au profit des sociétés et des ménages et substitue son propre endettement au leur, contribuant de la sorte à améliorer leur situation financière. Une illustration de ce mécanisme de substitution est fournie par le remboursement de la TVA aux entreprises à la suite de la suppression de la règle du décalage d'un mois : cette mesure a amélioré la situation financière des entreprises, réduit leur demande de crédit et renforcé à due concurrence les besoins d'emprunts de l'État, couverts par émission de titres. Il y a eu, dans ce cas, substitution de financement entre les deux agents non financiers que sont l'État et les entreprises. La simple analyse des crédits bancaires aurait pu conduire à une interprétation erronée des évolutions financières ; l'analyse par l'EIT évite cet écueil.

C'est pourquoi parmi la batterie d'indicateurs dont elle dispose (agrégats de monnaie et de placement, taux d'intérêt à long terme, balance des paiements, etc...), la Banque de France considère l'endettement intérieur total comme un indicateur privilégié de la politique monétaire lui permettant de s'assurer que les moyens de financement mis à la disposition de l'économie ne sont ni excessifs ni insuffisants.

Ainsi, l'endettement intérieur total n'a pas vocation à se substituer aux agrégats de monnaie ; il apparaît comme complémentaire de ces derniers et s'avère indispensable pour une appréhension globale des phénomènes monétaires et financiers.

Par ailleurs, les « sources » de l'endettement intérieur total permettent d'analyser la répartition des placements des agents non financiers entre les différents types d'actifs, monétaires et non monétaires.

En effet, l'endettement intérieur total se trouve adossé aux placements financiers des agents non financiers résidents et des non-résidents, qui constituent les ressources des institutions financières et des marchés de capitaux dispensant les financements constitutifs de l'endettement intérieur total. C'est ce qu'on appelle les « sources » de l'endettement intérieur total. Ces placements sont regroupés dans les catégories suivantes : les agrégats de monnaie M3 et M4 – M3, l'épargne contractuelle collectée par les établissements de crédit qui relève de P1, les placements obligataires et en titres d'OPCVM obligataires qui relèvent de P2, et les concours nets des non-résidents fournis par la Balance des paiements. Une dernière rubrique rassemble les autres éléments de l'adossement moins significatifs pour l'analyse des sources de financement de l'EIT.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL ET SES SOURCES DE FINANCEMENT			
Endettement intérieur total des agents non financiers résidents (en glissement annuel)	Oct. 1993	Sources de financement de l'endettement intérieur total (part dans la progression annuelle de l'EIT)	Oct. 1993
Crédits de agents résidents.....	-0,8	M3.....	-0,2
Financement sur les marchés internes.....	16,9	M4-M3.....	0,0
- le marché monétaire	9,2	Epargne contractuelle auprès des établissements de crédit.....	1,3
- le marché obligataire	21,6	Placement en obligations et titres d'OPCVM «obligations».....	3,1
Crédits et obligations internationaux.....	4,8	Concours nets des non-résidents.....	0,2
		Autres.....	-0,4
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08 Mise à jour le 11 février 1994			

L'évolution de l'endettement intérieur total et de ses sources de financement au cours des dix premiers mois de 1993

Avec une progression, en glissement annuel, de 4,0 % à fin octobre 1993, le rythme de progression de l'endettement intérieur total est resté ferme, en légère contraction par rapport à celui de fin 1992 (5,1 %).

Des évolutions assez marquées mais de sens contraire ont toutefois été obtenues selon la nature de ces financements et leurs bénéficiaires. Ainsi, des substitutions sont intervenues entre les crédits, dont la progression s'est ralentie, et les financements de marchés qui se sont fortement développés. Parallèlement, le rythme de progression annuel de l'endettement de l'État s'est très sensiblement accru, avec une nette accélération à partir du mois de juin — il est passé de 13,8 % à 20,5 % de décembre 1992 à octobre 1993 —, tandis que les ménages et les sociétés réduisaient leur endettement. L'évolution annuelle de leurs financements fait apparaître soit une stagnation (0,5 % à fin 1992 et 0,3 % à fin octobre pour les ménages), soit une décélération régulière (4,3 % en décembre 1992, contre - 1,8 % dix mois plus tard pour les sociétés).

La progression des crédits s'est ainsi nettement ralentie dès le début de l'année, la variation annuelle de l'encours devenant négative à partir du mois de mai, pour s'établir à - 0,8 % à fin octobre. Au terme d'un repli assez régulier sur l'ensemble de l'année, la variation annuelle des crédits consentis aux sociétés s'établissait à - 3,0 % à fin octobre (contre une hausse de 3 % en 1992), tandis que ceux accordés aux ménages enregistraient à cette même date une progression de 0,3 % en un an, presque identique à celle de 1992 (0,5 %). L'encours des crédits octroyés aux autres agents — pour l'essentiel les collectivités locales — s'est accru de 1,9 % à fin octobre, contre 5,3 % à fin 1992.

Toutefois, la vive croissance des financements de marché — proche de 15 % en glissement sur douze mois tout au long de l'année — a compensé le ralentissement de la distribution du crédit. Cette situation reflète l'évolution de la trésorerie de l'État dont le besoin d'emprunt s'est accru compte tenu d'un ralentissement de ses recettes en période de basse conjoncture, et qui a recouru, pour financer cet accroissement, à des émissions de titres. Les gestionnaires de la dette publique ont privilégié les émissions de bons du Trésor jusqu'au début du second semestre — le rythme de croissance des titres courts du Trésor est ainsi resté proche de 30 % l'an au cours des six premiers mois de l'année avant de retomber à 12,1 % en octobre —, puis leur ont très largement substitué un financement obligataire dont

L'endettement intérieur total

le rythme de progression annuel s'est brutalement accéléré à partir du mois de juillet (27,4 %) avec le lancement du grand emprunt d'État pour ressortir à 29,5 % en octobre.

La lecture du cadre d'analyse que constitue l'endettement intérieur total peut être complétée par une analyse plus fine de la répartition des crédits entre les différentes catégories d'agents non financiers selon leur objet (cf. tableau 36.2 de ce Bulletin) et par celle des contreparties de l'endettement intérieur total en termes de ressources des intermédiaires financiers et des marchés qui concourent à cet endettement

(les « sources » de l'endettement intérieur total).

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL ET SES SOURCES DE FINANCEMENT					
<i>(variations sur douze mois, en pourcentage)</i>					
	1991	1992	1993		
	Déc.	Déc.	Août	Sept.	Oct.
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)	6,0	5,1	4,0	4,1	4,0
– État	6,7	13,8	22,7	21,6	20,5
– Ménages	2,1	0,5	-0,5	0,1	0,3
– Sociétés (a)	7,7	4,3	-2,6	-2,0	-1,8
– Autres (b)	8,4	4,3	2,2	1,0	1,3
CRÉDITS (c)	5,5	1,5	-0,4	-0,1	-0,8
– État	2,8	-26,8	28,7	31,2	7,5
– Ménages	2,1	0,5	-0,5	0,1	0,3
– Sociétés	7,6	3,0	-3,5	-3,2	-3,0
– Autres (b)	9,1	5,3	2,8	1,5	1,9
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)	7,4	15,7	15,9	15,5	16,9
Sur le marché monétaire	0,9	25,1	7,8	7,6	9,2
– État	1,3	28,3	13,7	10,8	12,1
– Sociétés	-0,5	13,2	-12,1	-4,6	-1,2
Sur le marché obligataire	11,0	10,8	20,9	20,4	21,6
– État	11,6	14,5	28,1	27,6	29,5
– Sociétés	11,5	4,3	4,6	4,2	3,5
– Autres	-4,5	-13,2	-9,4	-10,8	-11,2
CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX	6,2	14,0	4,0	4,4	4,8
SOURCES DE FINANCEMENT DE L'EIT : part dans la progression annuelle de l'EIT					
M3	1,5	3,1	0,2	0,3	-0,2
M4 - M3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
ÉPARGNE CONTRACTUELLE AUPRÈS DES EC	1,0	0,9	1,2	1,2	1,3
PLACEMENTS EN OBLIGATIONS ET TITRES					
D'OPCVM « OBLIGATIONS »	2,0	1,2	2,4	2,6	3,1
CONCOURS NETS DES NON-RÉSIDENTS	1,0	0,5	-0,2	-1,9	0,2
AUTRES (e)	0,4	-0,6	0,4	1,8	-0,4
TOTAL	6,0	5,1	4,0	4,1	4,0
(a) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés.					
(b) Obtenu par solde. Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des assurances et des APU hors État.					
(c) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents					
(d) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents					
(e) Notamment les capitaux propres nets et autres ressources diverses nettes des établissements de crédit et les placement en OPCVM « actions »					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél : +33 (1) 42 92 49 08					
Mise à jour le 9 février 1994					

La relative stabilisation, depuis janvier, de la croissance annuelle de l'EIT s'est accompagnée d'une profonde modification de la contribution respective de ses différentes sources de financement à cette croissance.

La part des placements composant M3 dans la progression annuelle de l'EIT s'est nettement contractée, devenant même négative en octobre : elle revient en effet de 3,1 points en 1992 (sur 5,1 points de croissance de l'EIT) à - 0,2 point (sur 4,0 points).

Cependant, ce mouvement a été plus que compensé par la forte croissance des placements financiers qui ne sont pas compris dans M3. La contribution de l'épargne contractuelle s'est ainsi accrue à 1,3 point sur 4,0 points (contre 0,9 point sur 5,1 points en 1992). Surtout, la part des placements en obligations et en titres d'OPCVM obligations s'est très fortement développée (3,1 points sur 4,0 points, contre 1,2 point sur 5,1 points dix mois auparavant). Enfin, l'impact des concours nets des non-résidents, faiblement positif à la fin de l'année 1992, a eu tendance, depuis lors, à être restrictif avant de redevenir très légèrement positif en octobre (0,2 point à fin octobre, au lieu de 0,5 point sur 5,1 points en 1992).

L'analyse des évolutions de l'année 1993 illustre bien l'intérêt de l'endettement intérieur total et de ses " sources " comme instrument de diagnostic et comme indicateur. Elle permet, en effet, de mettre en évidence deux caractéristiques importantes du financement de l'économie au cours de l'année écoulée. La première, c'est que la progression des financements, dès lors qu'on les appréhende globalement, est restée relativement soutenue à 4 % l'an, alors que l'augmentation du produit intérieur brut en valeur a sans doute été de l'ordre de 1,5 %. La seconde, c'est l'importance considérable des phénomènes de substitution en 1993, entre modes de financement d'une part, et entre formes de placements d'autre part. Le caractère global, mais aussi descriptif, de l'endettement intérieur total permet d'appréhender clairement tous ces phénomènes et explique son choix comme indicateur privilégié de la politique monétaire.

LES MARCHÉS DE PRODUITS DÉRIVÉS EN FRANCE

Cette étude est la synthèse d'une réflexion menée au sein de la Banque de France par un groupe d'experts de la direction générale des Études, de la direction générale du Crédit, de la direction générale des Services étrangers et du secrétariat général de la Commission bancaire ¹.

L'utilisation des produits dérivés s'est très nettement développée en France, à partir du milieu des années quatre-vingt, de sorte que les encours en capitaux sous-jacents de ces instruments recensés au hors-bilan des établissements de crédit français représentent désormais plus de deux fois le total de leur bilan. Cette évolution n'est au demeurant pas propre à la France. Plusieurs facteurs y ont contribué : les initiatives d'utilisateurs et d'intermédiaires financiers de mieux en mieux informés, la modernisation des marchés financiers, voire la réglementation prudentielle internationale qui a donné un avantage relatif à ces produits en ne les intégrant que partiellement dans le ratio de fonds propres.

Cependant, ces produits ont surtout répondu à des besoins d'agents économiques rendus plus sensibles aux risques de volatilité des taux d'intérêt et des taux de change, notamment lorsqu'ils sont impliqués dans les échanges internationaux. En facilitant la couverture de ces risques, les produits dérivés créent un climat plus favorable à ces échanges et aux investissements ; ils présentent en outre l'avantage, en s'appuyant sur la capacité d'analyse et d'expertise des intermédiaires financiers, de

¹ Ont participé à ces travaux : Denis Beau, Gérard Béduneau, Michel Cardona, Patrick Haas, Jacqueline Lacoste, Yves Nachbaur, Marie-José Nadal, Christian Pfister, Antoine Pozzo di Borgo (rapporteur du groupe).

redistribuer les risques de marché entre les agents économiques. Enfin, ils tendent à améliorer l'allocation des ressources, grâce notamment à la réduction des coûts de transaction qu'ils permettent.

En revanche, leur éventuelle utilisation imprudente peut être un facteur d'instabilité pour le système bancaire et financier qu'il ne faut pas sous-estimer. Par ailleurs, en permettant une gestion plus flexible des bilans, ces produits influencent les mécanismes de transmission de la politique monétaire : ils pourraient ainsi, dans certains cas, modifier la vitesse de transmission des effets de la politique monétaire sur l'économie réelle.

Sur un plan prudentiel, il convient que les mécanismes de contrôle interne mis en place par les établissements eux-mêmes soient bien adaptés et que la surveillance par les Autorités régulatrices s'exerce pleinement. En particulier, c'est une avancée très positive que les risques de marché liés à ces produits puissent être intégrés plus spécifiquement dans le ratio de fonds propres et que de nouveaux progrès en matière de maîtrise des risques soient réalisés à l'avenir, par exemple en développant les techniques de compensation des règlements liés à l'utilisation de ces instruments.

1. Les opérations sur produits dérivés se sont fortement développées depuis le milieu des années quatre-vingt

Les « produits dérivés » peuvent être définis comme des contrats dont la valeur dépend (ou « dérive ») de celle d'un actif ou d'un indice sous-jacent. Les principaux d'entre eux sont les contrats à terme d'instruments financiers (futures), les contrats d'échange de taux d'intérêt (swaps) et les options. Leur utilisation s'est fortement développée depuis le milieu des années quatre-vingt.

1.1. Les marchés : les produits dérivés sont traités sur les marchés organisés et sur les marchés de gré à gré

1.1.1. Les marchés organisés se caractérisent principalement par des contrats standardisés, des positions négociables en continu, ainsi que par l'interposition d'une chambre de compensation qui devient la contrepartie de chacun des intervenants et qui se protège elle-même contre les risques de défaillance en exigeant un dépôt préalable de garantie et en procédant à un appel de marge quotidien. Deux sortes de produits y sont traités : des contrats à terme (sur devises, sur taux d'intérêt,

sur valeurs mobilières réelles ou synthétiques et sur indices boursiers) et des contrats d'options négociables.

1.1.2. *Les marchés de gré à gré* ou marchés OTC (« over the counter ») traitent, quant à eux, des produits étudiés sur mesure (ou faiblement standardisés) et négociés de manière bilatérale. Ces marchés, qui présentent l'avantage d'offrir des opérations d'un montant et d'une échéance parfaitement adaptés aux besoins des utilisateurs, laissent cependant subsister le risque de contrepartie. Les produits traités sur ces marchés sont les contrats d'échange de taux d'intérêt (« swaps »), les accords de taux futur (« forward rate agreement » ou FRA) et de terme contre terme (« forward/forward »), les opérations visant à garantir un taux plancher (« floor »), un taux plafond (« cap ») ou une zone de taux (« collar »), ainsi que les options de taux et de change.

Au cours de ces dernières années, les différences entre ces deux grandes catégories de marché se sont cependant quelque peu estompées, les marchés organisés tendant à améliorer l'adaptation de leurs produits aux besoins de leurs clients, et ceux de gré à gré recherchant une certaine standardisation de leurs produits ou une cotation publique pour mieux les diffuser.

1.2. *Les volumes d'opérations : leur croissance a été très importante depuis le milieu des années quatre-vingt*

1.2.1. *Les statistiques internationales*, telles qu'elles sont présentées dans les deux tableaux qui suivent et qui rassemblent des données collectées par la BRI, n'en donnent qu'une estimation partielle, faute de connaissance précise des volumes réalisés sur les marchés de gré à gré (notamment des opérations d'options de change) ; or, ceux-ci excèdent assez nettement ceux des marchés organisés.

ENCOURS NOTIONNELS EN FIN D'ANNÉE SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS (a)							
<i>(en milliards de dollars)</i>							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total des marchés organisés.....	589,0	727,3	1 304,6	1 767,5	2 290,5	3 519,7	4 783,3
Contrats à terme de taux d'intérêt.....	370,0	487,7	895,4	1 200,7	1 454,2	2 157,1	3 248,2
Options de taux d'intérêt.....	146,5	121,8	279,2	387,9	599,5	1 072,6	1 385,4
Contrats à terme en devises.....	10,0	14,1	11,6	15,6	16,3	17,8	24,5
Options de change.....	39,2	59,5	48,0	50,1	55,7	59,5	80,0
Contrats à terme sur indices boursiers.....	14,9	18,1	27,8	41,8	69,7	77,3	81,3
Options sur contrats d'indices boursiers.....	8,4	26,1	42,7	71,5	95,2	135,5	163,9

(a) Source : BRI. Les encours notionnels correspondent aux encours de capitaux sous-jacents.

ENCOURS NOTIONNELS EN FIN D'ANNÉE D'INSTRUMENT TRAITÉS DE GRÉ À GRÉ (a)							
<i>(en milliards de dollars)</i>							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Produits dérivés négociés de gré à gré.....	500,0	866,6	1 329,8	2 425,1	3 450,3	4 449,5	5 345,7
Contrats d'échange de taux d'intérêt.....	400,0	682,9	1 010,2	1 526,0	2 311,5	3 065,1	3 850,8
Contrats d'échange de devises.....	100,0	183,7	319,6	449,1	577,5	807,2	860,4
Autres instruments dérivés.....	-	-	-	450,0	561,3	577,2	634,5

(a) Source : BRI. Les encours notionnels recensés dans ce tableau ne comprennent pas, faute de statistiques, les accords de taux futur (FRA), les options de change, les opérations de change à terme, et les produits dérivés sur actions et produits de base.

1.2.2. *Au plan national*, les opérations sur produits dérivés se sont également développées sous l'effet d'une offre et d'une demande particulièrement dynamiques. La demande émane le plus souvent d'utilisateurs techniquement avertis (trésoriers d'entreprises, gestionnaires de fonds, banques...) confrontés à un contexte de variabilité des taux d'intérêt ainsi que d'instabilité du change. L'offre est suscitée par des marchés organisés actifs, tels que le Matif qui figure désormais parmi les trois ou quatre premiers marchés mondiaux ou le Monep, et par des intermédiaires financiers largement implantés dans le monde et qui sont des acteurs très importants et sophistiqués de ces marchés.

Cette confrontation entre offre et demande se déploie sur une large gamme de produits qui comprend des produits de change, de taux d'intérêt et des contrats sur actions ou indices boursiers.

* *Les opérations de change à terme* ont progressé globalement en France de 56 % entre fin décembre 1990 et fin juin 1993 passant, pour les devises à livrer, de 439,5 milliards de dollars d'encours à 687,8 milliards. L'importance des opérations d'arbitrage devises contre devises des banques résidentes avec leurs confrères non résidents (plus de 351,1 milliards de dollars à fin juin 1993) et le poids des monnaies du SME dans les opérations avec la clientèle (34 % à fin juin 1993) constituent les caractéristiques principales de ce marché.

* *Les options de change*, traitées sur les marchés de gré à gré, ont également connu une très vive croissance depuis 1985 (cf. annexe 1). En 1992, ce marché a enregistré une activité soutenue et animée par la crise de change de septembre. En 1993, après avoir atteint un niveau record de 394,2 milliards de dollars à fin février 1993, les encours cumulés d'achats et de ventes de contrats par les banques résidentes ont progressivement décliné au deuxième trimestre (341,3 milliards de dollars en juin), avant de remonter à fin septembre (365,8 milliards de dollars). De manière générale, ce compartiment se caractérise par une forte concentration des intermédiaires (les cinq premières banques résidentes regroupent 85 % des encours), une prépondérance des opérations interbancaires et une activité importante des utilisateurs non financiers, industriels ou non.

* *Les produits de taux d'intérêt*, recensés à partir des globalisations d'encours de la comptabilité bancaire, ont plus que triplé entre mars 1991 et fin septembre 1993. On relèvera en particulier :

– la poursuite de la croissance des opérations d'échange de taux d'intérêt (« swaps ») sur le franc (+ 20 % en 1992 d'après les enquêtes de l'ISDA¹). S'agissant des seules opérations effectuées par les opérateurs principaux de marché (OPM) de la place de Paris, l'enquête réalisée régulièrement par la Banque de France fait apparaître un doublement des montants de swaps entre 1990 et 1992 : cette forte croissance est sans doute à relier à l'augmentation parallèle de l'encours des SICAV monétaires dans la mesure où les échanges de taux d'intérêt à moins d'un an reflètent principalement la transformation par les OPCVM de certificats de dépôts à court terme, émis selon la réglementation à taux fixe, en instruments à taux variable qui correspondent mieux à l'objectif des SICAV monétaires ;

– la progression de près de 30 % en 1993 des volumes de contrats à terme (« futures ») et optionnels traités sur le Matif, où le contrat phare demeure le Notionnel suivi par le Pibor 3 mois (cf. annexe 2). Les évolutions de taux d'intérêt, les turbulences monétaires mais aussi la mise en service de Globex peuvent expliquer cette expansion ;

¹ International Swaps and Derivatives Association ; le recensement des opérations d'échange de taux d'intérêt est cependant incomplet, faute de déclarations de la part de certains établissements bancaires importants.

– à la Bourse de Paris, le quadruplement de la valeur notionnelle des warrants sur emprunts d'État et sur écarts de taux d'intérêt entre fin décembre 1992 et fin octobre 1993.

* *Les contrats sur actions et sur indices boursiers* sont traités sur le Monep et le Matif, les warrants étant négociés à la Bourse des valeurs de Paris ; ces produits se sont aussi développés :

– sur *le Monep*, où se traitent les options sur actions et sur l'indice boursier CAC 40, le nombre de contrats traités en 1993 a été d'environ 7 millions, en hausse de 20 % par rapport à 1992, tandis que le volume des capitaux échangés (primes) s'établissait à 25,9 milliards de francs, en hausse de seulement 1,2 % (cf. annexe 3) ;

– sur *le Matif*, les volumes échangés sur le contrat à terme ferme sur l'indice CAC 40 ont progressé de près d'un tiers en 1993, à 5 milliards de francs ;

– à *la Bourse de Paris*, enfin, la valeur notionnelle des warrants sur actions ou sur indices est passée de 3,8 milliards de francs à fin décembre 1992 à 8,7 milliards de francs à fin octobre 1993.

2. Les produits dérivés, qui répondent à un besoin de protection contre l'instabilité, transforment en profondeur le fonctionnement du Système financier

2.1. En facilitant la couverture des risques, ils répondent utilement à un besoin de protection contre la volatilité et l'incertitude, mais ils peuvent eux-mêmes, dans certaines circonstances, accentuer la volatilité

2.1.1. L'existence de produits dérivés trouve son origine dans la volatilité et l'incertitude qui affectent les marchés. Celles-ci ont toujours existé mais elles tendent à s'accroître de nos jours du fait de la libération des mouvements de capitaux, des progrès des communications et aussi de l'une des caractéristiques fondamentales des marchés modernes qui est la liquidité à toute heure, en temps réel, et de l'instabilité latente engendrée par certains déséquilibres économiques persistants. Par ailleurs, les agents économiques ont maintenant une conscience plus aiguë des risques encourus du fait de leurs positions sur les marchés et cherchent à s'en prémunir (ou à les exploiter) lorsque l'incertitude grandit, ou lorsque les anticipations se modifient.

Les produits dérivés permettent de se rapprocher du niveau de risque considéré comme supportable et de transférer la part non souhaitée sur d'autres agents économiques qui acceptent de le porter du fait de leur position opposée vis-à-vis de ce risque ou de leur désir propre de spéculation.

Sur un plan macro-économique, la réduction des incertitudes qui résulte ainsi d'une telle utilisation des produits dérivés contribue à créer un climat plus favorable aux investissements et facilite l'insertion internationale des entreprises françaises.

2.1.2. Toutefois, l'activité de spéculation « pure » est certainement plus aisée sur les marchés de produits dérivés à cause des effets de levier qui les caractérisent : ainsi, sur les marchés organisés, les contrats à terme d'instruments financiers permettent de prendre des positions en n'immobilisant qu'une faible partie des liquidités sous forme de dépôt de garantie (représentant par exemple 3 % du nominal du contrat notionnel sur le Matif) ; il en est de même pour les options de change où la prime payée par l'acheteur d'option peut être très modique au regard de ses espoirs de gains.

Dans les périodes où les évolutions de marché, par exemple de taux d'intérêt, suivent une tendance longue assez prévisible, l'existence de tels effets de levier peut contribuer à augmenter les positions spéculatives et la volatilité du marché ; dans ce cas, un retournement de tendance peut alors prendre à revers les opérateurs et leur infliger de lourdes pertes. En dehors même de toute

intention spéculative, l'attitude d'opérateurs qui gèrent de façon dynamique leurs portefeuilles d'options en « delta neutre »¹ peut accentuer les mouvements sur les cours au comptant.

Ces perturbations s'accroissent encore si, par suite d'une volatilité excessive des cours, les transactions sur les marchés dérivés tendent à être déconnectées de celles des marchés de sous-jacent : il y a alors des risques de variations brutales du sous-jacent quand les relations d'arbitrage se rétablissent. Ces perturbations justifient une attention particulière des utilisateurs et des autorités de surveillance.

En outre, des inconvénients importants peuvent résulter du développement de fonds de produits dérivés en direction du grand public et d'investisseurs disposant d'une information insuffisante.

Toutefois, sans sous-estimer les risques précités, on soulignera que très souvent les évolutions brusques ou désordonnées, si elles ont pu être amplifiées par des difficultés techniques, ont été provoquées par des facteurs plus fondamentaux concernant les économies, les politiques économiques ou des anticipations de nature politique.

2.2. Ils tendent à transférer la gestion des risques vers les établissements de crédit et à élargir les activités de ces derniers

2.2.1. Une implication de plus en plus grande des établissements de crédit dans la gestion des risques. Les établissements de crédit interviennent à trois titres sur les marchés de produits dérivés : pour améliorer leurs propres conditions de financement, pour mieux maîtriser leurs risques et pour faire face à une demande de leur clientèle. Si les deux premières motivations ne diffèrent pas de celles que l'on retrouve chez les autres agents économiques (entreprises et ménages), la troisième en revanche est plus spécifique car il s'agit de gérer, voire de prendre en charge, les risques de marché que la clientèle souhaite prendre ou couvrir.

Au niveau macro-économique, cette évolution présente l'avantage de transférer la gestion des risques de marché — ce qui n'implique pas le transfert des risques eux-mêmes — à des intermédiaires financiers mieux armés pour l'assurer que la plupart des utilisateurs ; ces derniers peuvent alors se consacrer plus facilement à leurs stratégies commerciales ou industrielles. Elle peut aussi rendre plus difficile l'accès direct des marchés, y compris de ceux au comptant, aux opérateurs individuels.

2.2.2. Un élargissement des activités des établissements bancaires : les opérations sur les produits dérivés contribuent à accroître les activités des banques sur les marchés, dont l'importance relative s'accroît par rapport aux opérations classiques d'intermédiation. Plusieurs conséquences en résultent : la nature et les conditions d'évaluation des risques sont modifiées, et, sur un plan comptable, une part croissante de l'activité est désormais enregistrée au hors-bilan en substitution d'opérations de trésorerie interbancaires. Cette évolution profonde des conditions d'exercice du métier de banquier doit être bien maîtrisée car elle n'est pas a priori sans risque pour la profession (cf. 4.).

Il est clair cependant que le développement prudent des activités sur produits dérivés permet aussi aux établissements de crédit de diversifier leur activité et leurs sources de revenus. Ainsi, en France, l'encours notionnel de ces instruments (hors opérations de change ferme à terme) est passé de 9 300 milliards de francs environ fin 1990 à 30 800 milliards de francs en juin 1993, soit une progression de 230 %. Les produits dérivés ont enregistré une croissance nettement plus rapide que celle de l'ensemble de l'activité bancaire et leur encours notionnel représente désormais plus de deux fois le total du bilan, contre environ 70 % à la fin de 1990.

¹ En termes opérationnels, cela signifie qu'à tout moment le gestionnaire procède à des couvertures sur le marché du sous-jacent de telle sorte qu'il immunise son portefeuille global de faibles variations du prix de l'actif sous-jacent.

La contribution des marchés dérivés aux produits et charges d'exploitation bancaire est également en forte progression puisqu'elle représentait environ le tiers de ceux-ci au 30 juin 1993.

Outre cet effet direct sur l'activité bancaire, on doit considérer que l'existence de marchés organisés de première importance, tels que le Matif ou le Monep en France, est un atout pour une place financière internationale : c'est en effet à la fois une preuve de la technicité des intermédiaires financiers et la possibilité offerte à des investisseurs étrangers de mieux se prémunir contre la volatilité des taux. Cet aspect sera d'autant plus important à l'avenir que les principaux marchés à terme seront reliés entre eux par le biais de systèmes internationaux et automatisés et qu'ils bénéficieront, dès lors, des avantages de liquidité résultant d'une telle connexion.

2.3. Les produits dérivés peuvent améliorer l'efficience générale des marchés

2.3.1. En réduisant les coûts : l'utilisation de produits dérivés permet de modifier le profil de rentabilité et de risque d'un actif ou d'un portefeuille à meilleur compte qu'en recourant au marché au comptant.

Le développement des contrats d'échange de taux d'intérêt, par exemple, repose sur cet avantage : celui-ci trouve son origine dans la segmentation des marchés de capitaux sur lesquels la différenciation des conditions d'accès à l'emprunt n'est pas homogène selon le compartiment considéré. Ces produits, en permettant aux co-contractants d'échanger les avantages comparatifs dont ils disposent sur les différents marchés, pallient ainsi directement les limites des marchés au comptant et ont, à ce titre, un impact positif sur l'efficacité globale du système d'allocation des ressources.

De même, les contrats sur indices boursiers permettent à un gestionnaire de portefeuille de procéder à une modification des caractéristiques de ses actifs en termes de risque et de rentabilité beaucoup plus rapidement et à un moindre coût qu'en intervenant directement sur les marchés au comptant. Par ces effets, les produits dérivés assurent aussi une interconnexion entre les marchés sous-jacents.

Un autre apport des marchés dérivés, qui a été mis en évidence par des travaux universitaires, réside dans la réduction des coûts dits « d'agence » liés notamment à l'existence d'asymétries d'information entre des parties contractantes. Ces asymétries se traduisent par des écarts sur les marchés au comptant entre prix acheteurs et vendeurs, qui reflètent la crainte des premiers de ne pas disposer du même niveau d'information que les seconds. La possibilité offerte au gestionnaire d'un portefeuille d'actions de modifier la répartition de ses actifs, sans réaliser de transaction sur les titres individuels mais en achetant des contrats sur indices, permet d'échapper à cette asymétrie.

2.3.2. Et en stimulant l'activité sur les marchés d'actifs sous-jacents. En effet, dans la mesure où les marchés dérivés facilitent les opérations de couverture, les investisseurs sont plus enclins à acquérir les titres sous-jacents, ce qui permet le développement des marchés physiques. De ce point de vue, en France, la possibilité de se couvrir à long terme sur le Matif a certainement facilité le placement des emprunts d'État et amélioré la liquidité du marché des titres d'État.

3. Les produits dérivés influencent les canaux de transmission et l'environnement de la politique monétaire

On considère généralement que les effets de la politique monétaire s'exercent en deux temps, d'abord sur la sphère financière, ensuite sur la demande finale ; le développement des marchés de produits dérivés affecte chacune de ces voies d'action.

3.1. Un impact sur la sphère financière par le biais de modifications des comportements des agents économiques

3.1.1. En premier lieu, sont affectées les pratiques des établissements de crédit en matière de gestion des taux car, grâce aux instruments dérivés, ceux-ci peuvent couvrir plus facilement qu'auparavant leurs engagements vis-à-vis de leurs clients ou les risques engendrés par leur activité propre. En particulier, les établissements qui gèrent des produits non rémunérés ou à taux réglementé disposent désormais des possibilités de se prémunir contre des variations de taux d'intérêt.

Une telle évolution dans le sens d'une plus grande couverture des risques de taux par les établissements de crédit devrait, en théorie, renforcer l'impact de la politique monétaire en faisant porter sur le seul secteur non financier l'intégralité d'une variation des taux directeurs. Toutefois, cet effet pourrait être limité par l'existence de positions propres chez les établissements de crédit, si les résultats dégagés sur ces positions sont de nature, par leur ampleur, à influencer leurs conditions générales de distribution de crédits.

3.1.2. En outre, l'essor des marchés dérivés est susceptible d'entraîner deux effets sur le comportement financier des agents non financiers :

– dans la gestion des actifs financiers, une modification de la demande de monnaie pouvant apparaître dans la mesure où se diffuserait la détention d'actifs financiers présentant des caractéristiques de plus en plus proches des avoirs monétaires. On peut ainsi s'interroger sur la nature de placements tels que les plans d'épargne en actions ou les parts d'OPCVM obligataires assortis de garanties de capital et/ou de performance ; d'une manière générale, la frontière entre les agrégats de monnaie et ceux de placement deviendrait plus floue. On doit toutefois remarquer que le rapprochement avec les avoirs monétaires porte le plus souvent sur la caractéristique de rémunération de ces produits et non sur celle de liquidité qui est la plus consubstantielle à la notion de monnaie. En outre, même si devaient être développés, grâce au recours aux marchés dérivés, des actifs financiers aux caractéristiques d'ensemble très proches de celle de la monnaie, la fixation d'objectifs monétaires resterait fondée, à la condition que leur développement soit correctement pris en compte dans la tendance de la vitesse de circulation de la monnaie, voire en intégrant ces actifs dans les agrégats monétaires ;

– dans la gestion des passifs financiers, une diversification entraînant in fine un relâchement de la contrainte de liquidité pesant sur le niveau de la dépense. D'une part, l'existence de marchés dérivés favorise la liquidité des titres sous-jacents et facilite ainsi leur émission ; l'État a clairement bénéficié en France de cet effet dans la gestion de la dette publique depuis le milieu des années quatre-vingt. D'autre part, les agents non financiers bénéficient indirectement de ces marchés car ils permettent aux établissements de crédit de leur proposer des formules d'endettement mieux en rapport avec leur revenu de moyenne période (« FOM » — ou facilité à options multiples —, crédits « pay as you earn », par exemple).

3.2. Un effet sur la vitesse de transmission de la politique monétaire

Deux facteurs, l'un de nature conjoncturelle, l'autre plus structurel, portent à penser que le développement des marchés dérivés tend plutôt à « retarder » l'impact de la politique monétaire sur la demande interne.

On a pu observer, sur un plan conjoncturel, que l'utilisation des swaps de taux d'intérêt avait pour effet, soit de différer, soit d'accélérer l'impact sur les débiteurs finals (entreprises) des modifications de taux directeurs par les banques centrales.

En effet, sur ce marché, les entreprises qui anticipent un changement durable d'orientation de la politique monétaire dans le sens d'un durcissement ont la possibilité de limiter l'impact de cette

modification sur leur plan de financement : si elles sont endettées à taux variable, elles peuvent changer les caractéristiques de leurs emprunts en les transformant en engagements à taux fixe ; le marché des swaps leur permet alors de retarder les effets d'un durcissement de la politique monétaire. Inversement, les entreprises qui anticipent un assouplissement de la politique monétaire peuvent accélérer les effets de ce changement d'orientation sur leur plan de financement en transformant leur stock de dettes à taux fixe en engagements à taux variable.

Un deuxième facteur, de nature plus structurelle celui-là, devrait normalement être le plus important ; il peut conduire à différer l'impact des modifications de taux et résulte de la meilleure répartition des risques autorisée par les marchés dérivés. En effet, comme les agents qui y assument le risque ont normalement une aversion pour ce dernier plus faible que la moyenne, leurs plans de dépense devraient ne dépendre que dans une faible mesure de la réalisation du risque ; il devrait en aller à l'inverse pour les agents qui couvrent des risques (en cas d'évolution défavorable du risque et donc de baisse même transitoire de leur revenu, ils auraient, en l'absence de marchés dérivés, révisé à la baisse leurs plans de dépense).

Ces deux facteurs ont en commun de ne pouvoir jouer qu'à court terme, soit que les produits dérivés soient négociés pour des échéances proches, soit que les prix des instruments sous-jacents intègrent progressivement la modification des taux directeurs, soit encore, pour le premier facteur, que les anticipations qui se développent sur les marchés dérivés se révèlent infondées.

3.3. Une prise en compte possible par les autorités monétaires de l'information donnée par les marchés dérivés

Les marchés de produits dérivés renforcent la nécessité pour les banques centrales de mener des politiques monétaires efficaces : à cet égard, les marchés dérivés fournissent eux-mêmes des informations utiles et non disponibles ailleurs sur les anticipations des marchés : ces informations peuvent constituer des indicateurs intéressants pour les autorités monétaires. Ainsi, les marchés des accords de taux futur ou FRA permettent une lecture instantanée des taux à terme anticipés tandis que les marchés d'options fournissent des indications sur les anticipations par le marché de l'évolution de l'actif sous-jacent.

3.4. L'effet des options de change sur la volatilité des cours de change

3.4.1. L'effet de levier : comme on l'a déjà souligné dans la deuxième partie (cf. 2.1.2.), l'activité de spéculation est facilitée sur les marchés d'options par l'effet de levier qui les caractérise. L'opérateur peut déterminer l'effet de levier souhaité en choisissant auprès de la contrepartie bancaire la durée de vie de l'option et l'éloignement plus ou moins grand du prix d'exercice par rapport au prix du sous-jacent. Lorsque le prix d'exercice de l'option est éloigné du cours actuel, option dite « en-dehors de la monnaie », la prime payée par l'acheteur d'option est très modique au regard de ses espoirs de gains ; un rapport de 1 à 100 peut ainsi être envisagé entre la prime payée initialement et le gain espéré. Cette possibilité de gains, obtenus avec une mise initiale limitée, fonde les stratégies spéculatives d'intervenants importants, tels que notamment les fonds à effet de levier.

3.4.2. La volatilité : lorsqu'une monnaie se trouve sous la pression d'une spéculation qui emprunte le canal des options de change, on peut observer une hausse de la volatilité anticipée de cette devise à travers les cotations d'options (volatilité implicite) alors même que les fluctuations des cours de change (volatilité historique) resteraient conformes aux évolutions antérieures. Ce décalage entre la volatilité implicite et la volatilité historique peut fournir un signal pertinent sur le développement d'anticipations défavorables et déclencher deux types de phénomènes :

– sur le marché des options lui-même, un renchérissement des prix qui, dans certaines circonstances, peut être source de dysfonctionnement (élargissement des spreads ; arrêt des cotations) ;

– sur le marché au comptant, une accélération des opérations de couverture consécutive à la gestion des positions en delta neutre par les intermédiaires bancaires.

On ne peut exclure l'hypothèse selon laquelle les marchés dérivés tendraient à augmenter de manière tendancielle le degré de volatilité des taux de change, comme d'ailleurs des taux d'intérêt à court terme, du fait de changements dans le temps des comportements de couverture. Mais l'on doit aussi observer que les perturbations importantes sont peu fréquentes et généralement limitées dans le temps à cause de la nécessité de renouveler les positions ouvertes.

4. Les produits dérivés modifient les caractéristiques des risques supportés par le Système bancaire et conduisent à une adaptation du contrôle prudentiel

La vive progression au cours des dernières années des opérations sur produits dérivés conduit à s'interroger sur les risques encourus par les établissements de crédit dans ce type d'activités. On distinguera, à cet effet, les risques individuels, qui affectent la situation financière d'un établissement, et le risque systémique qui a, par définition, une portée plus large. La question des non-banques sera ensuite évoquée.

4.1. Les risques individuels

Les instruments dérivés ne sont pas à l'origine de risques individuels radicalement nouveaux mais modifient les caractéristiques, voire l'intensité, de certains d'entre eux. On se limitera ici aux deux risques principaux, de contrepartie et de marché.

4.1.1. Des risques de contrepartie qui dépendent de la nature des marchés utilisés

On considère généralement que, sur les marchés organisés, le risque de contrepartie sur les produits dérivés est presque nul grâce à l'interposition d'une chambre de compensation qui se protège elle-même contre le risque de défaillance d'un intervenant en exigeant un dépôt préalable de garantie et en procédant à un appel de marge quotidien. En revanche, sur les marchés de gré à gré où de tels mécanismes n'existent pratiquement pas, le risque de contrepartie est bien réel : l'Accord de Bâle de juillet 1988 et la Directive européenne de décembre 1989 ont d'ailleurs prévu que les instruments négociés sur ces marchés devaient être intégrés, sur la base de leur coût de remplacement, dans le calcul des risques de contrepartie du ratio de solvabilité.

Selon ce mode de calcul, les risques de contrepartie réellement encourus sur les nouveaux instruments ne représentent en moyenne, pour les principaux établissements de crédit intervenant sur ces marchés, pas plus de 3 % du total des risques pondérés. Il apparaît donc que le risque de crédit encouru est sans commune mesure avec l'encours comptable des produits dérivés. Cet écart résulte principalement du fait que la comptabilisation est réalisée à partir des encours notionnels de ces instruments ; or ceux-ci servent au calcul de l'assiette des contrats mais ne font pas, la plupart du temps, l'objet d'un décaissement effectif et n'entraînent donc pas de risque de contrepartie.

Au surplus, les données comptables sont majorées par un phénomène d'« empilement » qui tient au fait que de nombreux contrats ne sont conclus que pour annuler les effets de contrats antérieurs. Cet inconvénient pourrait désormais disparaître grâce à l'adoption en France, au mois de décembre dernier, d'un dispositif législatif reconnaissant et clarifiant le régime juridique de la *compensation* (« *netting* ») *bilatérale sur instruments dérivés*.

Ces aménagements juridiques, qui seront bientôt intégrés dans le système prudentiel, pourraient aussi ouvrir la voie à la création de systèmes de *compensation multilatérale* (« *clearing* ») : de tels projets existent d'ores et déjà dans certains pays visant à explorer la possibilité d'une compensation multilatérale des opérations de swaps réalisées sur les marchés de gré à gré, ce qui permettrait de

réduire l'exposition des intervenants de ce marché au risque de contrepartie ainsi que leurs besoins en fonds propres liés à ces opérations.

4.1.2. Des risques de marché accrus dans le cas des opérations sur produits non bancaires et sur options

De manière générale, *les instruments « ferme »*, tels que les contrats à terme ou les contrats d'échange de taux, font courir à leurs utilisateurs des risques de marché proches de ceux encourus sur les éléments d'actif et de passif (taux d'intérêt, taux de change et position actions) et nécessitent des modes de gestion assez similaires. Une exception importante concerne cependant les opérations effectuées sur des marchés non bancaires (métaux précieux, matières premières par exemple), parfois très volatiles ou peu liquides, qui nécessitent une expertise particulière.

Les opérations sur options présentent pour leur part deux caractéristiques spécifiques qui sont à l'origine de risques supplémentaires :

- elles créent, tout d'abord, un risque asymétrique selon que l'établissement est acheteur ou vendeur de l'option puisque, dans le premier cas, la perte potentielle est plafonnée au montant de la prime payée alors que dans le second elle peut être sans limite, s'il s'agit de vente à découvert ;

- elles exposent leurs utilisateurs à des risques spécifiques car la valeur des options dépend non seulement du prix du sous-jacent, mais aussi d'autres facteurs tels que le niveau anticipé de volatilité dudit sous-jacent et la valeur-temps. Cette particularité oblige les établissements à gérer les risques induits par des positions en options par d'autres options. De façon plus générale, les options doivent faire l'objet d'une gestion dynamique, c'est-à-dire permanente, ce qui rend les établissements très dépendants de la liquidité de ces marchés.

Compte tenu des développements précités, *il importe que les établissements de crédit disposent de systèmes d'enregistrement, de valorisation et de contrôle interne adaptés*. En France, de telles dispositions ont été édictées en 1988 et 1990 par le Comité de la réglementation bancaire : elles comprennent notamment un système de surveillance et de gestion des risques faisant appel à des limites arrêtées par les organes dirigeants de l'établissement ; il est également prévu que les procédures de contrôle interne mises en place par l'établissement soient communiquées à la Commission bancaire qui vérifie, en particulier lors des contrôles sur place, leur adéquation aux risques encourus. Des poursuites disciplinaires peuvent être engagées par la Commission bancaire pour défaillance du contrôle interne.

L'intégration des risques de marché dans un ratio de capital est une autre exigence essentielle, qui devrait pouvoir être prochainement satisfaite grâce aux dispositions contenues dans la Directive européenne sur l'adéquation des fonds propres adoptée en mars 1993 et dans le document de Bâle sur la couverture des risques de marché, actuellement en cours d'achèvement. Cette évolution devrait permettre de pallier, au moins en partie, l'avantage réglementaire relatif dont bénéficient actuellement ces instruments.

4.2. La question du risque systémique

Le risque systémique peut être défini comme le risque d'aboutir à une crise résultant de l'apparition de dysfonctionnements dans les systèmes financiers quand l'interaction des comportements individuels porte atteinte aux équilibres économiques généraux, au lieu de favoriser des ajustements correcteurs. À cet égard, les marchés dérivés, et en particulier ceux de gré à gré, sont aujourd'hui un sujet de réflexion pour les Autorités régulatrices des grands pays industrialisés.

4.2.1. L'absence de mécanismes de protection et d'information institutionnels sur les marchés de gré à gré

Les marchés de gré à gré, qui figurent parmi les plus importants du monde (en particulier les marchés de contrats d'échange de taux et d'options de change) sont dépourvus par nature des *mécanismes institutionnels de protection* qui existent sur les marchés organisés, qu'il s'agisse des appels de marge et des règles limitant la concentration des intervenants ou des systèmes d'interruption de négociation et de « coupe-circuit » qui visent à bloquer le développement de la crise sur un marché concerné et sa propagation à d'autres marchés auxquels il est relié. Toutefois, des dispositions protectrices (exigence de dépôts) existent aussi sur certains marchés de gré à gré qui ont été créées à l'initiative des établissements eux-mêmes.

De la sorte, le bon fonctionnement des marchés de gré à gré repose en définitive très largement sur les teneurs de marché qui assurent la liquidité en se portant contrepartie des intervenants. Or, si cette activité peut être assurée sans difficulté en période normale du fait de la diversité des motivations des intervenants, elle devient plus difficile à exercer quand il faut assurer la contrepartie d'opérations nombreuses et toutes orientées dans le même sens.

De même, les marchés dérivés de gré à gré souffrent d'une *opacité* qui résulte au premier chef de l'insuffisance et de l'inadéquation des informations mises en général à la disposition des tiers par les établissements concernés : aussi, les intervenants et les autorités de tutelle peuvent-ils éprouver des difficultés à apprécier la taille, les risques ou la profondeur et la liquidité réelle de ces marchés.

4.2.2. *Le degré élevé de concentration des participants*

Bien qu'elle puisse s'expliquer par l'importance de la surface financière et le degré élevé de technicité requis, la forte concentration des participants qui existe sur les marchés dérivés de gré à gré au niveau international n'en est pas moins un facteur supplémentaire de risque systémique, car la défaillance d'un intervenant prendrait alors un relief particulier pour le marché.

La France n'échappe pas à cette situation : les vingt premiers établissements de crédit intervenant sur les marchés de produits dérivés y représentaient, au 30 juin 1993, plus des trois quarts de l'encours notionnel et les huit premiers plus des deux tiers.

4.3. *La question des non-banques*

Les entités non bancaires soulèvent des difficultés plus importantes que les banques car les dispositions comptables et prudentielles qui leur sont applicables en matière de produits dérivés sont assez souvent sommaires, voire inexistantes. Elles sont en outre hétérogènes : on peut ainsi observer au niveau international que, si les maisons de titres, les OPCVM et leurs équivalents étrangers, les compagnies d'assurances et les sociétés cotées font d'ores et déjà l'objet d'une réglementation, ce n'est pas le cas pour les « hedge funds » et les entreprises industrielles et commerciales non cotées. À cet égard, l'extension des obligations de déclarations et un meilleur suivi statistique des activités de ces entités seraient un acquis appréciable.

En définitive, les produits dérivés présentent des avantages certains pour les agents économiques. Leur nature particulière aussi bien que leur forte croissance actuelle impliquent qu'une grande attention leur soit portée par les banques centrales : leurs effets sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire doivent ainsi être clairement identifiés. Sur le plan prudentiel, une surveillance appropriée de ces marchés s'impose, même s'il est vrai que, jusqu'ici, ils n'ont pas constitué un risque aussi important que des opérations de crédit plus classiques dans certains secteurs en crise. Afin de renforcer son expertise, la Banque de France a d'ailleurs engagé une réflexion interne approfondie et participe activement aux travaux européens et à ceux conduits sous l'égide de la BRI.

Ces initiatives doivent être complétées par des progrès en matière de coopération internationale qui pourraient notamment concerner les domaines suivants : l'amélioration de la connaissance et du traitement comptable et prudentiel des risques liés aux marchés de dérivés, le renforcement de leur surveillance, la promotion des techniques de multilatéralisation des risques, et le développement de l'information sur l'activité des agents non bancaires qui sont de plus en plus nombreux à intervenir sur ces marchés.

ANNEXE 1

Tableau et graphique non disponible

ANNEXE 2

Tableau non disponible

ANNEXE 3

Graphiques non disponibles

L'ACTIVITÉ DES COMMISSIONS DE SURENDETTEMENT EN 1993

CHRISTIANE ARTAUD
*Secrétariat général – Direction du Réseau
Service Consumérisme bancaire et Surendettement*

Depuis le 1^{er} mars 1990, la Banque de France assure le secrétariat des commissions de surendettement instituées par la loi du 31 décembre 1989¹ relative à la prévention et au règlement des difficultés liées au surendettement des particuliers et des familles.

Ces commissions ont reçu des pouvoirs publics la mission de tenter de rechercher des solutions amiables aux problèmes rencontrés par les particuliers ayant contracté un endettement excessif et elles doivent s'efforcer de négocier un plan conventionnel d'apurement du passif susceptible d'être accepté par le débiteur et ses principaux créanciers. À défaut d'accord devant la commission, le surendetté peut demander au juge l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire civil.

L'année 1993 a été caractérisée par le maintien d'un rythme très soutenu de dépôts de dossiers : 68 863 au total, contre 63 830 en 1992, soit en augmentation de 8 %. Cela représente un dépôt mensuel moyen d'environ 5 740, supérieur à celui de l'année précédente : 5 300.

Ces chiffres sont très sensiblement voisins de ceux constatés pour l'année 1991 (68 075 dossiers avec un rythme mensuel moyen de dépôts de 5 680) et traduisent un phénomène plus durable que le législateur ne l'avait estimé à l'origine.

En données cumulées, au 31 décembre 1993, 274 196 dossiers ont été entièrement traités pour un total de 290 942 dossiers déposés par les débiteurs et 4 822 demandes d'ouverture de procédure de conciliation par les juges soit un taux de traitement de 93 %.

Ces résultats sont très satisfaisants, dans la mesure où la nature du surendettement a changé depuis la mise en place de la loi. Le nombre de dossiers où le surendettement est lié à la perte de l'emploi est croissant (environ 40 % selon une enquête réalisée en juin 1993 par la Banque de France, contre 27 % selon une précédente enquête effectuée en 1991). De plus, les commissions ont à traiter également de cas où l'endettement résulte davantage d'une insuffisance de ressources pour faire face aux dettes de la vie courante qu'à un excès d'endettement bancaire (6 % des dossiers ont un endettement bancaire limité ou négligeable selon l'enquête réalisée en juin 1993).

Cela étant, 58 % des projets de plans élaborés aboutissent à un accord de toutes les parties (contre 57 % au 31 décembre 1992), soit un total de 119 217 plans signés pour 85 050 constats de non-accord.

¹ Reprise dans la loi n°93-949 du 26 juillet 1993 relative au code de la consommation, pour sa partie législative.

COMMISSIONS DE SURENDETTEMENT

STATISTIQUES AU 31 DÉCEMBRE 1993
(données cumulées)

(en unités)

Nombre total de dossiers déposés.....	290 942
Nombre total de réunions des commissions.....	11 720
Dossiers soumis aux commissions pour examen de la recevabilité.....	266 409
Dossiers déclarés irrecevables.....	29 779
- pour absence de surendettement.....	15 793
- pour dettes professionnelles.....	5 672
- pour autres motifs.....	8 314
Ouvertures de procédures de conciliation à la demande des juges.....	4 822
Recours émanant	
- du débiteur.....	9 972
- des créanciers.....	5 410
Demandes officielles de suspension des voies d'exécution auprès des juges.....	10 757
Plans conventionnels conclus.....	119 217
- dans le délai de deux mois.....	15 352
- après le délai de deux mois.....	103 865
Constats de non accord entérinés par les commissions.....	85 050
Clôtures de dossiers pour causes diverses.....	40 150
Nombre de dossiers transmis aux autorités judiciaires à leur demande.....	60 652
Nombre de lettres recommandées envoyées.....	1 735 450
Demandes de révision de plans présentées par les débiteurs acceptées	
- ayant abouti à un nouveau plan.....	1 239 (a)
- n'ayant pas abouti à un nouveau plan.....	1 011 (a)
Demandes de révision refusées par les commissions.....	1 024 (a)
Dossiers entièrement traités.....	274 196

(a) Rubriques servies pour les dossiers déposés depuis le 1er avril 1992.

Source et réalisation : Banque de France
Direction du Réseau

Mise à jour le 14 janvier 1994

E N Q U Ê T E S

SITUATION FINANCIÈRE DES AGENTS ÉCONOMIQUES

(Synthèse nationale de l'enquête financière au quatrième trimestre 1993)

Alors que s'est poursuivie, de manière sensible, la baisse des taux d'intérêt, la situation financière des entreprises et des particuliers s'est consolidée. Les établissements de crédit, pour leur part, s'efforcent de développer leurs emplois, notamment sur le marché des particuliers, tout en restant actifs dans la collecte des ressources et attentifs à l'égard des risques encourus.

CORINNE GODIN

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

1. Les agents non financiers ont renforcé leur position patrimoniale

– *La situation financière des entreprises s'est améliorée.* Les trésoreries, positives dans les grandes entreprises et moins étroites dans les petites, sont dans l'ensemble devenues plus aisées ; ce mouvement devrait se poursuivre au cours des prochains mois, y compris dans les PME. Cependant, un certain nombre d'entreprises de petite taille, notamment dans le commerce de détail ou le bâtiment, souffre d'un resserrement sensible de liquidité. L'endettement a continué de s'alléger et atteint un bas niveau. Les difficultés de paiement ont été moins nombreuses. Par suite de la compression des stocks, les besoins de fonds de roulement se sont réduits. La baisse des investissements s'est poursuivie mais à un rythme moins marqué que précédemment. La dégradation des résultats d'exploitation, si elle n'a pas cessé, tend à s'atténuer.

– Dans un climat d'incertitude quant à l'évolution de l'emploi et des retraites, *les particuliers maintiennent toujours leur épargne*, leur endettement global demeurant inférieur au niveau habituel. Leurs difficultés de paiement ne s'aggravent plus. Leur patrimoine financier s'est encore accru. Délaissant les OPCVM court terme, en raison de la baisse des taux et des modifications de la fiscalité, ils orientent leurs arbitrages de portefeuille en faveur des produits à taux réglementé (notamment les plans d'épargne-logement), des actions et de l'assurance-vie.

2. Les établissements de crédit cherchent à élargir la part de leurs emplois

Cet effort concerne surtout le marché des particuliers, qu'il s'agisse de crédits à la consommation ou à l'habitat, dont les utilisations ont augmenté. En faveur des entreprises, leur politique de prêts s'est faite également plus active, du moins pour les meilleures signatures. Les établissements restent cependant attentifs aux risques encourus, exigeant le plus souvent que les crédits soient causés ou assortis de sûretés réelles, et se montrent très réticents à l'égard des demandes de crédit de trésorerie, notamment de la part des entreprises.

Par ailleurs, ils ont maintenu leur effort de collecte de ressources stables auprès des particuliers, qu'il s'agisse de produits inscrits aux bilans (plan d'épargne populaire, plan d'épargne-logement) ou du marché de l'assurance.

3. La baisse des taux d'intérêt s'est confirmée

L'évolution, sensible, a été générale : sur les placements comme sur les crédits, pour les particuliers comme pour les entreprises.

LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES

Résultats trimestriels à fin juin 1993

Le marché des actions a été médiocrement orienté au deuxième trimestre 1993 en raison notamment des mauvais résultats publiés par les sociétés, qui ont avivé chez les investisseurs la perception du ralentissement économique. En fin de période, cependant, la baisse des taux courts a favorisé un mouvement de reprise qui s'est poursuivi au trimestre suivant.

La baisse répétée des taux a eu un effet favorable sur le marché obligataire tout au long du trimestre et principalement au mois de juin.

De même, la collecte sur les SICAV monétaires a été largement positive, même si l'encours a subi un certain repli en fin de période. Les SICAV obligataires, quant à elles, ont recueilli plus de 40 milliards de souscriptions nettes.

L'enquête-titres à fin juin 1993, traduit relativement bien les évolutions du marché boursier, comme le montrent les résultats globaux de l'étude.

À la fin du deuxième trimestre, selon l'enquête, les titres d'OPCVM devançaient légèrement les obligations françaises au sein des portefeuilles (37,1 %, contre 35,5 %), les actions cotées occupant la troisième place (18,4 %).

Les ménages restaient les premiers détenteurs de valeurs mobilières (toutes catégories confondues) avec 45 % des portefeuilles analysés.

Ils détenaient 70 % des titres d'OPCVM, plus de 30 % des actions françaises cotées et près de 28 % des obligations françaises.

Le PEA bancaire représentait 75,8 milliards de francs, soit 3,8 % du portefeuille global des ménages.

À fin juin 1993, on dénombrait dans l'enquête 14,5 millions de comptes-titres, dont 2,3 millions de PEA. Le portefeuille-titres moyen des ménages était d'environ 137 000 francs, alors que le PEA moyen atteignait 32 000 francs.

L'enquête du deuxième trimestre 1993 a été réalisée à partir d'un échantillon comprenant une vingtaine de banques parmi les plus grandes, cinq sociétés de bourse, La Poste et le Centre national des caisses d'épargne. Elle couvrait 40 % des actions françaises cotées, 48 % des obligations françaises et 63 % des titres d'OPCVM.

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

Direction des Études et Statistiques monétaires

Pôle d'enquêtes et d'études sur les placements en valeurs mobilières

1. Résultats globaux

1.1. Représentativité de l'enquête par rapport à la capitalisation boursière globale

COUVERTURE DE L'ENQUÊTE-TITRES		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Mars 1993	Juin 1993
PAR RAPPORT A LA CAPITALISATION BOURSIERE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	40,1	40,1
Obligations françaises.....	47,5	47,8
PAR RAPPORT A L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	64,0	63,1
OPCVM court terme.....	61,3	60,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82		
Mise à jour le 4 janvier 1994		

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin juin 1993 s'est légèrement réduite par rapport à mars 1993 pour les obligations et les titres d'OPCVM français.

1.2. Importance relative des actions françaises cotées et des obligations françaises dans l'enquête d'une part et dans la capitalisation boursière d'autre part

STRUCTURE PAR VALEURS DE L'ENQUÊTE-TITRES ET DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
Actions françaises cotées	35,7	34,2	39,7	38,2
Obligations françaises	64,3	65,8	60,3	61,8
	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82				
Mise à jour le 4 janvier 1994				

Comme au cours des trimestres précédents, les obligations sont davantage représentées dans l'enquête que dans la capitalisation boursière, l'inverse étant observé pour les actions. L'écart entre les deux mesures est resté de l'ordre de quatre points d'une enquête à l'autre.

1.3. Évolution des portefeuilles selon les catégories de titres

ÉVOLUTION DES ENCOURS ET DE LA STRUCTURE DE L'ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES					
<i>(encours en millions de francs)</i>					
	Mars 1993	Juin 1993	Variations en % Juin 1993/ Mars 1993	Structures en %	
				Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS					
Françaises cotées.....	899 455	888 043	- 1,3	19,4	18,4
Françaises non cotées.....	50 978	57 905	13,6	1,1	1,2
Étrangères.....	207 089	210 921	1,9	4,5	4,4
OBLIGATIONS					
Françaises.....	1 620 394	1 712 200	5,7	35,0	35,5
Étrangères.....	128 642	129 322	0,5	2,8	2,7
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS					
OPCVM court terme.....	1 025 109	1 054 723	2,9	22,1	21,9
Autres titres d'OPCVM.....	666 304	731 897	9,8	14,4	15,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS....	33 493	33 939	1,3	0,7	0,7
TOTAL.....	4 631 464	4 818 950	4,0	100,0	100,0

Les titres sont évalués sur la base des cotations de la dernière séance de bourse de l'année (évaluation fraction courue du coupon comprise, en ce qui concerne les obligations françaises). Les actions non cotées recensées dans l'enquête ne représentent qu'un faible montant du capital des affaires françaises non cotées. Ces valeurs restent le plus souvent en dépôt au siège des sociétés.

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

Mise à jour le 4 janvier 1994

Au cours du deuxième trimestre 1993, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a progressé de 4,0 %, contre 5,7 % au premier trimestre.

Les évolutions ont relativement peu modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était en mars 1993. Les titres d'OPCVM, dont la part relative a légèrement progressé (+ 0,6 point), sont majoritaires dans les portefeuilles recensés par l'enquête, devançant de 1,6 point les obligations françaises (37,1 %, contre 35,5 %).

1.4. Évolution des marchés selon les catégories de titres

ÉVOLUTION COMPARÉE DE LA CAPITALISATION BOURSIÈRE, DES INDICES BOURSIERS ET DES PORTEFEUILLES DE L'ENQUÊTE-TITRES					
	Capitalisation boursière en milliards de francs		Variation en pourcentage Juin 1993/ Mars 1993	Indices (a) boursiers en % Juin 1993/ Mars 1993	Enquête-titres en % Déc. 1993/ Mars 1993
	Mars 1993	Juin 1993			
Actions françaises cotées.....	2 244,9	2 214,8	- 1,3	- 3,4	-1,3
Obligations françaises.....	3 409,5	3 583,5	+ 5,1	+ 4,4	+ 5,7
Titres d'OPCVM français (b).....	2 644,8	2 829,8	+ 7,0		+ 5,6
dont OPCVM court terme.....	1 671,6	1 759,0	+ 5,2		+ 2,9
Valeurs étrangères.....				+ 13,0	+ 1,3

(a) Indices INSEE pour les actions françaises cotées et les valeurs étrangères. Indice Crédit Lyonnais pour les obligations françaises
(b) Actif net des OPCVM

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

Mise à jour le 4 janvier 1994

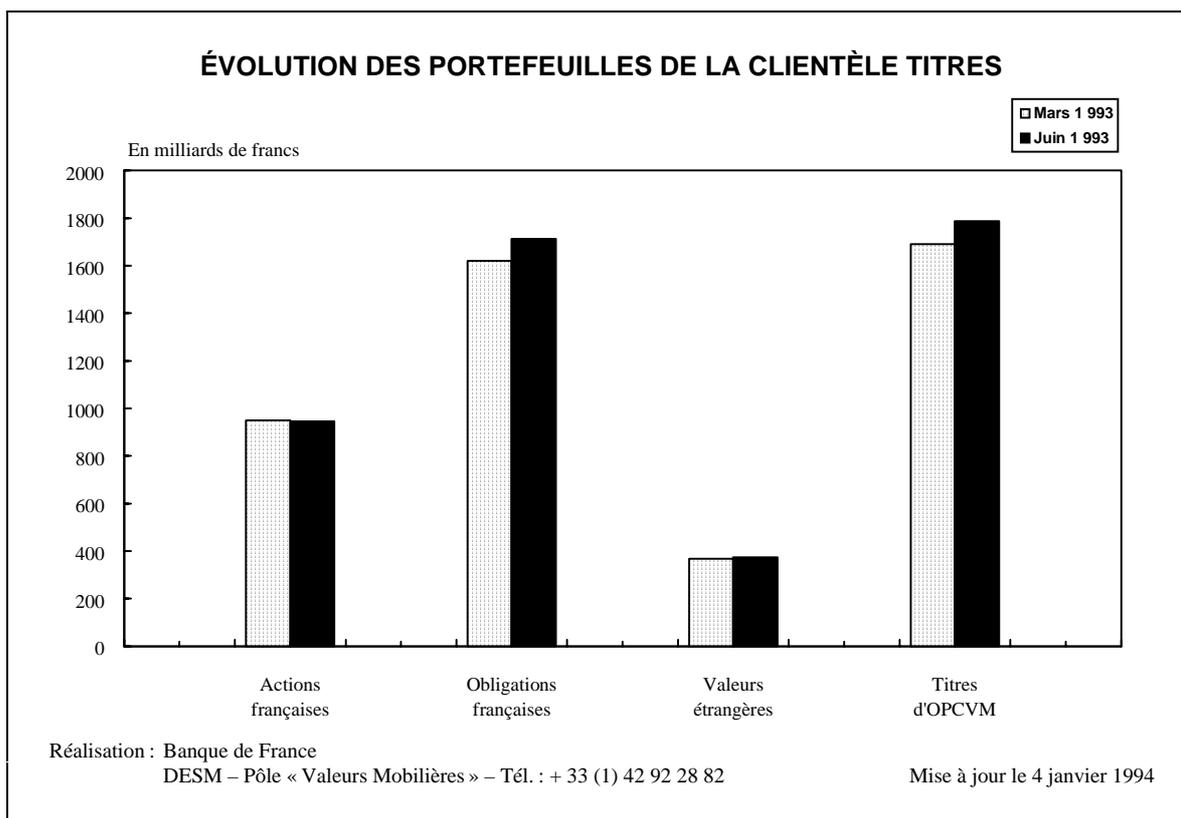
L'évolution de la valeur des portefeuilles pendant la période considérée résulte à la fois de la variation des cours et du volume des acquisitions nettes ¹.

Au deuxième trimestre 1993, la diminution des portefeuilles d'actions cotées dans l'enquête est moins importante que celle de l'indice INSEE (respectivement - 1,3 % et - 3,4 %). Le volume des acquisitions nettes de ces valeurs semble donc avoir été significatif. On observe, par ailleurs, que l'évolution de l'enquête-titres est égale à celle de la capitalisation boursière (- 1,3 %).

La progression de l'encours des obligations françaises n'a été que légèrement supérieure à celle de l'indice de cours du Crédit Lyonnais (5,7 %, contre 5,1 %). Le volume des acquisitions nettes semble donc avoir été faible. L'évolution de l'enquête-titres et celle de la capitalisation boursière sont sensiblement du même ordre (5,7 %, contre 5,1 %).

La progression de l'encours des portefeuilles en titres d'OPCVM recensés par l'enquête a été nettement moins rapide que celle de l'actif net de ces organismes ² (5,6 %, contre 7,0 % pour l'ensemble des titres d'OPCVM français et 2,9 %, contre 5,2 % pour les titres d'OPCVM court terme).

Enfin, les portefeuilles de valeurs étrangères n'ont augmenté que de 1,3 % dans l'enquête, soit une évolution inférieure de près de 12 points à celle de l'indice INSEE (+ 13,0 %).



¹ Souscriptions + achats - ventes, pour les actions
Souscriptions + achats - ventes - remboursements, pour les obligations

² Souscriptions - demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

² Il n'existe pas d'indice de cours pour les titres d'OPCVM.

2. Répartition des valeurs selon les groupes de porteurs

2.1. Évolution des portefeuilles selon les groupes de porteurs

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS								
<i>(en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>								
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers (*)	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS								
Françaises cotées	247 838	241 348	153 259	161 995	26 589	28 963	6 794	6 999
Françaises non cotées	7 845	8 024	31 119	35 379	1 225	1 306	370	460
Étrangères	44 840	47 147	39 448	40 536	12 468	8 936	1 091	1 144
OBLIGATIONS								
Françaises	430 638	440 120	76 763	80 111	276 237	300 414	18 396	20 430
Étrangères	9 154	9 643	6 088	8 954	20 146	19 864	445	480
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM court terme	697 168	693 702	181 681	201 886	44 789	47 369	47 277	51 208
Autres titres d'OPCVM	480 004	522 655	63 307	70 651	52 327	59 028	21 397	25 695
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...	25 831	25 778	3 476	3 478	921	1 030	108	120
TOTAL	1 943 318	1 988 417	555 141	602 990	434 702	466 910	95 878	106 536

(*) Administrations privées dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la Comptabilité nationale
Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 4 janvier 1994

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS								
<i>(en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)</i>								
	Non-résidents		Établissements de crédit et assimilés (*)		OPCVM		TOTAL	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS								
Françaises cotées	249 441	238 863	108 091	98 953	107 443	110 922	899 455	888 043
Françaises non cotées	1 311	1 194	7 917	10 400	1 191	1 142	50 978	57 905
Étrangères	13 462	11 979	61 539	64 234	34 241	36 945	207 089	210 921
OBLIGATIONS								
Françaises	198 176	192 217	105 932	122 656	514 252	556 252	1 620 394	1 712 200
Étrangères	53 131	49 429	12 978	13 303	26 700	27 649	128 642	129 322
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM court terme	6 095	7 396	29 619	29 541	18 480	23 621	1 025 109	1 054 723
Autres titres d'OPCVM	5 163	6 116	21 139	23 626	22 967	24 126	666 304	731 897
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...	974	1 254	1 408	1 383	775	896	33 493	33 939
TOTAL	527 753	508 448	348 623	364 096	726 049	781 553	4 631 464	4 818 950

(*) Intermédiaires financiers, en principe résidents, qui n'assurent pas eux-mêmes la conservation des titres de leurs clients
Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 4 janvier 1994

Au deuxième trimestre 1993, les portefeuilles recensés dans l'enquête ont connu une progression globale de 4 %, qui s'est accompagnée d'évolutions contrastées selon les différents secteurs.

Les obligations françaises et les titres d'OPCVM français ont contribué en parts égales à l'augmentation des placements (2 points chacun). Au sein des titres d'OPCVM, la contribution des

OPCVM à moyen et long terme a été nettement plus importante que celle des OPCVM court terme (respectivement 1,4 point et 0,6 point).

Le portefeuille des ménages, qui rassemble près de 45 % des valeurs de l'enquête, a progressé de 2,3 % au cours de la période considérée. Les OPCVM à moyen et long terme ont contribué pour près de 2,2 % à cette évolution, alors que les encours des titres d'OPCVM court terme fléchissaient légèrement (- 0,5 %). Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises ont augmenté de 0,8 % et les portefeuilles obligataires ont diminué de 2,2 %.

Dans ce portefeuille, le PEA bancaire représentait 75,8 milliards de francs (sur une collecte totale hors liquidités de 82,5 milliards ¹), répartis entre 46 % d'actions et 54 % de titres d'OPCVM « actions ».

Pour un sous-échantillon représentatif de banques participant à l'enquête-titres, on a pu comparer les encours des PEA aux portefeuilles limités aux actions et aux titres d'OPCVM « actions », soit précisément les catégories de titres éligibles au PEA.

STRUCTURE PAR VALEURS DANS L'ENQUÊTE-TITRES ET DANS LE PEA					
	Encours des portefeuilles-titres *		Encours des PEA *		Poids du PEA dans les portefeuilles-titres en %
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage	
Actions	175 966	56,8	23 910	42,1	13,6
Titres d'OPCVM « actions ».....	133 795	43,2	32 913	57,9	24,6
TOTAL	309 761	100,0	56 823	100,0	18,3
* Sous-échantillon					
Réalisation : Banque de France					
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82				Mise à jour le 4 janvier 1994	

Il ressort du tableau précédent que la part des titres d'OPCVM « actions » et celle des actions est pratiquement inversée dans les portefeuilles-titres et dans les PEA (la part des titres d'OPCVM placés sous dossier PEA étant prépondérante dans les PEA, environ 58 %).

On observe, par ailleurs, que l'importance relative des titres gérés sous dossier PEA est plus grande pour les titres d'OPCVM « actions » que pour les actions gérées en direct (respectivement + 24,6 % et + 13,6 % à fin juin 1993).

Le portefeuille des sociétés (13,5 % des valeurs de l'enquête) a progressé de 8,6 %. Les OPCVM français ont contribué à hauteur de 5 % à cette évolution (3,6 % pour les OPCVM court terme). Hors moins-values, les actions françaises ont augmenté de plus de 9 % et ont contribué pour 1,6 point à l'évolution globale des encours. Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'obligations françaises sont demeurés inchangés par rapport à mars 1993.

L'encours total détenu par *les non-résidents* (11,4 % des valeurs de l'enquête) a diminué de près de 4 % au cours du trimestre sous revue (- 3,7 %). Toutes les valeurs sont en diminution, à l'exception des titres d'OPCVM qui ne représentent que 2,5 % du total des portefeuilles. Les actions ont ainsi perdu plus de 4 % et les obligations 3 %. Il faut toutefois nuancer cette diminution du portefeuille des non-résidents dans l'enquête par le fait que l'augmentation du premier trimestre 1993 (14,3 %) avait été très forte.

Le portefeuille des *entreprises d'assurance et caisses de retraite* (10,5 % des valeurs de l'enquête) a augmenté de 7,4 %. Corrigées des plus-values, les obligations françaises ont augmenté de 4,4 % et ont contribué pour les trois quarts à l'évolution globale des encours. Déduction faite des moins-values, les actions françaises ont augmenté de plus de 12 % (12,3 %).

¹ Données de la direction du Trésor sur le montant total des PEA bancaires à fin juin 1993

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres

Par rapport à mars 1993, l'encours total des *OPCVM*, qui détiennent 17,5 % des valeurs de l'enquête, a progressé de 7,6 %. Si on élimine les effets de la valorisation, les actions ont progressé de 6,6 % ; les obligations, en augmentation de 3,8 %, ont contribué pour près de 6 points (5,7 %) à l'évolution des portefeuilles.

Enfin, le portefeuille des *associations et groupements divers* (2,4 % des valeurs de l'enquête) s'est considérablement développé au cours du deuxième trimestre 1993 (+ 11,1 %). Les titres d'OPCVM ont contribué pour près de 9 points à cette évolution, les titres d'OPCVM à moyen et long terme devançant légèrement les titres à court terme.

2.2. Structure des portefeuilles des groupes de porteurs

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS						
Françaises cotées	12,8	12,1	27,6	26,9	6,1	6,2
Françaises non cotées	0,4	0,4	5,6	5,9	0,3	0,3
Étrangères	2,3	2,4	7,1	6,7	2,9	1,9
OBLIGATIONS						
Françaises	22,2	22,1	13,8	13,3	63,5	64,3
Étrangères	0,5	0,5	1,1	1,5	4,6	4,3
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme	35,9	34,9	32,7	33,5	10,3	10,1
Autres titres d'OPCVM	24,7	26,3	11,4	11,7	12,0	12,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.	1,3	1,3	0,6	0,6	0,2	0,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM - Pôle « Valeurs Mobilières » - Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82						
Mise à jour le 4 janvier 1994						

La structure des portefeuilles apparaît en juin 1993 peu différente de ce qu'elle était à la fin du trimestre précédent. Le fléchissement de la part des titres d'OPCVM court terme dans le portefeuille des ménages s'est accentué (- 1 point, contre - 0,5 point à fin mars), alors que la part des titres d'OPCVM à moyen et long terme a progressé de 1,6 point.

2.3. Détention des valeurs selon les groupes de porteurs

Le tableau ci-après donne la répartition selon les groupes de porteurs (hors établissements de crédit) des différentes catégories de valeurs recensées dans l'enquête.

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Associations et groupement divers (*)		Non-résidents		OPCVM	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS						
Françaises cotées	7,1	6,6	47,3	47,0	14,8	14,2
Françaises non cotées	0,4	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1
Étrangères	1,1	1,1	2,6	2,4	4,7	4,7
OBLIGATIONS						
Françaises	19,2	19,2	37,6	37,8	70,8	71,2
Étrangères	0,5	0,5	10,1	9,7	3,7	3,5
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme	49,3	48,1	1,2	1,5	2,5	3,0
Autres titres d'OPCVM	22,3	24,1	1,0	1,2	3,2	3,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(*) Administrations privées dans la nomenclature des secteurs institutionnels de la Comptabilité nationale.						
Réalisation : Banque de France						
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82				Mise à jour le 4 janvier 1994		

DÉTENTION DES VALEURS SELON LES GROUPES DE PORTEURS						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Titres d'OPCVM					
	Français court terme		Français « autres »		Étrangers	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
Ménages	70,0	67,7	74,4	73,8	80,5	79,2
Sociétés.....	18,3	19,7	9,8	10,0	10,8	10,7
Entreprises d'assurances et caisses de retraite.....	4,5	4,6	8,1	8,3	2,9	3,2
Associations et groupement divers	4,7	5,0	3,3	3,6	0,3	0,4
Non-résidents.....	0,6	0,7	0,8	0,9	3,0	3,9
OPCVM.....	1,9	2,3	3,6	3,4	2,4	2,8
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France						
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82				Mise à jour le 4 janvier 1994		

DÉTENTION DES VALEURS SELON LES GROUPES DE PORTEURS*(en pourcentage)*

	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères		Mars 1993	Juin 1993
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993		
Ménages.....	28,4	27,7	7,9	8,3	45,4	44,6
Sociétés.....	5,1	5,0	5,3	7,7	13,0	13,5
Entreprises d'assurances et caisses de retraite.....	18,2	18,9	17,4	17,1	10,1	10,5
Associations et groupements divers.....	1,2	1,3	0,4	0,4	2,2	2,4
Non-résidents.....	13,1	12,1	45,9	42,6	12,3	11,4
OPCVM.....	34,0	35,0	23,1	23,8	17,0	17,5
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Mise à jour le 4 janvier 1994

La détention globale des valeurs s'est peu modifiée au cours du deuxième trimestre 1993 ; les ménages possèdent toujours près de la moitié des portefeuilles (44,6 %), devant largement les OPCVM (17,5 %).

Les ménages et les non-résidents arrivent toujours en tête et pratiquement à égalité pour la détention des *actions françaises cotées*, avec respectivement 30,6 % et 30,3 %. Toutefois, la part de ces deux secteurs a fléchi d'un trimestre à l'autre (- 0,7 % et - 1,2 %).

Les obligations françaises sont détenues majoritairement par les OPCVM (35 %) ; les ménages, dont la part relative a diminué de 0,7 point au cours du trimestre considéré, arrivent en seconde position (27,7 %).

Les titres d'OPCVM français sont détenus par les ménages à hauteur de 70 % (dont 67,7 % pour les OPCVM court terme). Les sociétés, qui arrivent en deuxième position, détiennent près de 16 % de ces valeurs.

DÉTENTION DE VALEURS D'ÉTAT PAR GROUPES DE PORTEURS*(en pourcentage)*

	Mars 1993	Juin 1993
Ménages.....	6,7	6,9
Sociétés.....	4,3	4,5
Entreprises d'assurance et caisses de retraite.....	9,1	8,7
Associations et groupements divers.....	0,4	0,5
Non-résidents.....	39,6	34,8
Etablissements de crédit et assimilés.....	9,4	12,2
OPCVM.....	30,5	32,5
TOTAL.....	100,0	100,0

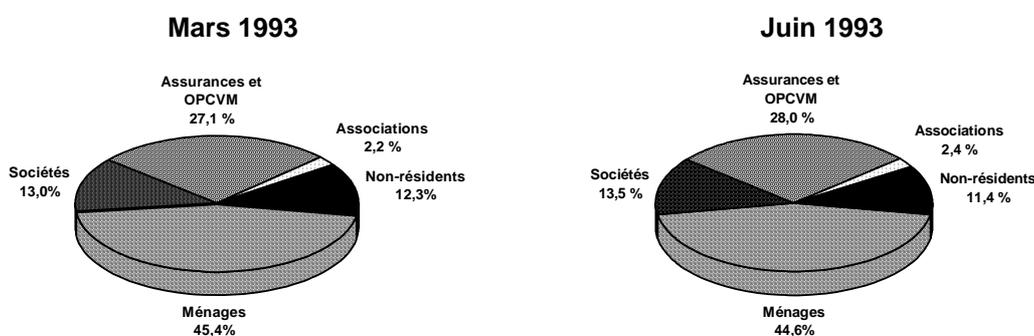
Réalisation : Banque de France
DESM - Pôle « Valeurs Mobilières » - Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 4 janvier 1994

Parmi les obligations, les valeurs d'État, (voir tableau ci-dessus), qui représentent à fin décembre 1993 30 % des obligations recensées dans l'enquête, sont détenues essentiellement par les non-résidents (34,8 %) et par les OPCVM (32,5 %). On observe que la part relative du premier groupe s'est réduite de près de 5 points en un trimestre, alors que celle du second a progressé de 2 points.

RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES SELON LES GROUPES DE DÉTENTEURS

Enquête trimestrielle



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

Mise à jour le 4 janvier 1994

2.4. Évolution des portefeuilles en titres d'OPCVM selon les groupes de porteurs

Les tableaux ci-après sont établis à partir d'un sous-échantillon d'établissements qui distinguent les différentes catégories de titres d'OPCVM « maison »¹. Les portefeuilles ainsi détaillés représentaient, au deuxième trimestre 1993, 77,4 % des encours de titres d'OPCVM français recensés dans l'enquête, contre 77,2 % au trimestre précédent.

PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM (a)

(encours en millions de francs)

	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>a) court terme</i>								
– monétaires.....	526 419	519 100	140 351	152 923	26 644	29 165	28 881	31 810
– autres	26 136	33 110	2 557	5 578	4 238	5 213	1 412	2 228
<i>b) moyen et long terme</i>								
– obligataires	218 808	243 111	15 992	18 632	12 154	13 696	4 605	5 915
– autres	126 769	133 676	15 918	18 042	13 187	14 735	4 808	5 323
Autres titres d'OPCVM	16 376	17 391	12 413	14 216	12 567	15 412	2 985	4 146
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...	25 831	25 778	3 476	3 478	921	1 030	108	120
TOTAL	940 339	972 166	190 707	212 869	69 711	79 251	42 799	49 542

(a) Ce tableau est établi à partir de l'échantillon d'établissements qui fournissent une ventilation détaillée. Les encours globaux recensés dans l'enquête figurent dans le tableau « Encours des portefeuilles des groupes de porteur ».

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

Mise à jour le 4 janvier 1994

¹ Les OPCVM dont l'établissement est gestionnaire

PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM (a)

(encours en millions de francs)

	Non-résidents		Établissements de crédit et assimilés		OPCVM		TOTAL	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>a) court terme</i>								
– monétaires.....	3 464	4 583	25 404	25 362	12 528	15 043	763 691	777 986
– autres.....	528	599	3 149	2 914	784	1 537	38 804	51 179
<i>b) moyen et long terme</i>								
– obligataires.....	1 389	1 812	10 480	11 865	3 276	4 531	266 704	299 562
– autres.....	905	992	1 875	1 930	4 388	4 051	167 850	178 749
Autres titres d'OPCVM	1 429	1 622	3 375	3 719	11 748	11 010	60 893	67 516
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...	974	1 254	1 408	1 383	775	896	33 493	33 939
TOTAL.....	8 689	10 862	45 691	47 173	33 499	37 068	1 331 435	1 408 931

(a) Ce tableau est établi à partir de l'échantillon d'établissements qui fournissent une ventilation détaillée. Les encours globaux recensés dans l'enquête figurent dans le tableau «Encours des portefeuilles des groupes de porteurs».

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 janvier 1994

Le rythme de progression de l'ensemble des portefeuilles de titres d'OPCVM (hors ceux des établissements de crédit) s'est légèrement ralenti au deuxième trimestre de l'année 1993 (+ 5,9 %, contre 6,4 % au trimestre précédent).

Les titres d'OPCVM monétaires et obligataires, qui ont progressé respectivement de 1,9 % et de 12,3 % (contre + 6,0 % et 8,7 % au premier trimestre), ont contribué à hauteur de 1,1 point et 2,4 points à cette évolution (contre 3,4 points et 1,9 point au premier trimestre).

Les évolutions de chacun des secteurs ont été importantes au deuxième trimestre ; les plus significatives d'entre elles ont concerné :

– le portefeuille des ménages, qui a progressé de 3,4 %, contre 6,6 % au premier trimestre. Comme pour les trimestres précédents, la progression a été soutenue pour les titres d'OPCVM obligataires (+ 11,1 %, contre + 8,6 % au premier trimestre), qui ont contribué à hauteur de 2,6 points à l'accroissement du portefeuille. En revanche, les portefeuilles en titres d'OPCVM monétaires ont diminué de 1,4 %, alors que leur évolution avait été positive au premier trimestre (+ 6,7 %) ;

– le portefeuille des sociétés, qui a enregistré une progression de près de 14 % pour l'ensemble des titres d'OPCVM et de près de 9 % pour les titres d'OPCVM monétaires, dont les encours représentaient à fin juin 1993 plus de 70 % du total ;

– le portefeuille des associations et groupements divers, qui a augmenté globalement de 15,8 %, les OPCVM court terme ayant contribué deux fois plus à cette évolution que les OPCVM à moyen et long terme.

Au deuxième trimestre, selon Europerformance, la variation des encours des SICAV court terme était à imputer dans des proportions voisines, d'une part, aux performances des marchés sur lesquels sont investies les SICAV et, d'autre part, aux souscriptions nettes de rachats par les actionnaires de SICAV (bien que ces dernières soient négatives en juin de près de 26 milliards de francs).

Pour les SICAV obligataires, la variation de près de 53 milliards de francs d'un trimestre à l'autre, représentant une évolution de 14,8 %, était due pour près de quatre cinquièmes à l'effet « souscriptions » (nettes de rachats). Enfin, pour les SICAV « actions et diversifiées », les performances des placements sur l'ensemble du trimestre avaient juste compensé les revenus distribués et les souscriptions nettes négatives.

La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres

Ces diverses évolutions ont modifié quelque peu la structure des portefeuilles des différents secteurs, comme le montre le tableau ci-après.

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM PAR GROUPES DE PORTEURS ^(a)								
<i>(en pourcentage)</i>								
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>a) court terme</i>								
– monétaires.....	56,0	53,4	73,6	71,8	38,2	36,8	67,5	64,2
– autres	2,8	3,4	1,3	2,6	6,1	6,6	3,3	4,5
<i>b) moyen et long terme</i>								
– obligataires	23,3	25,0	8,4	8,8	17,4	17,3	10,8	11,9
– autres	13,5	13,8	8,3	8,5	18,9	18,6	11,2	10,7
Autres titres d'OPCVM	1,7	1,8	6,5	6,7	18,0	19,4	7,0	8,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...	2,7	2,7	1,8	1,6	1,3	1,3	0,3	0,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Sous-échantillon								
Réalisation : Banque de France								
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82								
Mise à jour le 4 janvier 1994								
STRUCTURE DES PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM PAR GROUPES DE PORTEURS ^(a)								
<i>(en pourcentage)</i>								
	Non-résidents		OPCVM		TOTAL			
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>a) court terme</i>								
– monétaires	39,9	42,2	37,4	40,6	57,4	55,2		
– autres	6,1	5,5	2,3	4,1	2,9	3,6		
<i>b) moyen et long terme</i>								
– obligataires	16,0	16,7	9,8	12,2	20,0	21,3		
– autres	10,4	9,1	13,1	10,9	12,6	12,7		
Autres titres d'OPCVM	16,4	14,9	35,1	29,7	4,6	4,8		
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS.....	11,2	11,5	2,3	2,4	2,5	2,4		
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0		
(a) Sous-échantillon								
Réalisation : Banque de France								
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82								
Mise à jour le 4 janvier 1994								

La part relative des titres d'OPCVM monétaires a diminué dans les portefeuilles des agents financiers résidents, les réductions les plus fortes concernant les secteurs des ménages et des associations et groupements divers (- 2,6 points et - 3,3 points). Généralement cette baisse a été compensée par une hausse des autres titres à court terme et des titres obligataires. Ainsi, les sociétés, second détenteur de titres d'OPCVM après les ménages, ont réduit de près de 2 points leur détention de titres d'OPCVM monétaires au profit des autres titres à court terme (+ 1,3 point) et, plus modestement, des OPCVM obligataires (+ 0,4 point).

2.5. Détention des titres d'OPCVM selon les groupes de porteurs

DÉTENTION DES TITRES D'OPCVM PAR GROUPES DE PORTEURS ^(a)							
<i>(en pourcentage)</i>							
	OPCVM « maison »				Autres titres d'OPCVM français	Titres d'OPCVM étrangers	TOTAL
	Court terme		Moyen et long terme				
	Monétaires	Autres	Obligataires	Autres			
MÉNAGES							
Mars 1993	71,3	73,3	85,4	76,4	28,5	80,5	73,1
Juin 1993	69,0	68,6	84,5	75,6	27,3	79,2	71,4
SOCIÉTÉS							
Mars 1993	19,0	7,2	6,2	9,6	21,6	10,8	14,8
Juin 1993	20,3	11,6	6,5	10,2	22,3	10,7	15,6
ENTREPRISES D'ASSURANCE ET CAISSES DE RETRAITE							
Mars 1993	3,6	11,9	4,7	7,9	21,8	2,9	5,4
Juin 1993	3,9	10,8	4,8	8,3	24,2	3,2	5,8
ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS							
Mars 1993	3,9	4,0	1,8	2,9	5,2	0,3	3,3
Juin 1993	4,2	4,6	2,1	3,0	6,5	0,4	3,6
NON-RÉSIDENTS							
Mars 1993	0,5	1,5	0,5	0,5	2,5	3,0	0,7
Juin 1993	0,6	1,2	0,6	0,6	2,5	3,9	0,8
OPCVM							
Mars 1993	1,7	2,2	1,3	2,6	20,4	2,4	2,6
Juin 1993	2,0	3,2	1,6	2,3	17,3	2,8	2,7
TOTAL							
Pour chaque trimestre	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Sous-échantillon
Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 4 janvier 1994

À la fin du deuxième trimestre 1993, les ménages détenaient encore 71,4 % de l'ensemble des titres d'OPCVM y compris les OPCVM étrangers (contre 73,1 % au premier trimestre) ; les sociétés, second détenteur de ces valeurs, en détenaient 15,6 %, contre 14,8 % au premier trimestre.

2.6. Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS						
<i>(en francs)</i>						
	Ménages		Sociétés		Non-résidents	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
Actions	20 748	20 403	970 018	1 073 896	5 533 277	5 075 129
Obligations	30 363	30 947	359 060	402 028	5 262 973	4 865 910
OPCVM	83 055	85 470	1 076 795	1 245 898	256 167	297 335
TOTAL	134 166	136 820	2 405 873	2 721 822	11 052 417	10 238 374
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 4 janvier 1994			

Au 30 juin 1993, on dénombrait dans l'enquête 14 532 897 comptes-titres dont 2 349 720 PEA (16,2 % du total des comptes-titres). Dans ce total, le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires représentait à peine 1 %, contre 33,8 % pour les trois grandes banques et 65,4 % pour les autres établissements.

Entre mars et juin 1993, la valeur du compte-titres moyen des ménages a progressé de 2 %. À la fin du deuxième trimestre, il s'élevait à 136 820 francs. À la même date, la valeur du PEA moyen était de 32 263 francs.

Le montant du compte-titres moyen des sociétés a, sur la même période, augmenté de 13,1 % et celui des non-résidents a diminué de 7,4 %.

3. Structure des portefeuilles des sociétés et des ménages dans les banques d'affaires¹, dans les trois grandes banques et dans les autres établissements

Les tableaux ci-après permettent de mettre en évidence certaines particularités dans le comportement des sociétés et des ménages en matière de placements en valeurs mobilières, selon le type d'établissement dépositaire.

3.1. Structure du portefeuille des ménages

PORTEFEUILLE DES MÉNAGES						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de Bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS						
actions françaises	21,9	21,3	16,7	16,5	10,4	9,5
actions étrangères	9,9	9,3	3,3	3,4	1,1	1,2
OBLIGATIONS						
obligations françaises	3,9	4,2	20,2	20,0	24,7	24,8
obligations étrangères	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme	35,5	34,1	28,5	27,5	40,3	39,4
OPCVM autres	26,5	28,5	27,5	28,9	22,9	24,5
TITRES D'OPCVM ETRANGERS...	1,9	2,0	3,4	3,2	0,1	0,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82					Mise à jour le 4 janvier 1994	

Les titres d'OPCVM français sont majoritaires dans les portefeuilles des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire (de l'ordre de 63 % pour les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les autres établissements, et de 56 % chez les trois grandes banques).

D'un trimestre à l'autre, on observe chez les trois groupes un fléchissement des titres d'OPCVM court terme et une augmentation des autres titres d'OPCVM.

¹ Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire

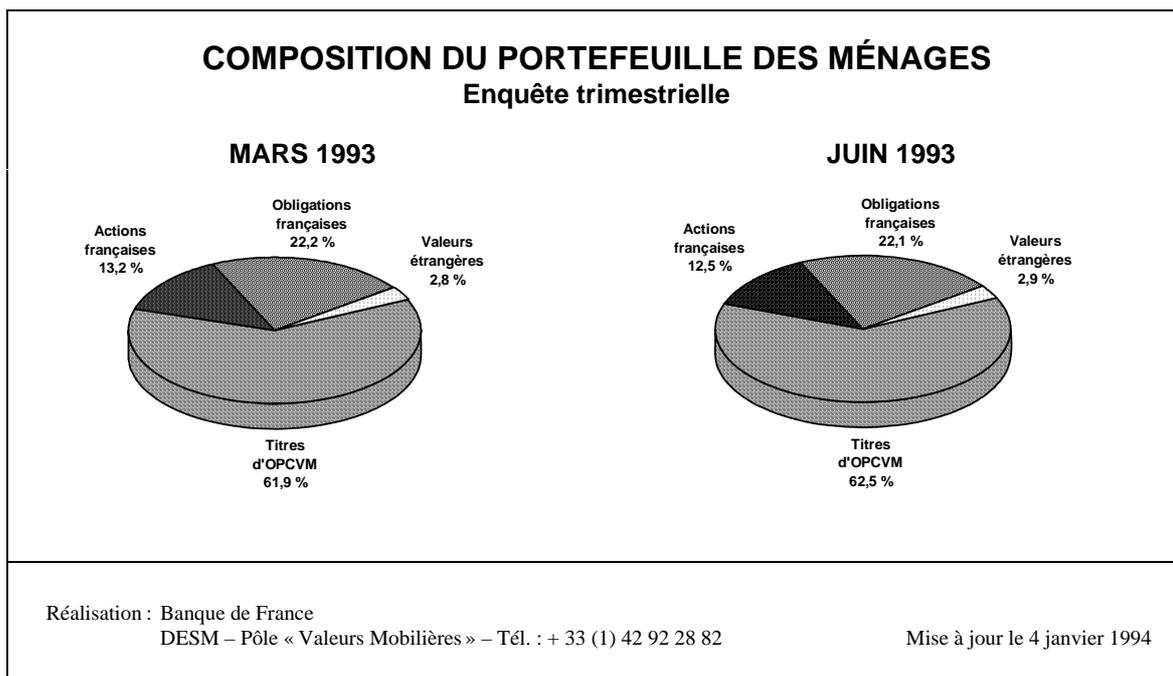
3.2. Structure du portefeuille des sociétés

PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS						
<i>(en pourcentage)</i>						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de Bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993	Mars 1993	Juin 1993
ACTIONS						
actions françaises.....	55,9	55,3	25,7	25,0	23,9	24,5
actions étrangères.....	16,9	16,8	3,9	3,7	3,0	2,6
OBLIGATIONS						
obligations françaises.....	8,7	7,7	10,3	10,1	21,1	20,3
obligations étrangères.....	0,3	0,2	2,0	2,7	0,8	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme.....	10,3	12,0	45,1	45,5	37,1	36,8
OPCVM autres.....	7,7	7,8	11,5	11,6	14,0	14,6
TITRES D'OPCVM ETRANGERS...	0,2	0,1	1,4	1,3	0,2	0,2
TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

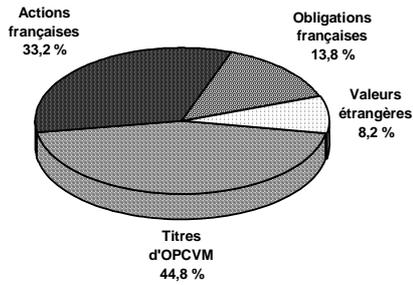
Mise à jour le 4 janvier 1994

La proportion de titres d'OPCVM est toujours nettement inférieure dans les portefeuilles des sociétés gérés par le premier groupe d'établissements à ce qu'elle est dans ceux des deux autres groupes (inférieure à 20 % dans le premier cas, et supérieure à 50 % dans le second cas). En revanche, les actions françaises et étrangères sont largement majoritaires au sein des portefeuilles des sociétés clientes des banques d'affaires et des sociétés de bourse (72 %, contre 28 % environ dans les deux autres catégories d'établissements).

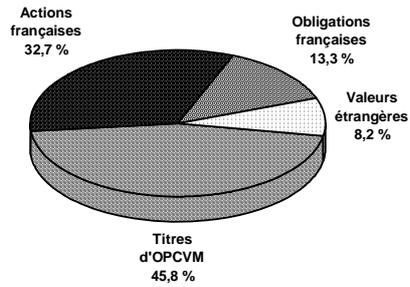


COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS
Enquête trimestrielle

MARS 1993



JUIN 1993

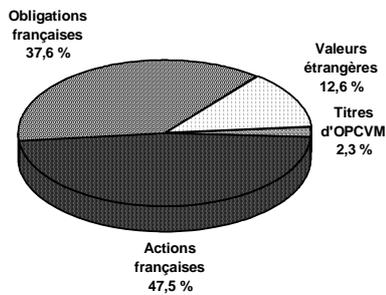


Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs Mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82

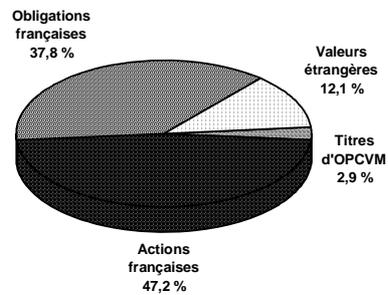
Mise à jour le 4 janvier 1994

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS
Enquête trimestrielle

MARS 1993

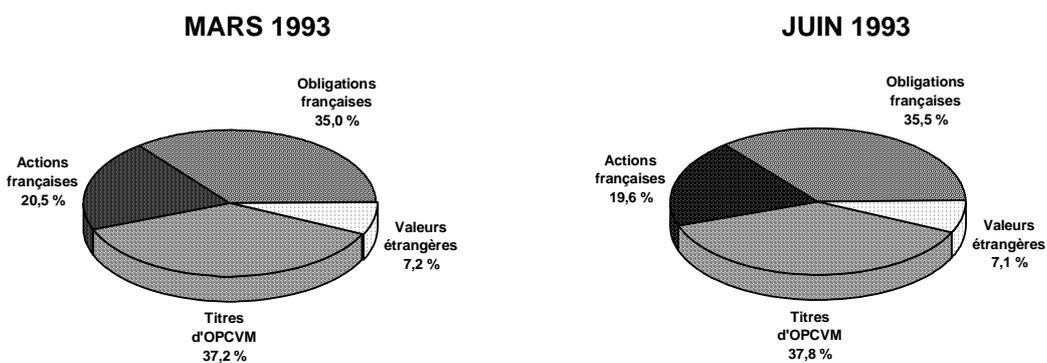


JUIN 1993



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

Mise à jour le 4 janvier 1994

COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DE L'ENSEMBLE DES PORTEURS
Enquête trimestrielle

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 4 janvier 1994

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

Textes réglementaires, émanant de la Banque de France, du Comité de la réglementation bancaire, du Comité des établissements de crédit, de la Commission bancaire, ayant fait l'objet d'une publication au Journal officiel

***Loi n° 93-980 du 4 août 1993 relative au
statut de la Banque de France
et à l'activité et au contrôle des
établissements de crédit modifiée par la loi
n° 93-1444 du 31 décembre 1993***

Décret d'application du 3 décembre 1993

TITRE PREMIER :

STATUT DE LA BANQUE DE FRANCE

CHAPITRE PREMIER : Missions fondamentales de la Banque de France

Article premier. - La Banque de France définit et met en œuvre la politique monétaire dans le but d'assurer la stabilité des prix. Elle accomplit sa mission dans le cadre de la politique économique générale du Gouvernement.

Dans l'exercice de ces attributions, la Banque de France, en la personne de son gouverneur, de ses sous-gouverneurs ou d'un membre quelconque du Conseil de la politique monétaire, ne peut ni solliciter ni accepter d'instructions du Gouvernement ou de toute personne.

Article 2. - Le Gouvernement détermine le régime de change et la parité du franc.

Pour le compte de l'État et dans le cadre des orientations générales de la politique de change formulées par le ministre chargé de l'Économie et des Finances, la Banque de France régularise les rapports entre le franc et les devises étrangères.

À cet effet, la Banque de France détient et gère les réserves de change de l'État en or et en devises. Ces réserves sont inscrites à l'actif de son bilan.

Les modalités d'application de ces dispositions font l'objet d'une convention entre l'État et la Banque de France. Cette convention est soumise à l'approbation du Parlement.

La Banque de France peut participer, avec l'autorisation du ministre chargé de l'Économie et des Finances, à des accords monétaires internationaux.

Article 3. - Il est interdit à la Banque de France d'autoriser des découverts ou d'accorder tout autre type de crédit au Trésor public ou à tout autre organisme ou entreprise publics. L'acquisition directe par la Banque de France de titres de leur dette est également interdite.

Des conventions établies entre l'État et la Banque de France précisent, le cas échéant, les conditions de remboursement des avances consenties jusqu'à la date d'entrée en vigueur de la présente loi au Trésor public par la Banque de France.

Les dispositions du premier alinéa ne s'appliquent pas aux établissements de crédit publics qui, dans le cadre de la mise à disposition de liquidités par la Banque de France, bénéficient du même traitement que les établissements de crédit privés.

Article 4. - La Banque de France veille au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement.

Article 5. - La Banque de France est seule habilitée à émettre les billets reçus comme monnaie légale sur le territoire de la France métropolitaine.

Le cours légal d'un type déterminé de billets peut, sur proposition de la Banque de France, être supprimé par décret. La Banque reste tenue d'en assurer dans un délai de dix ans l'échange à ses guichets contre d'autres types de billets ayant cours légal.

La Banque de France doit verser à l'État le solde non présenté à ses guichets de types de billets retirés de la circulation.

Elle veille à la bonne qualité de la circulation fiduciaire.

Les dispositions relatives aux titres au porteur perdus ou volés ne sont pas applicables aux billets de la Banque de France.

CHAPITRE II : Organisation de la Banque

Section 1 : Statut de la Banque de France

Article 6. - La Banque de France est une institution dont le capital appartient à l'État.

Section 2 : Le Conseil de la politique monétaire

Article 7. - Le Conseil de la politique monétaire est chargé de définir la politique monétaire.

Il surveille l'évolution de la masse monétaire et de ses contreparties.

Dans l'exercice de ces attributions, le Conseil définit les opérations auxquelles procède la Banque et notamment les modalités d'achat ou de vente, de prêt ou d'emprunt, d'escompte, de prise en gage, de prise ou de mise en pension de créances et d'émission de bons portant intérêt. Il détermine la nature et l'étendue des garanties dont sont assortis les prêts consentis par la Banque dans le cadre de la conduite de la politique monétaire.

Il définit également les obligations que la politique monétaire peut conduire à imposer aux établissements de crédit et notamment l'assiette et les taux des réserves obligatoires qui, le cas échéant, s'appliquent dans le cadre comptable de la réglementation bancaire.

Il peut consentir au gouverneur des délégations temporaires de pouvoir.

Article 8. - Le Conseil de la politique monétaire comprend, outre le gouverneur et les deux sous-gouverneurs de la Banque de France, six membres.

Ces six membres sont nommés par décret en Conseil des ministres pour une durée de neuf ans, sous réserve des dispositions des quatrième et cinquième alinéas du présent article.

Ils sont choisis sur une liste, comprenant un nombre de noms triple de celui des membres à désigner, qui est établie d'un commun accord, ou à défaut à parts égales, par le président du Sénat, le président de l'Assemblée nationale et le président du Conseil économique et social. Celle-ci est dressée en fonction de la compétence et de l'expérience professionnelle des membres à désigner dans les

domaines monétaire, financier ou économique. Préalablement à leur transmission au Gouvernement, les listes dressées pour le renouvellement des membres visés au deuxième alinéa sont soumises pour avis au Conseil de la politique monétaire.

Les membres visés au 2e alinéa sont renouvelés par tiers tous les trois ans.

Il est pourvu au remplacement des membres du Conseil au moins huit jours avant l'expiration de leurs fonctions. Si l'un de ces membres ne peut exercer son mandat jusqu'à son terme, il est pourvu immédiatement à son remplacement dans les conditions décrites à l'alinéa précédent. Dans ce cas, le membre nommé n'exerce ses fonctions que pour la durée restant à courir du mandat de la personne qu'il remplace.

À l'occasion de la constitution du premier Conseil de la politique monétaire, la durée du mandat des six membres du Conseil de la politique monétaire, autres que le gouverneur et les sous-gouverneurs, est fixée par tirage au sort, selon des modalités prévues par le décret en Conseil d'État mentionné à l'article 33 ci-après pour deux d'entre eux à trois ans, pour deux autres à six ans et pour les deux derniers à neuf ans.

Le mandat des membres définis au deuxième alinéa n'est pas renouvelable. Toutefois, cette règle n'est pas applicable aux membres qui ont effectué un mandat de trois ans par l'effet des mesures prévues au cinquième alinéa ou qui ont remplacé, pour une durée de trois ans au plus, un membre du Conseil dans le cas prévu au quatrième alinéa.

Article 9. - Le Conseil de la politique monétaire se réunit sur convocation de son président au moins une fois par mois. Le gouverneur est tenu de le convoquer dans les quarante-huit heures sur la demande de la majorité de ses membres.

La validité des délibérations du Conseil de la politique monétaire est subordonnée à la présence d'au moins les deux tiers des membres en fonction. Si ce quorum n'est pas atteint, le Conseil de la politique monétaire, convoqué à nouveau par le gouverneur sur le même ordre du jour, se réunit valablement sans condition de quorum. Les décisions se prennent à la majorité des membres présents. En cas de partage égal des voix, celle du président est prépondérante.

Le Premier ministre et le ministre chargé de l'Économie et des Finances peuvent participer sans voix délibérative aux séances du Conseil de la politique monétaire. Ils peuvent soumettre toute proposition de décision à la délibération du Conseil.

En cas d'empêchement du ministre chargé de l'Économie et des Finances, il peut se faire représenter, en tant que de besoin, par une personne nommément désignée et spécialement habilitée à cet effet.

Article 10. - I.- Les membres du Conseil de la politique monétaire sont tenus au secret professionnel dans les conditions prévues par l'article 378 du code pénal.

Il ne peut être mis fin, avant terme, à leurs fonctions que s'ils deviennent incapables d'exercer celles-ci ou commettent une faute grave, par révocation sur demande motivée du Conseil de la politique monétaire statuant à la majorité des membres autres que l'intéressé.

Les fonctions du gouverneur, des sous-gouverneurs et des autres membres du Conseil de la politique monétaire sont exclusives de toute autre activité professionnelle publique ou privée, rémunérée ou non, à l'exception de l'exercice de mandat de membre du Conseil économique et social ou, le cas échéant, après accord du Conseil de la politique monétaire, d'activités d'enseignement ou de fonctions exercées au sein d'organismes internationaux. Ils ne peuvent exercer de mandats électifs. S'ils ont la qualité de fonctionnaires, ils sont placés en position de détachement et ne peuvent recevoir une promotion au choix.

Le gouverneur et les sous-gouverneurs qui cessent leurs fonctions pour un motif autre que la révocation pour faute grave continuent à recevoir leur traitement d'activité pendant trois ans. Pour les autres membres du Conseil de la politique monétaire cette période est d'un an. Au cours de cette période, ils ne peuvent, sauf accord du Conseil de la politique monétaire, exercer d'activités professionnelles, à l'exception de fonctions publiques électives ou de fonctions de membres du Gouvernement. Dans le cas où le Conseil de la politique monétaire a autorisé l'exercice d'activités professionnelles, ou s'ils exercent des fonctions publiques électives autres que nationales, le

Conseil détermine les conditions dans lesquelles tout ou partie de leur traitement peut continuer à leur être versé.

II.- À compter de l'entrée en vigueur de la loi n° 92-684 du 22 juillet 1992 portant réforme des dispositions du code pénal relatives à la répression des crimes et délits contre les personnes, au premier alinéa du présent article, les mots : « l'article 378 » sont remplacés par les mots : « les articles 226-13 et 226-14 ».

Section 3 : Le Conseil général

Article 11. - Le Conseil général administre la Banque de France.

Le Conseil délibère sur les questions relatives à la gestion des activités de la Banque autres que celles qui se rattachent directement aux missions définies par l'article premier.

Il délibère des statuts du Personnel. Ces statuts sont présentés à l'agrément des ministres compétents par le gouverneur de la Banque de France.

Le Conseil général délibère également de l'emploi des fonds propres et établit les budgets prévisionnels et rectificatifs de dépenses, arrête le bilan et les comptes de la Banque, ainsi que le projet d'affectation du bénéfice et de fixation du dividende revenant à l'État.

Le Conseil général désigne deux commissaires aux comptes chargés de vérifier les comptes de la Banque de France. Ils sont convoqués à la réunion du Conseil général qui arrête les comptes de l'exercice écoulé.

Article 12. - Le Conseil général de la Banque de France comprend les membres du Conseil de la politique monétaire et un représentant élu des salariés de la Banque dont le mandat est de six ans.

La validité des délibérations est subordonnée à la présence d'au moins six membres.

Les décisions se prennent à la majorité des membres présents. En cas de partage, la voix du président est prépondérante.

Le Conseil général peut consentir des délégations de pouvoir au gouverneur de la Banque de France qui peut les subdéléguer dans les conditions fixées par le Conseil.

Un censeur ou son suppléant, nommés par le ministre chargé de l'Économie et des Finances assiste aux séances du Conseil général. Il peut soumettre des propositions de décision à la délibération du Conseil.

Les décisions adoptées par le Conseil sont définitives, à moins que le censeur ou son suppléant n'y ait fait opposition.

Section 4 : Le gouverneur et les sous-gouverneurs

Article 13. - La direction de la Banque de France est assurée par le gouverneur de la Banque de France.

Le gouverneur préside le Conseil de la politique monétaire et le Conseil général de la Banque de France.

Il prépare et met en œuvre les décisions de ces Conseils.

Il représente la Banque vis-à-vis des tiers ; il signe seul, au nom de la Banque, toute convention.

Il nomme à tous les emplois de la Banque sous réserve des dispositions de l'article 8.

Le gouverneur est assisté d'un premier et d'un second sous-gouverneurs. Les sous-gouverneurs exercent les fonctions qui leur sont déléguées par le gouverneur. En cas d'absence ou d'empêchement du gouverneur, le Conseil de la politique monétaire et le Conseil général sont présidés par l'un des sous-gouverneurs, désigné spécialement à cet effet par le gouverneur.

Le gouverneur et les deux sous-gouverneurs sont nommés par décret en Conseil des ministres pour une durée de six ans renouvelable une fois. La limite d'âge applicable à l'exercice de ces fonctions est fixée à soixante-cinq ans.

Section 5 : Le personnel de la Banque

Article 14. - I.- Les agents de la Banque de France sont tenus au secret professionnel dans les conditions prévues par l'article 378 du code pénal.

Ils ne peuvent prendre ou recevoir une participation ou quelque intérêt ou rémunération que ce soit par travail ou conseil, dans une entreprise publique ou privée, industrielle, commerciale ou financière, sauf dérogation accordée par le gouverneur. Ces dispositions ne s'appliquent pas à la production des œuvres scientifiques, littéraires ou artistiques.

II.- À compter de l'entrée en vigueur de la loi n° 92-684 du 22 juillet 1992 portant réforme des dispositions du code pénal relatives à la répression des crimes et délits contre les personnes, au premier alinéa du présent article, les mots « l'article 378 » sont remplacés par les mots : « les articles 226-13 et 226-14 ».

CHAPITRE III : Autres missions d'intérêt général et autres activités

Article 15. - La Banque de France peut continuer à exercer les activités qui ne se rattachent pas directement aux missions définies au chapitre premier de la présente loi.

À la demande de l'État ou avec son accord, la Banque de France peut fournir des prestations, pour le compte de celui-ci ou le compte de tiers. Ces prestations sont rémunérées afin de couvrir les coûts engagés par la Banque.

La nature de ces prestations et les conditions de leur rémunération sont fixées par des conventions conclues entre la Banque de France et, selon le cas, l'État ou les tiers intéressés.

Article 16. - Dans les conditions mentionnées à l'article 15, la Banque de France établit, pour le compte de l'État et sur instructions du ministre chargé de l'Économie et des Finances, la balance des paiements et la position extérieure de la France. Le ministre chargé de l'Économie et des Finances publie ces informations.

Article 17. - Peuvent être titulaires de comptes à la Banque de France :

1. les organismes régis par les dispositions de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit ;
2. le Trésor public, les services financiers de La Poste, l'Institut d'émission des départements d'outre-mer, l'Institut d'émission d'outre-mer et la Caisse des dépôts et consignations ;
3. les sociétés de bourse régies par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs ;
4. les banques centrales étrangères et les établissements de crédit étrangers ;
5. les organismes financiers internationaux et les organisations internationales ;

6. dans les conditions fixées par le Conseil général, les agents de la Banque de France, ainsi que toute autre personne titulaire de comptes de clientèle à la Banque de France à la date de publication de la présente loi ;

7. tout autre organisme ou personne expressément autorisés par décision du Conseil général à ouvrir un compte à la Banque de France.

Article 18. - La Banque de France peut faire, pour son propre compte et pour le compte de tiers toutes opérations sur or, moyens de paiement et titres libellés en monnaies étrangères ou définies par un poids d'or.

La Banque de France peut prêter ou emprunter des sommes en francs ou en devises étrangères à des banques étrangères, institutions ou organismes monétaires étrangers ou internationaux.

À l'occasion de ces opérations, la Banque de France demande ou octroie les garanties qui lui paraissent appropriées.

CHAPITRE IV : Rapport au président de la République – Contrôle du Parlement

Article 19. - Le gouverneur de la Banque de France adresse au Président de la République et au Parlement, au moins une fois par an, un rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives.

Le gouverneur de la Banque de France est entendu, sur leur demande, par les Commissions de finances des deux Assemblées et peut demander à être entendu par elles.

Les comptes de la Banque de France, ainsi que le rapport des commissaires aux comptes, sont transmis aux Commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat.

CHAPITRE V : Dispositions diverses

Article 20. - La Banque de France est habilitée à se faire communiquer par les établissements de crédit et les établissements financiers tous documents et renseignements qui lui sont nécessaires pour exercer les missions définies au chapitre premier. Elle peut entrer directement en relation avec les entreprises et groupements professionnels qui seraient disposés à participer à ses enquêtes.

Article 21. - Les opérations de la Banque de France ainsi que les activités mentionnées au deuxième alinéa de l'article 11 sont régies par la législation civile et commerciale.

Article 22. - La juridiction administrative connaît des litiges se rapportant à l'administration intérieure de la Banque de France ou opposant celle-ci aux membres du Conseil de la politique monétaire, aux membres du Conseil général ou à ses agents.

TITRE II :

DISPOSITIONS RELATIVES À L'ACTIVITÉ ET AU CONTRÔLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

CHAPITRE PREMIER : Conseil national du crédit

Article 23. - I.- Au deuxième alinéa de l'article 24 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, les mots : « est consulté sur les orientations de la politique monétaire et du crédit et » sont supprimés et les mots : « et dans la gestion des moyens de paiement » sont insérés après les mots « relations avec la clientèle ».

Au quatrième alinéa du même article, les mots : « à la monnaie, au crédit et » sont supprimés.

II.- Le deuxième alinéa de l'article 26 de la même loi est abrogé.

CHAPITRE II : Comité de la réglementation bancaire

Article 24. - Les deux derniers alinéas de l'article 30 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée sont ainsi rédigés :

« Il comprend le ministre chargé de l'Économie et des Finances ou son représentant, président, le gouverneur de la Banque de France, président de la commission bancaire, ou son représentant à cette commission, et quatre autres membres ou leurs suppléants nommés par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances pour une durée de trois ans, à savoir : un représentant de l'Association française des établissements de crédit, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des établissements de crédit et deux personnalités choisies en raison de leur compétence.

Les décisions se prennent à la majorité des membres présents. En cas de partage égal des voix, la voix du président est prépondérante. »

Article 25. - Le 8° de l'article 33 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée est ainsi rédigé :

« 8°) Sous réserve des compétences conférées au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France par la loi n° 93-980 du 4 août 1993 relative au statut de la Banque de France et à l'activité et au contrôle des établissements de crédit, les instruments et les règles du crédit. »

Article 26.

L'article 36 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée est ainsi rédigé :

« Art. 36. Le président du Comité de la réglementation bancaire précise les conditions d'application des règlements édictés par le Comité de la réglementation bancaire. »

CHAPITRE III : Le Comité des établissements de crédit

Article 27. - Le deuxième alinéa de l'article 31 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée est ainsi rédigé :

« Il est présidé par le gouverneur de la Banque de France, président de la commission bancaire, ou son représentant à cette commission. Il comprend, en outre, le directeur du Trésor ou son représentant et quatre membres ou leurs suppléants nommés par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances pour une durée de trois ans, à savoir : un représentant de l'Association française des établissements de crédit, un représentant des organisations syndicales représentatives du personnel des établissements de crédit et deux personnalités choisies en raison de leur compétence. »

CHAPITRE IV : La commission bancaire

Article 28. - L'article 39 de la loi n° 83-46 du 24 janvier 1984 précitée est ainsi rédigé :

« Article 39 : Le secrétariat général de la commission bancaire, sur instructions de la commission, effectue des contrôles sur pièces et sur place. La commission délibère périodiquement du programme des contrôles sur place.

La Banque de France met à la disposition du secrétariat général de la commission bancaire, dans des conditions fixées par convention, des agents et des moyens pour l'exercice des contrôles

mentionnés à l'alinéa précédent. En outre, pour l'exercice de ces contrôles, le secrétariat général de la commission bancaire peut faire appel à toute personne compétente dans le cadre de conventions qu'il passe à cet effet. »

CHAPITRE V : Dispositions diverses

Article 29. - Au deuxième alinéa de l'article 49 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée, les mots : « et la Banque de France peuvent » sont remplacés par le mot : « peut ».

Article 30. - Aux premier et second alinéas de l'article 52 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée, les mots : « le gouverneur de la Banque de France » sont remplacés par les mots : « le gouverneur de la Banque de France, président de la commission bancaire ».

Article 31. - Au second alinéa de l'article 69 de la loi n° 84-46 du 24 janvier 1984 précitée, les mots : « Banque de France » sont remplacés par les mots : « commission bancaire ».

TITRE III :

DISPOSITIONS DIVERSES ET ABROGATIONS

Article 32. - La présente loi n'emporte ni la création d'une personne morale nouvelle ni une cessation d'entreprise.

Article 33. - Un décret en Conseil d'État fixe les modalités d'application de la présente loi.

Il précise notamment le montant du capital de la Banque de France, les modalités d'établissement de son budget annuel, de financement de ses investissements, de présentation et d'arrêté des comptes, d'affectation du résultat annuel et de rémunération des membres du Conseil de la politique monétaire et du Conseil général ainsi que les modalités d'élection du représentant des salariés de la Banque de France au Conseil général.

Article 34. - La situation hebdomadaire de la Banque de France est publiée au Journal officiel.

Article 35. - Les dispositions des articles 8, 12 et 13 de la présente loi, relatives à la nomination des membres du Conseil de la politique monétaire, du Conseil général, du gouverneur et des sous-gouverneurs de la Banque de France entrent en vigueur à la date de sa publication.

Jusqu'à la date d'installation de ces conseils, qui interviendra, au plus tard le 1^{er} janvier 1994, la Banque de France reste régie par les dispositions de la loi n° 73-7 du 3 janvier 1973 sur la Banque de France. À compter de cette date, la loi n° 73-7 du 3 janvier 1973 précitée est abrogée.

Bulletin officiel Banque de France

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Communiqué de la Banque de France – Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 5,50 % avril 2004, 8,50 % avril 2023

– en date du 6 janvier 1994

Le jeudi 6 janvier 1994 à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « à la hollandaise », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

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

1. OAT 5,50 % AVRIL 2004 DE 2 000 FRANCS
(EMPRUNT 1993) – CV 19537

Jouissance du 25 avril 1993. Coupon annuel : 110 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1993 au 25 janvier 1994, soit 82,88 francs par obligation.

2. OAT 8,50 % AVRIL 2023 DE 2 000 FRANCS
(EMPRUNT 1992) – CV 19313

Jouissance du 25 avril 1993. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2023.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1993 au 25 janvier 1994, soit 128,08 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 25 janvier 1994.

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

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

- jusqu'au 6 janvier 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au 7 janvier 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 5,50 % AVRIL 2004			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
98,36	350 000 000	350 000 000	98,36
98,34	350 000 000	700 000 000	98,35
98,32	700 000 000	1 400 000 000	98,34
98,30	750 000 000	2 150 000 000	98,32
98,28	5 500 000 000	7 650 000 000	98,29
98,26	7 900 000 000	15 550 000 000	98,28
98,24	3 800 000 000	19 350 000 000	98,27
98,22	3 350 000 000	22 700 000 000	98,26
98,20	3 200 000 000	25 900 000 000	98,25
98,18	1 700 000 000	27 600 000 000	98,25
98,16	1 400 000 000	29 000 000 000	98,25
98,14	200 000 000	29 200 000 000	98,24
98,12	100 000 000	29 300 000 000	98,24
98,08	100 000 000	29 400 000 000	98,24
98,02	100 000 000	29 500 000 000	98,24
98,00	2 000 000 000	31 500 000 000	98,23
Prix limite retenu : 98,26 % (taux de rendement : 5,73 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 98,28 % (taux de rendement : 5,72 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 2 décembre 1993	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	12 150	15 550	3 400
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
- au prix limite retenu	6,01	5,73	- 0,28
- au prix moyen pondéré.....	6,01	5,72	- 0,29

OAT 8,50 % AVRIL 2023			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
127,78	300 000 000	300 000 000	127,78
127,74	600 000 000	900 000 000	127,75
127,72	600 000 000	1 500 000 000	127,74
127,70	200 000 000	1 700 000 000	127,74
127,68	500 000 000	2 200 000 000	127,72
127,66	1 000 000 000	3 200 000 000	127,70
127,64	1 000 000 000	4 200 000 000	127,69
127,62	400 000 000	4 600 000 000	127,68
127,60	1 100 000 000	5 700 000 000	127,67
127,58	350 000 000	6 050 000 000	127,66
127,56	100 000 000	6 150 000 000	127,66
127,54	50 000 000	6 200 000 000	127,66
127,52	250 000 000	6 450 000 000	127,65
127,50	350 000 000	6 800 000 000	127,65
127,48	100 000 000	6 900 000 000	127,64
127,44	200 000 000	7 100 000 000	127,64
127,40	300 000 000	7 400 000 000	127,63
127,36	50 000 000	7 450 000 000	127,63
127,34	500 000 000	7 950 000 000	127,61
127,32	50 000 000	8 000 000 000	127,61
127,30	300 000 000	8 300 000 000	127,60
Prix limite retenu : 127,64 % (taux de rendement : 6,39 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 127,69 % (taux de rendement : 6,38 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 7 octobre 1993	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	3 750	4 200	450
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
- au prix limite retenu	6,66	6,39	- 0,27
- au prix moyen pondéré.....	6,66	6,38	- 0,28

– *Résultat global de l'adjudication du 6 janvier 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT du 6 janvier 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non

compétitives à concurrence de 489 millions de francs pour les offres d'avant séance et 3 052 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 19 750 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 23 291 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % avril 2004.....	15 550	115	2 358	18 023
OAT 8,50 % avril 2023.....	4 200	374	694	5 268
TOTAL	19 750	3 541		23 291
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN - Tél. : + 33 (1) 42 92 41 67				

Communiqué de la Banque de France, en date du 20 janvier 1994, relatif à l'ajustement trimestriel des avoirs de changes auprès de l'IME

La situation hebdomadaire arrêtée au 13 janvier 1994 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, qui a pris la succession du Fonds européen de coopération monétaire au 1^{er} janvier 1994.

Le poste « Or » n'enregistre aucune modification, le dépôt d'or restant inchangé à 636,8 tonnes d'or.

Le poste « Disponibilités à vue à l'étranger » diminue de 1 965 millions de francs correspondant au versement à l'IME de 339 millions de dollars, consécutif à l'augmentation de nos réserves en cette devise entre le 30 septembre et le 31 décembre 1993.

En contrepartie des avoirs déposés, l'IME a mis à la disposition de la Banque de France 9 167 millions d'écus, contre 8 165 millions précédemment. Le montant des écus a été déterminé par l'IME sur la base :

– pour l'or, de la moyenne des cours notés pendant les six derniers mois aux deux « fixing » de Londres et convertis en écus, soit : 1 kg =

10 524,322 écus, contre 9 598,798 à fin septembre 1993,

– pour le dollar, du cours du marché le 7 janvier 1994, soit : 1 dollar = 0,898133 écu, contre 0,852937 le 6 octobre 1993.

La contrevaletur en francs des écus reçus, calculée sur la base du cours d'évaluation semestrielle de l'écu, soit 1 écu = 6,58738 francs, représente 60 387 millions de francs ; le poste « Écus » fait cependant apparaître un montant inférieur en raison, d'une part, de l'utilisation d'avoirs en écus pour le remboursement d'une partie de la dette contractée à fin juillet 1993 envers le Fecom et pour le règlement des intérêts y afférents, et, d'autre part, de l'acquisition d'écus effectuée par une banque centrale étrangère.

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 a été porté de 58 463 millions de francs à 60 427 millions de francs ;

– au passif : « Écus à livrer à l'IME » qui a été porté de 53 783 millions de francs à 60 387 millions de francs.

La variation du poste « Disponibilités à vue à l'étranger » diffère du montant indiqué plus haut en raison de l'incidence des autres opérations de la semaine.

Communiqué de la Banque de France, en date du 25 janvier 1994, relatif au système Saturne

Le système Saturne créé en 1988 pour prendre en charge l'ensemble des opérations sur bons du Trésor et autres titres de créances négociables a franchi au cours de l'année 1993 un nouveau cap. Saturne a assuré le dénouement de près de 200 000 opérations pour un montant global supérieur à 20 000 milliards de francs (hors pensions Banque de France).

Cette progression spectaculaire (+ 87 % en montant et + 45 % en nombre de transactions par rapport à 1992) est la conséquence de la forte activité enregistrée sur le marché secondaire des bons du Trésor au cours de l'exercice écoulé. Elle résulte aussi de la rapide montée en puissance des titres de créances négociables gérés par le système (BMTN, certificats de dépôt, BISF, billets de trésorerie) depuis la dématérialisation obligatoire de ces titres. Fin 1993, Saturne gérait en effet, outre 790 milliards de francs de bons du Trésor, un encours global de plus de 550 milliards de francs de TCN répartis entre 4 735 lignes.

L'accroissement des capacités de traitement du système et l'optimisation des liaisons télématiques ont permis de satisfaire immédiatement les nombreuses demandes de prise en charge des émetteurs et d'absorber sans difficultés les pointes d'activité.

Dans le courant du premier semestre 1994, l'installation chez les adhérents d'une version de la station de travail Saturne comportant de nouvelles fonctionnalités devrait leur permettre d'utiliser le système avec encore plus d'efficacité.

Communiqué de la Banque de France, en date du 27 janvier 1993, relatif au remboursement par anticipation du solde de la dette contractée envers le Fecom

La situation hebdomadaire arrêtée au 20 janvier 1994 fait apparaître l'incidence du remboursement

par anticipation du solde (20 %), qui venait à échéance le 15 février, de la dette contractée envers le Fonds européen de coopération monétaire à fin juillet 1993 (106,9 milliards de francs) et des intérêts y afférents.

Ce remboursement final (23,2 milliards de francs) s'est matérialisé par une cession de devises prélevées sur les avoirs acquis à cette fin par le Fonds de stabilisation des changes.

Le désendettement du Fonds de stabilisation des changes vis-à-vis de l'Institut monétaire européen (qui a pris la succession du Fecom à compter du 1^{er} janvier 1994) a eu pour conséquence une réduction de ses disponibilités en francs, qui explique l'essentiel du fléchissement, au passif de la situation hebdomadaire de la Banque de France, du poste « Autres comptes, dispositions et autres engagements à vue ».

Communiqué de la Banque de France et du ministère de l'Économie, en date du 27 janvier 1994, relatif à la réévaluation semestrielle des cours officiels de change

Les réserves officielles de change de l'État s'élèvent à la fin du mois de décembre 1993 à 286 624 milliards de francs, contre 264 674 milliards de francs à la fin du mois de novembre 1993, soit une augmentation de 21 950 milliards de francs, correspondant à hauteur de 19 183 milliards de francs à l'incidence comptable des nouvelles bases d'évaluation semestrielle, principalement sur la valeur des réserves en or, et pour 2 767 milliards de francs aux opérations du mois sur nos réserves de change.

Les réserves de l'État se répartissent comme suit :

Réserves en or	178 076 milliards de francs
Réserves en devises	105 663 milliards de francs
Réserves en écus	10 281 milliards de francs
Créances sur le FMI	15 528 milliards de francs
Position à l'IME	- 22 924 milliards de francs

1. Les réserves en or ont augmenté de 18 581 milliards de francs du fait de l'application du nouveau cours de référence pour le premier semestre 1994.

Celui-ci est désormais de 69 913 francs, contre 62 618 francs le kilogramme pour la période précédente. Il correspond à la moyenne des cours

quotidiens de l'or à Londres durant le quatrième trimestre 1993 convertis en francs sur la base des cours quotidiens du dollar à Paris pendant la même période.

2. *Les réserves en écus* ont diminué de 271 milliards de francs. Cette variation correspond à l'application des nouvelles bases d'évaluation des réserves, l'écu étant comptabilisé à 6,58738 francs pour le premier semestre 1994, contre 6,60195 francs au second semestre 1993.

3. *Les réserves en devises* ont augmenté de 3 462 milliards de francs.

Cette variation correspond aux opérations du mois et à la variation comptable résultant de l'application de nouvelles bases d'évaluation des réserves.

Le cours d'évaluation pour le dollar est désormais de 5,795 francs, contre 5,7575 francs au second semestre 1993.

4. *Les créances de la France sur le Fonds monétaire international* ont augmenté de 127 milliards de francs du fait de la variation de notre position de réserve au FMI et de l'application d'une nouvelle base d'évaluation comptable du DTS (droit de tirage spécial).

Le cours du DTS retenu pour le premier semestre 1994 est de 8,07671 francs, au lieu de 7,9935 francs au second semestre 1993.

5. *La position débitrice de la France auprès de l'Institut monétaire européen* (qui a repris les attributions du Fonds européen de coopération monétaire le 1^{er} janvier 1994) est passée de – 22 975 milliards de francs à – 22 924 milliards de francs, du fait de l'application du nouveau cours comptable de l'écu.

Cette dette, dont l'échéance était fixée au 15 février, a été intégralement remboursée le 14 janvier. Ce remboursement anticipé solde la dette contractée à l'égard du Fonds européen de coopération monétaire. Il sera pris en compte dans le communiqué sur l'évolution des réserves de change au cours du mois de janvier.

Bulletin officiel

Comité des établissements de crédit

MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS

A. ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI DU 24 JANVIER 1984

**Agréments, retraits d'agrément et autres modifications
devenus effectifs au cours du quatrième trimestre 1993**

METROPOLE - OUTRE MER

I. Banques

Agrément

- Banque directe, SA, Paris

Retrait d'agrément

- Banque Eurofin (1ère du nom), SA, Paris

Modifications

- Banque Eurofin (2ème du nom), SA, Paris
au lieu de
Compagnie privée de banque - CPB, SA, Paris
- Banque Worms, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
au lieu de
Banque Worms, SA, Paris
- Crédimo - Caisse de crédit pour l'équipement en machines-outils et autres matériels de production,
SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
au lieu de
Crédimo - Caisse de crédit pour l'équipement en machines-outils et autres matériels de production, SA, Paris
- Losange banque, SA, Noisy-le-Grand, (Seine-St-Denis)
au lieu de
Losange banque SA, SA, Boulogne-Billancourt, (Hauts-de-Seine)

II. Banques mutualistes ou coopératives

établissements affiliés à la Confédération nationale du crédit mutuel

Retraits d'agrément

- Caisse fédérale du crédit mutuel Champagne-Ardenne, Société coopérative, Reims, (Marne)
- Crédit mutuel agricole et rural de Normandie, Société coopérative - livre V du code rural, Caen,
(Calvados)

III. Caisses d'épargne et de prévoyance

Modification

- Caisse d'épargne et de prévoyance des Pays lorrains, Établissement de crédit sans but lucratif - loi du 01.07.83, Nancy, (Meurthe-et-Moselle)

au lieu de Caisse d'épargne et de prévoyance des Pays lorrains, Établissement de crédit sans but lucratif - loi du 01.07.83, Villers-Lès-Nancy, (Meurthe-et-Moselle)

IV. Caisses de crédit municipal

Retrait d'agrément

- Caisse de crédit municipal de Calais, Établissement public communal, Calais, (Pas-de-Calais)

V. Société financières

1. Sociétés financières affiliées à un organe central

a. Sociétés financières affiliées à la Chambre syndicale des banques populaires

Retraits d'agrément

- Société de caution mutuelle artisanale de Saône-et-Loire, "Socama Saône-et-Loire", Société coopérative de caution mutuelle - Loi 13.03.1917, Chalon-sur-Saône, (Saône-et-Loire)
- Société pour la promotion du commerce indépendant de la champagne "Procomi Champagne", Société coopérative de caution mutuelle - Loi 13.03.1917, Troyes, (Aube)
- Société pour la promotion des professions libérales de Saône-et-Loire et de l'Ain "Soprolib de Saône-et-Loire et de l'Ain", Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Macon, (Saône-et-Loire)

Modifications

- Société de caution mutuelle immobilière de Saône-et-Loire et de l'Ain "Socami Saône-et-Loire et Ain", Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.01.1917, Chalon-sur-Saône (Saône-et-Loire)
au lieu de Société de caution mutuelle immobilière de Saône-et-Loire et de l'Ain, "Socami Saône-et-Loire et Ain", Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Mâcon, (Saône-et-Loire)
- Société pour la promotion des professions libérales de Franche-Comté, du Mâconnais et de l'Ain "Soprolib Franche-Comté, Mâconnais et Ain", Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Besançon, (Doubs)
au lieu de Société de caution mutuelle pour la promotion des professions libérales de Franche-Comté (Soprolib Franche-Comté), Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Besançon, (Doubs)

b. Sociétés financières affiliées au CENCEP

Retrait d'agrément

- Société régionale de financement des Pays de Loire, SA, Orvault, (Loire-Atlantique)

c. Sociétés financières affiliées à la Caisse nationale de crédit agricole

Retraits d'agrément

- Société financière régionale du Nord et du Pas-de-Calais - Sofirenord, SA, Lille, (Nord)
- Union pour le cautionnement de l'équipement familial et immobilier - "Unicefi SA", SA, Champagne au Mont d'Or, (Rhône)

e. Sociétés financières affiliées à la Chambre syndicale des SACI

Retraits d'agrément

- Financière 3 f société anonyme de crédit immobilier, SA, Paris
- Société anonyme de crédit immobilier des Ardennes, SA, Charleville-Mézières, (Ardennes)
- Société anonyme de crédit immobilier de l'arrondissement de Saint-Omer, SA, St-Omer, (Pas-de-Calais)
- Société anonyme de crédit immobilier Franche-Comté Sud, SA, Pontarlier, (Doubs)
- Société anonyme de crédit immobilier Intercil crédit, SA, Paris
- Société anonyme de crédit immobilier de la région de Sceaux, SA, Paris
- Société anonyme de crédit immobilier de Remiremont, SA, Remiremont, (Vosges)
- Société anonyme de crédit immobilier de Saint-Chamond, SA, St-Chamond, (Loire)
- Société de crédit immobilier de Champagne-Ardenne, société anonyme de crédit immobilier, SA, Reims, (Marne)
- Société de crédit immobilier "Demeures sociales de l'Ile-de-France", SA, Sannois, (Val-d'Oise)

Modifications

- Crédit immobilier de France, société régionale Doubs - Haute-Saône - Franche-Comté-Sud, Société anonyme de crédit immobilier, SA, Miserey-Salines, (Doubs)

au lieu de Crédit immobilier de France, société régionale Doubs -Haute-Saône, société anonyme de crédit immobilier, SA, Miserey-Salines, (Doubs)

- Société de crédit immobilier de Champagne-Ardenne, société anonyme de crédit immobilier, SA, Reims, (Marne)

au lieu de Société anonyme marnaise de crédit immobilier, SA, Chalons-sur-Marne, (Marne)

2. Sociétés financières adhérant à un organisme professionnel

a. Sociétés de caution à caractère mutuel ("loi de 1917" et statuts divers)

Retraits d'agrément

Caisse professionnelle de garantie pour le financement des médecins "Profimed", Société anonyme coopérative, Paris

Société de caution mutuelle pour le développement de l'artisanat guadeloupéen "Socama Guadeloupe", Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Les Abymes, (Guadeloupe)

- Société de caution mutuelle pour le développement de l'artisanat guyanais "Socama Guyane", Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Cayenne, (Guyane)

- SOCOD-PME, Société coopérative de caution mutuelle - Loi du 13.03.1917, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

g. Sicomi

Modification

- Socomi Grand Sud-Ouest, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

au lieu de Sicomi Grand Sud-Ouest, SA, Toulouse, (Haute-Garonne)

h. Autres sociétés financières

Agréments

- AGF Financement 2, SA, Paris

- EIA - Experts immobiliers associés, SA, Paris

- Omnium immobilier de gestion, SA, Paris

- Soffim - société financière et foncière pour l'immobilier, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

- Sofrafi, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

- Volvo truck finance France, SA, Chaville, (Hauts-de-Seine)

Retraits d'agrément

- AGI, Société financière, SA, Paris

- Cogesat immobilier et compagnie - Cogesat crédit-bail immobilier SNC, Société en nom collectif, Paris

- Crédit Ford SA, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

- Concorde finance, Société en nom collectif, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

- Élysées bail SA, SA, Paris

- Financière de gestion et d'investissement - FGI, SA, Paris

- Franfinance crédit, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

- Prifinance, Société en nom collectif, Paris

- Soffim - société financière et foncière pour l'immobilier, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

- Sofi patrimoine (1ère du nom), SA, Lyon, (Rhône)

- Société de location de biens d'équipement - SLBE, SA, Paris

- Unicar, SA, Guyancourt, (Yvelines)

Modifications

- Crédit de l'Arche, SA, Paris

au lieu de Crédit de l'Arche, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)

- Crédit financier pour le commerce, SA, Paris

au lieu de Crédit financier pour le commerce, Société à responsabilité limitée, Paris

- Fenwick financement, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Fenwick financement, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
- Franfinance, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Franfinance, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
- Franfinance bail, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Franfinance bail, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)
- Franfinance équipement et Cie, Société en nom collectif, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Franfinance équipement et Cie, Société en nom collectif, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
- Générale de financement Bull, SA, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Générale de financement Bull, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)
- Lease plan crédit SA, SA, Garches, (Hauts-de-Seine)
au lieu de Caisse industrielle de crédit automobile (CICA), SA, Paris
- Lease place finance SA, SA, Garches, (Hauts-de-Seine)
au lieu de "Solocam" - Société de location automobile et matériel, SA, Paris

Transfert de catégorie (Établissement précédemment Sociétés financières - Maisons de Titres)

- Pallas finance, SA, Paris
- Sofi patrimoine (2ème du nom), SA, Lyon, (Rhône)
au lieu de Sofinance (SF), SA, Lyon, (Rhône)

VII. Sociétés financières - Maisons de titres

Agréments

- Daiwa Europe finance (France) SA, SA, Paris
- Fauchier-Magnan-Durant des Aulnois gestion, SA, Paris

Retrait d'agrément

- Épargne actuelle finance, SA, Paris

Modifications

- CS first Boston France SA, SA, Paris
au lieu de Crédit suisse first Boston France SA, SA, Paris

- Dubly SA, SA, Lille, (Nord)
au lieu de Dubly Motte SA, SA, Lille (Nord)
- Indosuez asset management, SA, Paris
au lieu de Indosuez gartmore gestions, SA, Paris

MONACO

I. Banques

Agrément

- Abn Amro Bank NV, Succursale, Monaco, (Monaco), Amsterdam, (NL)

B. SUCCURSALES D'ÉTABLISSEMENTS AYANT LEUR SIÈGE DANS UN PAYS DE LA COMMUNAUTÉ

I. Banques

Ajouter

- Badenia Bausparkasse AG, Succursale, Strasbourg, (Bas-Rhin), Karlsruhe, (DE)
- Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipuzcoa y San Sebastian - Kutxa, Succursale, Hendaye (Pyrénées-Atlantiques), San Sebastian, (E)

Modification

- Caixa geral de depositos SA, Succursale, Paris, Lisbonne, (PT)
au lieu de Caixa geral de depositos, Succursale, Paris Lisbonne, (PT)

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

du 1^{er} janvier au 31 janvier 1994

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 1^{ER} JANVIER 1994

– Loi n° 93-1420 du 31 décembre 1993 portant modification de diverses dispositions pour la mise en oeuvre de l'accord sur l'Espace économique européen sur l'Union européenne.

– Loi n° 93-1423 du 31 décembre 1993 autorisant la ratification de l'acte modifiant le protocole sur les statuts de la Banque européenne d'investissement habilitant le Conseil des gouverneurs à créer un Fonds européen d'investissement.

– Décret n° 93-1427 du 31 décembre 1993 relatif à l'émission des valeurs du Trésor.

– Arrêté du 30 décembre 1993 portant homologation de règlements du Comité de la réglementation bancaire.

- Règlement n° 93-05 du 21 décembre 1993 relatif au contrôle des grands risques.

- Règlement n° 93-06 du 21 décembre 1993 relatif à la comptabilisation de titrisation.

- Règlement n° 93-07 du 21 décembre 1993 modifiant le règlement n° 90-02 relatif aux fonds propres.

- Règlement n° 93-08 du 21 décembre 1993 modifiant le règlement n° 91-03 du 16 janvier 1991 relatif à l'établissement et à la publication des situations trimestrielles et du tableau d'activité et de résultats semestriels individuel et consolidé des établissements de crédit.

- Règlement n° 93-09 du 21 décembre 1993 modifiant le règlement n° 89-06 du 22 juin 1989 relatif à la rémunération des dépôts de garantie obligatoires sur les marchés réglementés.

- Règlement n° 93-10 du 21 décembre 1993 modifiant le règlement n° 93-03 du 19 mars 1993 relatif aux conventions de comptes de titres entre les établissements de crédit et leurs clients.

JO DU 2, 3 ET 4 JANVIER 1994

– Loi n° 94-1 du 3 janvier 1994 instituant la société par actions simplifiée.

– Arrêté du 31 décembre 1993 relatif aux taux et plafonds des prêts bonifiés à l'agriculture.

– Avis relatif aux conditions d'ouverture ou de prolongation d'un compte sur livret d'épargne populaire.

JO DU 5 JANVIER 1994

– Loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers.

JO DU 7 JANVIER 1994

– Décret du 6 janvier 1994 portant nomination au Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.

– Décret du 6 janvier 1994 portant nomination des sous-gouverneurs de la Banque de France.

JO DU 8 JANVIER 1994

– Avis relatif à la vente de gré à gré d'actions de la Société nationale Elf-Aquitaine.

JO DU 12 JANVIER 1994

– Arrêté du 24 décembre 1993 relatif au crédit à l'artisanat.

JO DU 13 JANVIER 1994

– Arrêté du 4 janvier 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois d'octobre 1993.

– Arrêté du 4 janvier 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de novembre 1993.

JO DU 14 JANVIER 1994

– Arrêté du 6 janvier 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 janvier 1994 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable TMB Janvier 1999 (code Sicovam : 10 249).

– Arrêté du 6 janvier 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 janvier 1994 pour les obligations

assimilables du Trésor à taux variable TME Janvier 1998 (code Sicovam : 11 050).

– Arrêté du 6 janvier 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 janvier 1994 pour les obligations assimilables du Trésor à taux variable TME Janvier 2001 (code Sicovam : 11 350).

– Avis relatif à la fixation du prix pour paiement comptant visé à l'article L311-7 du code de la consommation.

– Avis relatif à la désignation du secrétaire général du Conseil national du crédit.

JO DU 15 JANVIER 1994

– Arrêté du 13 janvier 1994 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels en écus 5 % Mars 1999.

– Arrêté du 13 janvier 1994 relatif à la création de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 4,50 % Mai 1996 et de bons du Trésor en compte courant à taux fixe et intérêts annuels 4,75 % Avril 1999.

JO DU 17 ET 18 JANVIER 1994

– Avis relatifs à la publication des décisions prises par la Commission des opérations de bourse (art. 7 du décret n° 90-263 du 23 mars 1990).

JO DU 19 JANVIER 1994

– Avis relatif à la durée du mandat des premiers membres du Conseil de la politique monétaire.

JO DU 23 JANVIER 1994

– Arrêté du 7 janvier 1994 relatif aux dispositions comptables applicables aux sociétés civiles de placement immobilier.

JO DU 24 ET 25 JANVIER 1994

– Loi d'orientation quinquennale n° 94-66 du 24 janvier 1994 relative à la maîtrise des finances publiques.

JO DU 27 JANVIER 1994

– Avis relatif à la fixation du prix pour paiement comptant visé à l'article L311-7 du code de la consommation.

JO DU 28 JANVIER 1994

– Décret n° 94-80 du 18 janvier 1994 portant publication du traité sur l'Union européenne, signé à Maastricht le 7 février 1992.

JO DU 29 JANVIER 1994

– Arrêté du 26 janvier 1994 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 6 % Octobre 2025.

– Arrêté du 30 décembre 1993 portant homologation de règlements du Comité de la réglementation bancaire (rectificatif).