

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 4

AVRIL 1994

SOMMAIRE

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

	Page
1. Synthèse	5
2. Chronologie des principaux événements	
2.1. France	9
2.2. Étranger	12
3. Le contexte économique et monétaire international	
3.1. La situation dans les principaux pays étrangers	15
3.2. L'évolution des principales devises	17
3.3. Le marché de l'or	24
4. La situation économique de la France	
4.1. La conjoncture économique	25
4.2. La balance des paiements	29
5. Les marchés de capitaux	
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire	35
5.1.1. La liquidité bancaire et le marché interbancaire au jour le jour	36
5.1.2. Les marchés de terme interbancaire et le contrat Matif Pibor 3 mois	38
5.1.3. Le marché des bons du Trésor	40
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel	44
5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt	47
5.2. Les émissions	48
5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables et de BMTN	48
5.2.2. Les SICAV	55
5.2.3. Le marché primaire obligataire	56
5.2.4. Le marché primaire des actions	60
5.3. Le marché secondaire des actions	61
6. Les agrégats monétaires	
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement	68
6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total	72

COMMUNICATIONS

	<u>Page</u>
Importance de la coopération franco-allemande dans la construction de l'UEM.....	77
Groupe plénier sur les moyens de paiement.....	83
La Banque de France et l'information.....	89

ÉTUDES

Dossiers

Compensation des opérations de change : l'expérience de la place de Paris	93
La structure de la dette obligataire des résidents au 31 décembre 1993	103
Localisation et performances : la situation des entreprises industrielles régionales en 1992	115
La clientèle des principaux établissements dépositaires de titres à fin septembre 1993.....	121
La composition des PEA à fin décembre 1993.....	143

Enquêtes

Enquête sur le comportement des entreprises en 1993	157
Le coût du crédit aux entreprises	171

STATISTIQUES

Sommaire.....	175
----------------------	------------

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

Sommaire.....	221
Tarif des publications diffusées par la Banque de France	229

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

Les signes d'une reprise en Europe continentale se précisent, tandis que la croissance pourrait se modérer quelque peu au Royaume-Uni. Aux États-Unis, l'activité reste très bien orientée. Au Japon, en revanche, aucune amélioration notable n'est encore perceptible. L'inflation demeure en général à un niveau modéré et s'est même atténuée en Allemagne. Les taux d'intérêt à court terme ont progressé aux États-Unis et n'ont que faiblement reculé en Europe. Partout, la remontée des taux longs a été sensible.

L'évolution des principales devises en mars

Les marchés de change ont enregistré les effets de la correction des anticipations relatives à l'évolution comparée des taux d'intérêt aux États-Unis et en Allemagne. Le dollar s'est inscrit en repli marqué vis-à-vis des monnaies européennes, atteignant ses plus bas niveaux depuis octobre 1993. Le yen a fluctué au gré des négociations commerciales américano-nippones, s'incravant à la hausse, puis en vif repli, avant de se redresser brusquement en fin de période. Les devises nordiques se sont effritées à l'égard du deutschemark. La livre sterling s'est nettement repliée. La lire a subi le contrecoup d'importants dégagements du marché obligataire italien à l'approche des élections, avant de se redresser sensiblement au lendemain du scrutin. Au sein du mécanisme de change communautaire, le deutschemark s'est renforcé, notamment vis-à-vis de la couronne danoise et surtout de l'escudo et de la livre irlandaise, conforté par la prudence de la Banque fédérale d'Allemagne dans la conduite de sa politique monétaire et par l'apaisement des tensions sociales en Allemagne. Le franc, dans un contexte d'amélioration des perspectives de l'économie française, a bien résisté à la progression du deutschemark au cours de la première quinzaine, avant de se replier légèrement en fin de période.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en mars

Selon les chefs d'entreprise interrogés lors de l'enquête de conjoncture de la Banque de France, le mouvement de reprise de l'activité, observé depuis novembre 1993, s'est amplifié en s'étendant à tous les secteurs. Le redressement du taux d'utilisation des capacités de production s'est poursuivi. La demande globale demeure soutenue. Le marché intérieur bénéficie d'un certain raffermissement des commandes interindustrielles, notamment en provenance de l'automobile, secteur fortement stimulé par les mesures gouvernementales. Des progrès sont de nouveau enregistrés sur les marchés étrangers les plus porteurs (Asie du Sud-Est, Moyen-Orient, États-Unis) ainsi que, de manière plus ponctuelle, en Europe du Sud et de l'Est. L'appréciation portée sur les carnets de commandes continue de s'améliorer sensiblement, si bien que leur niveau est jugé proche de la normale. Les stocks, désormais considérés comme bien adaptés au marché, apparaissent même parfois insuffisants. La concurrence, toujours vive, ne permet pas d'ajuster les prix des produits finis, dont l'effritement se poursuit. La progression de l'activité devrait se poursuivre au cours des prochains mois. Même si les programmes d'investissement demeurent rares, certains chefs d'entreprise envisagent, pour la première fois depuis de nombreux mois, d'engager assez rapidement des projets jusqu'alors différés. Toutefois, les effectifs ont encore diminué dans l'industrie et le bâtiment, plus faiblement dans le commerce.

La balance des paiements en janvier

L'excédent du commerce extérieur (FAB-FAB, cvs) s'est replié en janvier à 2,7 milliards de francs, après 13,2 milliards en décembre ; en données brutes, il s'établit à 2 milliards de francs, contre 13,3 milliards le mois précédent. Le solde des transactions courantes avec l'extérieur a présenté, en

données brutes provisoires, un solde positif de 12,5 milliards de francs, contre 16,1 milliards en décembre ; en données cvs, il s'établit à 16,1 milliards de francs, après 15,7 milliards ; toutefois, le résultat de décembre avait essentiellement pour origine l'excédent commercial alors que celui de janvier s'explique par le solde des opérations du secteur officiel avec les institutions communautaires relevant des transferts unilatéraux. Les mouvements de capitaux à long terme ont dégagé des sorties nettes de 36,9 milliards de francs, après 17,3 milliards en décembre. Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 52,9 milliards de francs, contre 12,5 milliards le mois précédent.

Les marchés de capitaux en mars

Les marchés de taux d'intérêt ont conservé une orientation favorable sur les échéances inférieures à un an. Au-delà de cette durée on observe une légère tension, d'autant plus marquée que les échéances sont plus éloignées.

La Banque de France a poursuivi sa politique de détente graduelle des taux courts en abaissant à deux reprises de 10 points de base son taux des appels d'offres, ramené à 6 % le 24 mars puis à 5,90 % le 31 mars. Le taux de l'argent au jour le jour s'est replié d'un quart de point au cours du mois.

Sur le marché obligataire, le rendement moyen des emprunts du gisement s'est accru de 31 centimes à 6,42 % le 31 mars, contre 6,11 % le 28 février. Cette évolution, commune à l'ensemble des marchés financiers, a été largement influencée par la forte hausse des taux longs aux États-Unis. En fin de mois, les taux à long terme français, demeurant toutefois, comme les taux allemands, inférieurs aux taux américains et nettement en retrait aux taux anglais.

L'encours total des titres de créances négociables a progressé de 18,8 milliards de francs en raison de l'augmentation des certificats de dépôt et des bons à moyen terme négociables ; en revanche, celui des billets de trésorerie et des bons des institutions et des sociétés financières a enregistré une érosion. Sur le marché primaire obligataire, les flux d'émissions brutes relatifs aux emprunts réglés au cours du mois ont fortement diminué.

Le mouvement de repli s'est prolongé en mars sur le marché parisien des actions. Le durcissement de la politique monétaire américaine, confirmé le 22 mars par le Comité fédéral de l'Open Market, et dont la poursuite est anticipée par les marchés américains, a entraîné une détérioration de la tendance, dans le sillage de Wall Street : l'indice CAC 40 a reculé de 8,95 % sur l'ensemble du mois, après le repli de 4,3 % enregistré en février.

Les agrégats monétaires

En février, les moyens de paiement (M1) ont enregistré une hausse de 0,5 %, en raison d'un nouvel accroissement des dépôts à vue (0,6 %). L'agrégat M2 a également augmenté de 0,5 %, les avoirs sur livrets à taux réglementé (M2 – M1), en croissance presqu'ininterrompue depuis août 1993, ayant continué de progresser (0,5 %). Ainsi, la variation des deux agrégats de monnaie étroits, nettement positive depuis quelques mois, paraît bien traduire une augmentation de la demande d'encaisses de transactions.

En revanche, l'agrégat M3 s'est encore contracté, sous l'effet d'une nouvelle baisse des placements rémunérés à taux de marché et, en particulier, du repli des titres d'OPCVM court terme ; son recul (– 0,3 %) est toutefois plus limité que lors des mois précédents. L'évolution de M3 depuis le milieu de l'année 1993 traduit un transfert d'actifs liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, qui résulte, en partie, de l'évolution très marquée de la structure des taux d'intérêt l'an dernier, mais aussi de facteurs exceptionnels, liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux mesures fiscales concernant les OPCVM. La variation de M3 en 1993, qui

s'établissait nominalement à $-1,2\%$ ressortait, après correction de l'impact de ces facteurs exceptionnels, à $+1,8\%$ (chiffres révisés). À cela s'est ajouté, en janvier et février 1994, l'effet des arbitrages en faveur des plans d'épargne-logement, avant la baisse annoncée de leur taux de rémunération. Au total, l'évolution de M3 sur un an, calculée entre moyennes trimestrielles centrées, s'établit nominalement à -3% et à 0% si on la corrige de ces facteurs exceptionnels.

La progression de l'agrégat de placement P1 (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) s'est encore accélérée et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à $18,8\%$ sur un an. Sur un mois, l'agrégat progresse de $18,6$ milliards de francs, montant identique à la contraction des OPCVM court terme.

Sur l'ensemble de l'année 1993, la progression de l'endettement intérieur total (4%) recouvre notamment une croissance très vive des financements obtenus sur les marchés internes ($14,7\%$) et, en particulier, des ressources obligataires ($20,9\%$). Ces modalités de financement se sont substituées en partie à l'émission de titres de créances négociables, dont l'accroissement se ralentit sensiblement ($4,2\%$), et surtout au crédit ($+0,1\%$).

À fin décembre 1993, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit s'inscrivent en léger recul sur un an ($-0,4\%$), après deux mois d'évolution positive. Les crédits distribués par les banques, appréciés en glissement sur douze mois, diminuent au même rythme que le mois précédent.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les privatisations

- 4 mars** Le Premier ministre repousse la privatisation de Renault à 1995.
- 8 mars** Le gouvernement décide que les Assurances générales de France (AGF) et Bull seront privatisées dès cette année.

Les entreprises publiques

- 10 mars** Le plan de sauvetage d'Air France, remis à chaque salarié de la compagnie et aux syndicats, prévoit une recapitalisation massive (au moins FRF 20 milliards), 5 000 suppressions d'emploi sur trois ans, un gel des salaires, l'ouverture de 15 % du capital aux salariés en échange de concessions salariales et une refonte totale de l'organisation de l'entreprise.
- 24 mars** Le président du Crédit lyonnais présente le plan d'assainissement de son établissement suite aux pertes enregistrées en 1993 (FRF 6,9 milliards). Une augmentation de capital sera souscrite à hauteur de FRF 3,5 milliards par l'État, de 1,2 milliard par Thomson et de 200 millions par la Caisse des dépôts et consignations. Une structure spécifique accueillera FRF 40 milliards de créances immobilières, dont 18,4 milliards seront garantis par l'État. En contrepartie, la banque cédera FRF 20 milliards d'actifs et s'engagera dans une diminution drastique de ses frais généraux.

Les délocalisations

- 11 mars** Le Conseil d'État annule les délocalisations de l'INPI (Institut national pour la propriété industrielle) et du CEMAGREF (Centre national du machinisme agricole, du génie rural et des eaux et forêts).

La lutte contre la pauvreté

- 15 mars** Entrée en fonction du Conseil national de lutte contre la pauvreté et l'exclusion.

Les finances publiques

- 15 mars** Le déficit budgétaire de 1993 s'est établi à FRF 315,7 milliards, soit 4,45 % du PIB.
- 28 mars** En 1993, la dette des administrations publiques, au sens du traité de Maastricht, s'est élevée à 44,9 % du PIB, contre 39,5 % en 1992. Ce ratio reste inférieur au plafond prévu par le Traité (60 %) et à la moyenne des pays de l'Union européenne (66 %).

29 mars La dette de l'État a atteint, à la fin de l'an dernier, FRF 2 472 milliards, en augmentation de 17,1 % par rapport à l'année précédente.

La politique familiale

21 mars Le ministre des Affaires sociales présente le projet de loi sur la politique familiale, dont le coût (FRF 19 milliards) sera étalé sur plusieurs années.

Le contrat d'insertion professionnelle (CIP)

22 mars Publication d'un décret complémentaire sur le CIP, qui modifie très sensiblement le dispositif initial.

28 mars Le Premier ministre suspend l'application du CIP.

30 mars Le Premier ministre annonce le retrait définitif du CIP, qui sera remplacé par le versement d'une aide mensuelle de 1 000 francs, pendant 9 mois, à toute entreprise embauchant des jeunes sans emploi pour une durée de 18 mois minimum.

La Banque de France et la politique monétaire

24 mars La Banque de France abaisse de 6,10 % à 6 % le taux de ses appels d'offres.

31 mars La Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 6 % à 5,90 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Les perspectives économiques

11 mars Selon l'enquête de l'INSEE auprès des ménages, les anticipations de ceux-ci à l'égard de l'évolution du chômage et de leur situation financière se sont améliorées, en février, pour le deuxième mois consécutif. Les ménages demeurent néanmoins prudents pour leurs dépenses.

16 mars L'INSEE révise à 0,7 % la progression du PIB au premier semestre (contre 0,5 % dans sa précédente évaluation) et prévoit une croissance de 1,3 % pour l'ensemble de l'année. Le taux de chômage devrait toutefois atteindre 12,7 % en juin, contre 12,2 % en décembre 1993.

29 mars L'enquête de l'INSEE auprès des chefs d'entreprise fait état, en mars, d'un véritable retournement des anticipations par rapport à l'été dernier.

La construction de logements

6 mars Selon le ministère de l'Équipement, les ventes de logements neufs ont progressé de 25 % au dernier trimestre 1993, leur croissance ressortant à 7,2 % sur l'ensemble de l'année.

22 mars Au cours des deux premiers mois de 1994, les mises en chantier de logements ont augmenté de 21,6 % par rapport à la période correspondante de 1993.

Les immatriculations d'automobiles

1^{er} mars Les immatriculations ont marqué une progression de 8,2 % sur un an en février, mois au cours duquel les constructeurs ont enregistré un afflux de commandes liées aux mesures gouvernementales.

La consommation des ménages

23 mars En février, la consommation des ménages en produits manufacturés est restée quasiment stable, après s'être accrue de 0,9 % en janvier.

Les créations d'entreprises

11 mars En février, l'INSEE a recensé 23 440 créations d'entreprises (données cvs), contre 23 090 en janvier, mais 23 640, en moyenne, au cours du dernier trimestre 1993.

L'emploi

31 mars En février, le nombre des demandeurs d'emploi s'est élevé à 3 312 300 (cvs), en hausse de 0,2 % sur un mois et de 9,3 % sur un an. Le taux de chômage est resté stable à 12,2 %.

Les prix

22 mars En février, selon l'indice définitif de l'INSEE, la hausse des prix à la consommation a atteint 0,3 %, après 0,2 % en janvier. Sur un an, elle ressort à 1,8 %, chiffre le plus faible depuis 1956.

Les comptes extérieurs

21 mars En décembre 1993, les transactions courantes ont dégagé un excédent record de FRF 15,7 milliards (cvs). Pour l'ensemble de l'année, le solde positif ressort à FRF 59,5 milliards, contre 20,5 milliards en 1992.

22 mars En janvier 1994, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de FRF 2,7 milliards (cvs).

2.2. Étranger

2 mars La Banque fédérale d'Allemagne réduit de 6 % à 5,97 % le taux de ses prises en pension à 14 jours.

Forte baisse des marchés obligataires européens après la publication d'un taux de croissance de 20,6 % de la masse monétaire allemande M3 en janvier (le contrat notionnel du Matif perd jusqu'à 300 points avant de clôturer sur un recul de 138 points).

Le Gouvernement autrichien approuve le projet d'adhésion à l'Union européenne. Le projet doit ensuite être soumis au Parlement.

3 mars La Banque d'Espagne réduit le taux de ses appels d'offres à 10 jours de 8,50 % à 8 %.

4 mars Le président Clinton annonce la remise en vigueur de l'article dénommé « super 301 » permettant de prendre des mesures de sanction commerciales.

Création de 217 000 emplois non agricoles en février aux États-Unis, le taux de chômage revenant de 6,7 % à 6,5 %.

7 mars Annonce d'un accord entre le syndicat IG Metall et le patronat allemand (hausse de 2 % des salaires seulement mais accord sur la sauvegarde des emplois).

8 mars Recul de 0,5 % du PIB de l'Allemagne occidentale au 4^e trimestre 1993.

9 mars Lors de sa prise en pension hebdomadaire à deux semaines, la Banque fédérale d'Allemagne alloue la majorité des fonds à 5,94 %. Ce taux est légèrement en retrait sur le taux prédominant (5,98 % - 5,99 %) et même sur le taux minimum (5,97 %) de la semaine dernière. Le montant accordé (83 milliards de deutschemarks) est pratiquement identique à la tombée (82,5 milliards).

La Banque nationale de Belgique abaisse son taux central de 6,25 % à 6,15 % et son taux de découvert de fin de journée de 7,75 % à 7,65 %. Le taux d'urgence demeure à 10,5 % et le taux d'escompte à 5 %.

10 mars Publication du « Beige book » du Système de réserve fédérale, qui souligne que les pressions inflationnistes restent limitées aux États-Unis.

11 mars Progression de 1,5 % des ventes de détail en février aux États-Unis.

Le déficit commercial du Royaume-Uni s'élève à GBP 1,57 milliard en décembre (soit 13,42 milliards sur l'année).

Révision à 21,2 % (contre 20,6 % estimé) de la croissance de M3 en Allemagne au mois de janvier.

14 mars Les prix de gros progressent de 0,1 % au Royaume-Uni en février (soit + 3,3 % en rythme annuel).

15 mars En février, progression des prix de gros américains de 0,5 % (+ 0,1 % hors énergie et alimentation), accroissement de la production industrielle de 0,4 %, taux d'utilisation des capacités de production : 83,4 %.

Réduction de l'excédent commercial suisse, qui revient de CHF 814 millions à 413 millions en février.

16 mars La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours et à taux variable. La majorité des fonds est alloué à 5,89 % - 5,90 %. Le taux minimal s'est réduit de 5,94 % la semaine dernière à 5,88 %.

Progression limitée à 0,3 % en février des prix à la consommation aux États-Unis (+ 0,3 % hors alimentation et énergie). Augmentation de 4,1 % des mises en chantier de logements.

Au Royaume-Uni, les ventes de détail reculent de 0,5 % en février. Le taux de chômage reste stable à 9,9 %.

Hausse de 0,5 % des prix de gros en Allemagne occidentale en février (+ 0,3 % en glissement annuel).

17 mars Le conseil de la Banque fédérale d'Allemagne décide de ne pas modifier les taux directeurs, le taux d'escompte et le taux Lombard restant inchangés à 5,25 % et 6,75%. Aucune indication n'a été donnée sur l'évolution à venir du taux des pensions.

18 mars La Banque JP Morgan relève son taux de base de 5,50 % à 6 %.

22 mars Le Système de réserve fédérale des États-Unis annonce qu'il procède à un resserrement de la liquidité qui se traduira par une hausse du taux de l'argent au jour le jour d'un quart de point à 3,5 %. La dernière hausse du taux des fonds fédéraux — la première, depuis cinq ans — datait du 4 février dernier.

La Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 82,1 milliards à 14 jours à taux variable, dont 38 % au taux minimum de 5,80 %, contre 5,88 % la semaine précédente. Le taux moyen est compris entre 5,81 % et 5,83 %, contre 5,89 % lors de la précédente opération.

Creusement du déficit commercial aux États-Unis en janvier (USD 9,58 milliards contre 7,35 milliards en décembre).

24 mars Croissance de 17,6 % de M3 en Allemagne en février.

25 mars M. Tietmeyer, président de la Banque fédérale d'Allemagne, souligne la nécessité de rester prudent en matière d'inflation compte tenu des évolutions de M3.

La lire glisse jusqu'à 997 contre deutschemark à la veille des élections législatives.

28 mars À l'instar de la Banque fédérale d'Allemagne, la Banque centrale néerlandaise émet des certificats de dépôt à six mois destinés à gérer la liquidité. L'appel d'offres (à l'américaine selon la terminologie française) est ouvert aux banques commerciales néerlandaises ainsi qu'aux banques centrales étrangères. Les offres totalisent 1,54 milliard de florins. La Banque centrale émet 1 milliard de florins au taux de 5,29 %.

La conférence de l'OPEP maintient ses plafonds de production : le brent baisse d'1 dollar à environ 13,25 dollars le baril.

Hausse des prix à la consommation en Allemagne en mars (+ 0,2 %, soit + 3,2 % sur un an pour la partie occidentale).

29 mars Un compromis est trouvé sur la réforme des droits de vote au Conseil européen rendue nécessaire par l'élargissement de l'Union. Il prévoit que la minorité de blocage passe de 23 voix à 27, la majorité qualifiée s'établissant en conséquence à 64 voix sur un total de 90, au lieu de 54 (sur un total de 76) auparavant ; cette

solution est conforme au souhait de dix pays européens sur douze. Cette règle devra être appliquée de façon souple : il est en effet prévu que, lorsqu'un groupe de pays pesant entre 23 et 26 voix s'opposera à une décision, une solution sera recherchée, « dans un délai raisonnable », avant toute prise de décision.

Victoire de la coalition de droite aux élections législatives en Italie.

Annonce, par le gouvernement japonais, d'un train de mesures d'ouverture commerciale jugé peu convaincant par les États-Unis ; le dollar baisse sensiblement contre yen.

Indice de confiance des consommateurs en hausse à 86,7 % en mars (après 79,9 % en février) aux États-Unis.

30 mars Lors de la prise en pension à 14 jours, la Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 65,9 milliards, retirant ainsi DEM 1,2 milliard du marché. 65% des fonds sont alloués au taux minimum de 5,76 %, contre 5,80 % la semaine précédente.

Réduction de 6,15 % à 6,05 % du taux central de la Banque nationale de Belgique et de 7,65 % à 7,55 % du taux des avances en fin de journée.

31 mars La Banque du Portugal augmente son taux des avances exceptionnelles au jour le jour de 1 % à 13 %, après l'avoir porté de 10,75 % à 11 % la veille, en vue de juguler la baisse de l'escudo face au deutschemark. L'escudo avait en effet atteint le 30 mars sa parité la plus faible depuis le début de l'année.

6 avril Lors de sa prise en pension hebdomadaire, la Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 80,3 milliards au taux minimum de 5,73 %, contre 5,76 % la semaine précédente.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

Les signes d'une reprise en Europe continentale se précisent tandis que la croissance pourrait se modérer quelque peu au Royaume-Uni ; aux États-Unis, l'activité reste très bien orientée ; au Japon en revanche, aucune amélioration notable n'est encore perceptible. L'inflation demeure en général à un niveau modéré et s'est même atténuée en Allemagne. Les taux d'intérêt à court terme ont progressé aux États-Unis et n'ont que faiblement reculé en Europe. Partout, la remontée des taux à long terme a été sensible.

La **hausse des prix** de détail est restée contenue dans la plupart des pays tout en enregistrant des évolutions différencierées. En Allemagne, un ralentissement est intervenu, le glissement annuel revenant à 3,2 % en mars, contre 3,4 % en février ; un même mouvement a été observé au Royaume-Uni (2,4 % en glissement annuel en février, contre 2,5 % en janvier), en Belgique, en Suisse, en Norvège et au Canada. Dans d'autres pays : Danemark (1,8 % en glissement annuel), Espagne (5 %), Italie (4,2 %), Pays-Bas (2,4 %), Japon (1,1 %), États-Unis (2,5 %), la stabilité prévaut.

Les **taux d'intérêt** à court terme ont augmenté aux États-Unis, le Système de réserve fédérale ayant, pour prévenir les risques d'une résurgence de l'inflation, relevé d'un quart de point le taux des fonds fédéraux, le 22 mars, après avoir déjà procédé à un mouvement identique le 4 février dernier. Au Japon, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, les taux à court terme sont restés stables. Ailleurs en Europe, le lent mouvement de repli s'est poursuivi. En revanche, la tension sur les taux d'intérêt à long terme a été générale, dépassant, d'une fin de mois à l'autre, 1/2 point aux États-Unis et au Royaume-Uni, sous l'influence des anticipations de redressements des taux directeurs américains destinés à empêcher une accélération de l'inflation.

Aux **États-Unis**, l'activité est restée très dynamique, soutenue en particulier par les dépenses de consommation (qui ont augmenté en termes réels de 0,7 % en février, contre 0,1 % en janvier) même si un léger recul est intervenu en début d'année dans la construction. Les résultats du quatrième trimestre ont été révisés de sorte que la croissance du PIB serait finalement de 7 % en rythme annuel au lieu de 7,5 % précédemment annoncés. L'indice de la production industrielle a progressé de 0,4 % en février après 0,5 % en janvier ; en revanche, les commandes à l'industrie se sont contractées de 1 % alors qu'elles avaient augmenté de 2,4 % en janvier.

Le taux de chômage est resté stable à 6,5 % en mars en dépit d'une vive hausse des créations nettes d'emplois qui ont atteint 456 000 au cours de ce mois.

Au **Japon**, le PIB a baissé de 0,6 % au quatrième trimestre par rapport au trimestre précédent au cours duquel une progression de 0,3 % avait été enregistrée. La demande interne est restée neutre, la progression de la consommation ayant compensé le recul de l'investissement privé. La demande extérieure a apporté une contribution négative. Sur l'ensemble de l'année 1993, la croissance japonaise s'est établie à 0,1 %.

Au début de l'année 1994, les signes de reprise demeurent ténus ; les dépenses de consommation des ménages ont augmenté de 2,7 % sur un an en janvier et la production industrielle s'est accrue de 0,2 % en février après 1 % en janvier ; son glissement annuel demeure toutefois négatif, à -4,2 %.

La situation du marché du travail continue de se détériorer, le ratio des offres sur les demandes d'emplois revenant à 0,65 en février, contre 0,7 en janvier.

L'excédent commercial libellé en dollars s'est accru en février, atteignant 10,9 milliards.

En **Allemagne occidentale**, la production industrielle au cours du bimestre janvier-février est restée stable au niveau particulièrement bas des deux mois précédents. Elle enregistre encore un glissement annuel négatif de 0,3 %. La production manufacturière diminue de près de 0,1 % tant par rapport à novembre-décembre qu'en comparaison de la même période de 1993. Il ne semble donc pas que le relèvement de la taxe sur les carburants et du taux de cotisation-retraite ait entraîné une rechute marquée de l'activité. Le redressement des exportations et le dynamisme du bâtiment ne suffisent cependant pas à entraîner une reprise.

À l'Ouest, le nombre de chômeurs (cvs) n'a progressé que de 24 000 personnes en février, de sorte que le taux de chômage est resté stable à 8,2 %, alors qu'il augmentait auparavant de 0,1 point chaque mois. En mars, il a atteint 8,3 %. À l'Est, le taux de chômage (brut) s'est accru de 17,0 % en janvier à 17,1 % en février pour retomber sous l'influence de facteurs saisonniers à 16,8 % en mars. Pour l'ensemble de l'Allemagne, le taux de chômage (brut) est resté stable en février à 10,4 % pour diminuer à 10,2 % en mars, en fort accroissement sur le début de 1993, où il était inférieur à 9 %.

Le déficit des transactions courantes de l'ensemble de l'Allemagne s'est atténué, passant de 39,4 milliards de deutchemarks à 36,2 milliards entre 1992 et 1993. Il revient ainsi de 1,3 % à 1,2 % du PIB. Cette diminution du besoin de financement de la nation est due au redressement de l'excédent commercial, qui s'accroît de 33,7 milliards de deutchemarks à

59,4 milliards d'une année sur l'autre. Le déficit des services en revanche s'est aggravé de 24,3 milliards de deutchemarks à 44,0 milliards, du fait des voyages et surtout des revenus du capital.

Au **Royaume-Uni**, les quelques indicateurs disponibles laissent entrevoir une modération de la croissance. Les données révisées du PIB font état d'une progression de 0,7 % au quatrième trimestre (0,8 % annoncés) et de 2,0 % en 1993. Les ventes au détail ont diminué de 0,5 % en février après avoir crû de 0,9 % en janvier. Le déficit commercial avec les pays extérieurs à l'Union européenne s'est réduit en février sous l'effet d'une progression des exportations de 2,1 % et d'une contraction des importations de 0,2 %. Le taux de chômage est revenu à 9,8 % de la population active en février, contre 9,9 % en janvier.

En **Italie**, aucun indicateur d'activité n'est encore disponible pour le début d'année. Il semble que seuls les échanges extérieurs continuent de dynamiser l'économie, la demande interne demeurant atone. Le chômage a atteint 11,3 % de la population active au premier trimestre 1994, sans changement par rapport au quatrième trimestre 1993. On note une certaine tension sur les prix à la production et les prix de gros en janvier.

En **Espagne**, l'indice brut de la production industrielle a progressé de 3,5 % en glissement annuel en janvier après 6,2 % en décembre. Il s'agit du troisième glissement annuel positif après plusieurs mois de résultats négatifs. Le déficit commercial s'est creusé en février, atteignant 136,2 milliards de pesetas contre 89,7 milliards en janvier.

3.2. L'évolution des principales devises

Sans connaître les mêmes perturbations que les marchés obligataires, les marchés de change ont enregistré les effets de la correction des anticipations relatives à l'évolution comparée des taux d'intérêt aux États-Unis et en Allemagne. La poursuite de la baisse du dollar induite, accentuée par les développements de l'affaire Whitewater, a largement profité au deutschemark, conforté en outre par la prudence de la Banque fédérale d'Allemagne dans la conduite de sa politique monétaire et par l'apaisement des tensions sociales en Allemagne.

Le **dollar** — qui avait déjà montré quelques signes de faiblesse le mois précédent — s'est inscrit en repli marqué vis-à-vis des monnaies européennes, atteignant ses plus bas niveaux depuis octobre 1993. L'origine de ce recul se situe dans le maintien d'un écart de taux plus élevé que prévu entre les États-Unis et l'Allemagne. Ainsi la nouvelle hausse de 25 points de base du taux des fonds fédéraux, le 22 mars, n'a pas surpris les opérateurs car elle s'inscrivait dans une démarche de relèvement progressif et modéré des taux de court terme américains.

De fait, plusieurs indicateurs semblent confirmer que la reprise aux États-Unis s'effectue dans des conditions peu inflationnistes, comme l'ont souligné le « Beige Book » (enquête de conjoncture du Système de réserve fédérale) et l'augmentation limitée des prix de détail en février (+ 0,3 %).

Dans ce contexte, les tensions avec la Corée du Nord (à la suite de son nouveau refus d'autoriser la visite de ses installations nucléaires par des experts des Nations-Unies) de même que les rumeurs de putsch en Russie n'ont que très ponctuellement soutenu la devise américaine.

Les cours du **yen** ont fluctué au gré des négociations commerciales entre les États-Unis et le Japon. D'abord orientée à la hausse, la devise nipponne s'est vivement repliée après l'annonce, le 4 mars, par le président Clinton de la remise en vigueur de la clause « super 301 ». Cette information a en effet été interprétée comme un signe de la volonté de l'administration américaine d'utiliser des mesures directes de rétorsion commerciale plutôt que de chercher à favoriser une baisse du dollar pour faire pression sur les

négociateurs japonais. Les progrès accomplis, en milieu de mois, sur certains points de conflit entre les États-Unis et le Japon (en particulier dans le domaine des téléphones cellulaires) et la publication du très faible taux de croissance réalisé par l'archipel nippon en 1993 (+ 0,1 %) ont contribué à amplifier le mouvement de repli du yen.

En fin de période, toutefois, celui-ci s'est brusquement redressé à la suite de l'annonce par le gouvernement japonais de mesures d'ouverture commerciale jugées « inappropriées » par M. Kantor, qui ont relancé les spéculations sur une nouvelle hausse du yen vis-à-vis du dollar.

Le **dollar canadien** a poursuivi son glissement, cédant 2 % sur le mois contre le dollar des États-Unis vis-à-vis duquel il atteint son plus bas niveau depuis 7 ans et 4 % contre les monnaies européennes. La faiblesse de la devise canadienne est notamment imputable à la forte probabilité d'élections anticipées au Québec où le courant indépendantiste progresse.

Le **franc suisse** s'est quelque peu affaibli en liaison avec les prévisions du rapport trimestriel de la commission économique du gouvernement fédéral, estimant que sa récente progression de 3 % vis-à-vis du deutschemark pourrait être appelée à se corriger, et le recul de l'excédent commercial de la Confédération en février.

Les devises nordiques se sont effritées : vis-à-vis de la monnaie allemande, le **mark finlandais** a cédé 2 %, la **couronne suédoise** 1,50 % et la **couronne norvégienne** 0,5 %.

La **livre sterling** s'est nettement repliée en raison de la faiblesse du dollar, de la baisse des prix du pétrole et des difficultés du gouvernement. En outre, la publication de statistiques économiques montrant que la reprise marquait le pas au Royaume-Uni (diminution du crédit à la consommation, chute des mises en chantier de logements, recul de 0,5 % des ventes de détail en février), alors même que l'inflation demeurait contenue, a nourri de nouvelles anticipations de baisse des taux britanniques à court terme.

La **lire italienne** a subi le contrecoup d'importants dégagements du marché obligataire italien à l'approche des élections. La victoire claire de la coalition de droite a favorisé un redressement sensible de la lire au lendemain du scrutin législatif mais cette appréciation a été limitée par l'apparition de dissensions dans la nouvelle majorité.

Au sein du mécanisme de change communautaire le **deutschmark**, premier bénéficiaire des dégagements opérés sur le dollar, s'est renforcé.

En effet, la Banque fédérale d'Allemagne ne s'est pas départie d'une approche prudente et gradualiste, abaissant — en cinq étapes — de 6 % à 5,76 % le taux de ses prises en pension hebdomadaires, mais laissant inchangé le taux Lombard lors de son conseil du 17 mars.

De plus, les responsables de l'Institut d'émission allemand ont réaffirmé à plusieurs reprises qu'ils continueraient de porter une grande attention à l'évolution de l'agrégat M3 (en hausse de 21,2 % en janvier en termes annualisés et de 17,6 % en février) et à l'objectif final de modération des prix (la cible souhaitée est 2 % alors que la hausse des prix à la consommation en Allemagne occidentale, bien qu'en recul, s'élève encore à 3,2 % en février).

Enfin, l'issue favorable des négociations salariales dans la métallurgie et le secteur public et la détente du climat social qui s'en est suivi ont éclipsé l'impact négatif des revers électoraux de la CDU en Basse-Saxe et au Schleswig-Holstein ainsi que la persistance d'une médiocre orientation de la conjoncture.

Très modéré contre florin, peseta et franc belge (le taux central a été ramené par étapes de 6,40 % à 6,05 %), le raffermissement du deutschmark a été plus sensible contre **couronne danoise** et a été très marqué contre **escudo** et **livre irlandaise**. Si la monnaie portugaise a souffert de données économiques fondamentales médiocres et a dû être soutenue par un relèvement des taux d'intérêts, la livre irlandaise a surtout évolué en sympathie avec la livre sterling.

Conforté par des perspectives économiques plus favorables (notamment les enquêtes de conjoncture reflétant un plus grand optimisme des chefs d'entreprises), le **franc français** a, durant la première quinzaine du mois, bien résisté à la progression du deutschmark. Il a par la suite été quelque peu affecté par les tensions sociales (manifestations contre le contrat d'insertion professionnelle dont la presse internationale s'est faite largement l'écho). Quelques achats d'options de vente de franc et les dégagements opérés par certains non-résidents n'ont toutefois suscité que des pressions modérées. Dans ce contexte, la détente des conditions monétaires a pu se poursuivre avec la baisse le 24 mars de 6,10 % à 6 % et le 31 mars de 6 % à 5,90 % du taux des appels d'offres.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		28 février 1994	31 mars 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,829	5,71	- 2,04
Écu privé	1 XEU	6,5765	6,5855	0,14
Allemagne	100 DEM	339,89	341,41	0,45
Belgique	100 BEF	16,5185	16,5735	0,33
Pays-Bas	100 NLG	302,71	303,89	0,39
Italie	1000 ITL	3,4525	3,544	2,65
Danemark	100 DKK	86,78	86,94	0,18
Irlande	1 IEP	8,322	8,192	- 1,56
Grande-Bretagne	1 GBP	8,665	8,4795	- 2,14
Grèce	100 GRD	2,346	2,317	- 1,24
Suisse	100 CHF	407,20	404,82	- 0,58
Suède	100 SEK	72,93	72,94	0,01
Norvège	100 NOK	78,40	78,50	0,13
Japon	100 JPY	5,5898	5,5518	- 0,68
Espagne	100 ESP	4,1765	4,1975	0,50
Portugal	100 PTE	3,345	3,33	- 0,45

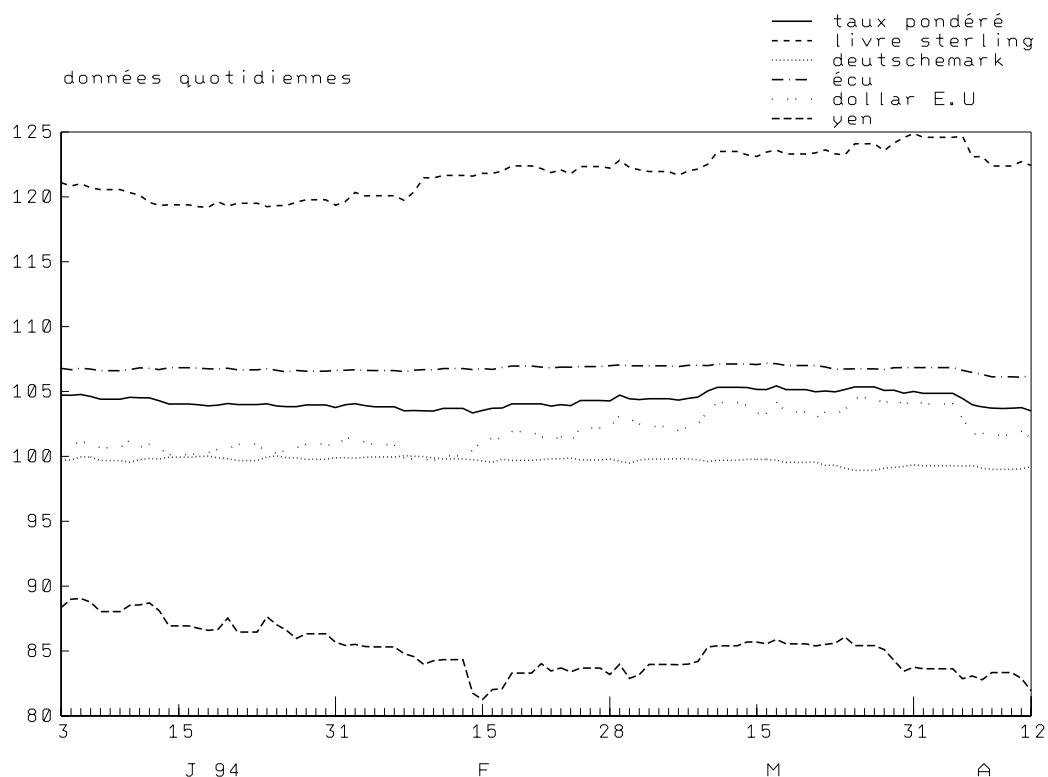
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

	1 mois		3 mois	
	28 février 1994	31 mars 1994	28 février 1994	31 mars 1994
Dollar	3,562	3,625	3,687	3,75
Livre sterling	5,125	5,125	5,125	5,312
Deutschmark	6,125	5,688	5,875	5,625
Franc suisse	4,187	4,187	4,125	4,125
Franc français	6,312	6,063	6,187	6,063

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

Mise à jour le 31 mars 1994

**TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS
BASE 100 EN 1988**

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

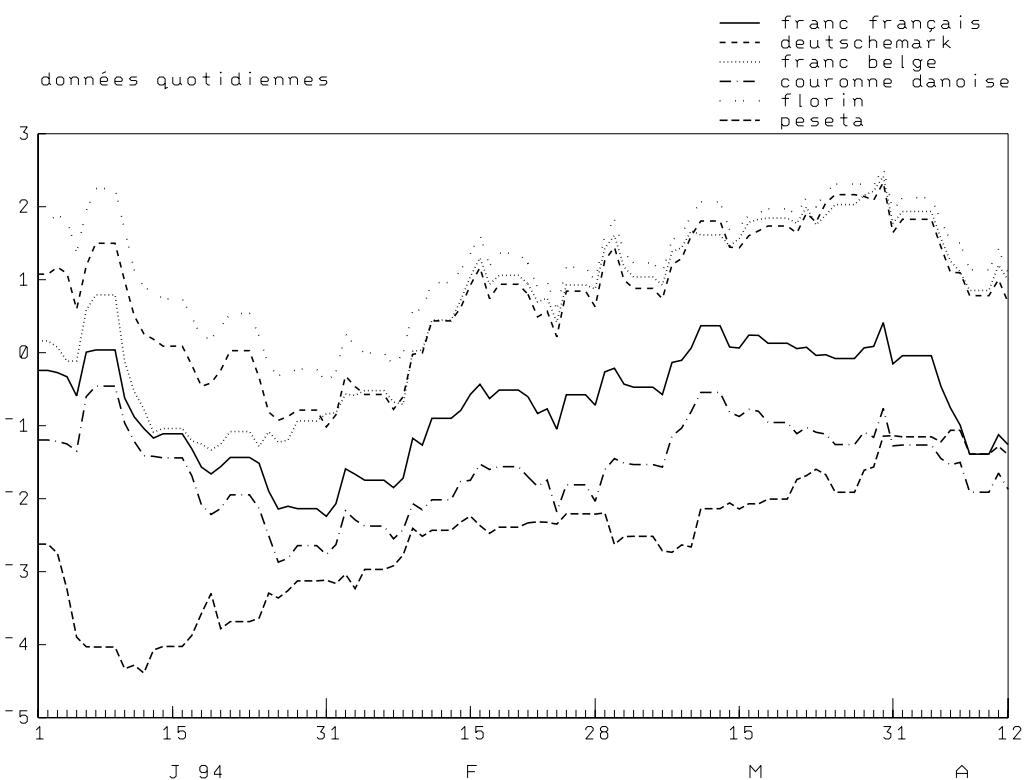
La notation utilisée étant celle du franc contre devise, une augmentation correspond à une appréciation du franc français.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 13 avril 1994

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



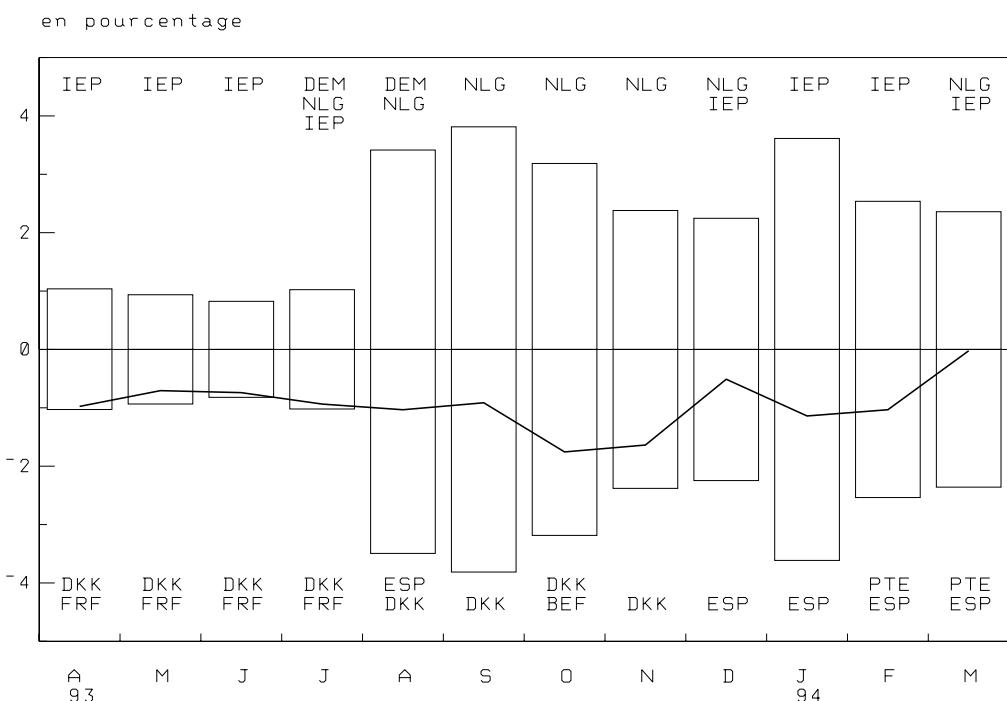
Ce graphique permet de représenter l'évolution des positions de quelques-unes des monnaies appartenant au Système monétaire européen. Au sein du mécanisme de change, la « prime » (ou décote) entre deux monnaies (déterminée par le rapport des cours de marché sur les cours pivot) ne peut excéder 15 % (à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

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

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

Mise à jour le 13 avril 1994

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 ; FFR, franc français ; IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

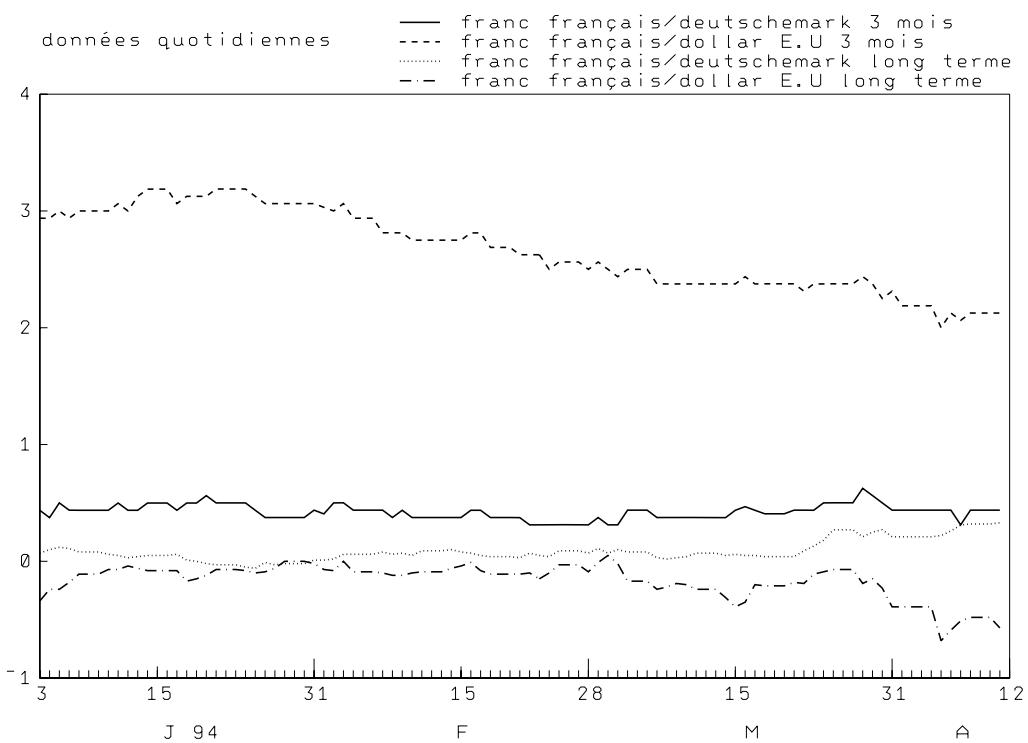
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 13 avril 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 13 avril 1994

3.3. Le marché de l'or

L'**once d'or** a vivement progressé au cours de la période sous-revue, à la faveur des incertitudes politiques en Afrique du Sud (dont la production a paru devoir être compromise par les violences au Bophuthatswana), des tensions en Corée du

Nord, et surtout de la forte baisse des marchés financiers américains qui ont semblé redonner à l'or son statut de valeur refuge. Néamoins le cours du lingot à Paris n'a guère varié, en raison principalement du repli du dollar sur la période.

COURS DE L'OR			
	28 février 1994	31 mars 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	71 250	70 500	- 1,05
Lingot (le kg).....	71 750	71 600	- 0,21
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	406,00	409,00	0,74
Vreneli	410,00	411,00	0,24
Union latine	408,00	413,00	1,23
Souverain.....	518,00	525,00	1,35
20 dollars	126,00	125,25	- 0,60
Peso mexicain	2 630,00	2 650,00	0,76
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)....	381,55	389,20	2,00
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31	Mise à jour le 31 mars 1994		

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique

Les indicateurs

Les indicateurs économiques les plus récents montrent une poursuite à la fois de l'amélioration de la situation économique et de la modération des prix et des salaires.

Ainsi, en janvier, l'indice de la production manufacturière a augmenté de 1,2 %, traduisant notamment un accroissement dans l'automobile et dans les biens de consommation. Sur un an, le recul est limité à 1,2 %. L'indice de la production industrielle a, quant à lui, fléchi de 0,2 %, en raison, entre autres, d'une chute de la production d'énergie (- 2,4 %). Sur un an, la baisse est relativement faible (- 0,2 %).

Les dernières enquêtes soulignent le redressement de la situation économique. Selon l'enquête mensuelle de l'INSEE, menée en mars, l'activité industrielle s'est nettement raffermie au cours des derniers mois et les perspectives sont résolument optimistes. L'enquête mensuelle de la Banque fait état, quant à elle, d'une reprise amorcée en novembre 1993 et s'amplifiant depuis dans tous les secteurs. La demande globale poursuit sa progression.

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête annuelle de la Banque sur le comportement des entreprises dans l'industrie, les investissements augmenteraient d'environ 4 % en valeur en 1994.

La hausse des prix et des salaires reste modérée. Selon l'indice provisoire, établi par l'INSEE, les prix de détail ont augmenté de 0,2 % en mars, après + 0,3 % en février. En glissement annuel, la hausse revient à 1,5 %, contre 1,8 % le mois précédent. Hors tabac, l'indice a progressé de 0,3 % sur un mois et de 1,2 % sur douze mois.

Selon l'INSEE et le ministère du Travail, les salaires bruts de base (hors primes et ancienneté), dans le secteur privé, ont augmenté de 2,7 % en moyenne annuelle en 1993, contre 3,7 % en 1992, et 4,3 % en 1991. La progression en francs constants s'est élevée à 0,6 %.

Synthèse de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France**LA PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE**

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 15 avril 1994

En mars, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, le mouvement de reprise de l'activité s'est amplifié en s'étendant à tous les secteurs. La progression de la production industrielle a été générale et particulièrement forte dans l'automobile et les matériels de transport terrestre, grâce, notamment, aux mesures gouvernementales d'encouragement au renouvellement des véhicules anciens. Le redressement du taux d'utilisation des capacités de production s'est poursuivi.

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 avril 1994

La demande globale demeure soutenue. La demande intérieure bénéficie d'un certain raffermissement des commandes interindustrielles, surtout en provenance de l'automobile ; des progrès continuent d'être enregistrés sur les marchés étrangers les plus porteurs (Asie du Sud-Est, États-Unis, Moyen-Orient), et, quoi que de manière plus ponctuelle, en Europe du Sud et de l'Est.

**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 avril 1994

L'appréciation portée sur les *carnets de commandes* continue de s'améliorer sensiblement — en particulier dans les biens intermédiaires — si bien que leur niveau est jugé proche de la normale. Les *stocks*, désormais considérés comme bien adaptés au marché dans la plupart des secteurs, sont même jugés parfois insuffisants, notamment dans l'automobile et les matériels de transport terrestre.

**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 avril 1994

La concurrence, toujours vive, ne permet pas d'ajuster les *prix de produits finis*, dont l'effritement se poursuit, comme dans l'automobile et les biens d'équipement professionnels, malgré le renchérissement continu de certaines matières premières.

Les responsables d'entreprise consultés estiment qu'*au cours des prochains mois l'activité devrait poursuivre sa progression dans la plupart des secteurs d'activité*.

Bien que les *programmes d'investissement* demeurent toujours rares, on observe, pour la première fois depuis de nombreux mois, l'intention de certains chefs d'entreprise d'engager assez rapidement des projets, différés jusqu'alors, qui visent à accroître non seulement la productivité et la qualité des produits, mais aussi les capacités de production.

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 15 avril 1994

Après un repli en février, l'activité dans le *commerce de détail* a enregistré une reprise modérée en mars. Dans le *commerce de gros*¹, les transactions, globalement stables d'un trimestre à l'autre, ont évolué de manière contrastée : le fléchissement observé pour les produits alimentaires et non alimentaires a été compensé par une progression du négoce interindustriel.

L'activité du *bâtiment*, dont le recul s'était sensiblement atténué le trimestre précédent, s'est stabilisé alors que le volume des travaux de génie civil a légèrement fléchi.

Les *effectifs* ont encore diminué dans l'industrie, à l'exception de l'agro-alimentaire où ils se sont stabilisés ; ils se sont également contractés dans le bâtiment, et, plus faiblement, dans le commerce. Ils sont restés stables dans les services marchands. Les plans de restructuration décidés en 1993 continuent de produire leurs effets, mais pour faire face à la reprise de la demande, les entreprises cherchent à accroître la flexibilité des conditions de travail en augmentant, notamment, le nombre d'heures travaillées ; elles développent le recours aux personnels intérimaires et aux contrats à durée déterminée. De nouvelles embauches, certes isolées, sont annoncées.

¹ La périodicité de l'enquête ayant été modifiée, les commentaires s'appliquent, dans ce secteur, à des données brutes.

4.2. La balance des paiements en janvier 1994¹

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
	(Données brutes – en millions de francs)							
	Année 1993 (a)	Août 1993 (b)	Septembre 1993 (b)	Octobre 1993 (b)	Novembre 1993 (b)	Décembre 1993 (b)	Janvier 1994 (b)	Janvier 1993 (a)
<i>Transactions courantes</i>	59 466	6 793	10 024	7 896	-179	16 143	12 477	1 650
<i>Transferts en capital</i>	-569	-35	-71	-3	-1	-168	14	-48
<i>Capitaux à long terme</i>	-19 988	11 186	-11 802	3 797	21 021	-17 262	-36 907	20 567
<i>BALANCE DE BASE</i>	38 909	17 944	-1 849	11 690	20 841	-1 287	-24 416	22 169
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire</i>	165 996	30 709	-3 116	44 281	7 614	67 818	-23 173	-24 694
<i>Erreurs et omissions</i>	24 471	-36 928	30 724	-12 474	-8 264	-11 217	-28 435	-2 281
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiel</i>	-229 376	-11 725	-25 759	-43 497	-20 191	-55 314	76 024	4 806
- Secteur bancaire	-258 151	-140 847	24 515	-18 717	23 433	-62 598	117 571	23 609
- Secteur officiel	28 775	129 122	-50 274	-24 780	-43 624	7 284	-41 547	-18 803
(a) Chiffres semi-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 7 avril 1994

4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur

Évolution globale (données douanières FAB-FAB)

Tout en demeurant excédentaire, le solde commercial du mois de janvier se replie nettement pour revenir à 2,7 milliards de francs, en données FAB-FAB corrigées des variations saisonnières (cvs), après + 13,2 milliards de francs en décembre. D'un mois à l'autre, les importations augmentent de 4 % tandis que les exportations se contractent sensiblement (de 6,6 %). Compte tenu de cette évolution, les importations s'inscrivent à un niveau supérieur à celui des douze mois précédents, notamment pour les produits destinés à l'industrie (biens d'équipement et biens intermédiaires) fortement en repli tout au long de l'année 1993.

En données FAB-FAB brutes, l'excédent commercial s'établit à 2 milliards de francs, en net retrait des résultats du mois de décembre qui atteignaient 13,3 milliards de francs.

Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs)

Chacune des principales catégories d'échange s'est traduite par une augmentation des importations et une diminution des exportations par rapport au mois précédent. On notera que l'excédent des échanges *agro-alimentaires* s'établit à près de 2 milliards de francs en deçà de la moyenne des douze derniers mois (+ 4,7 milliards de francs). Avec une forte progression des importations, le déficit au titre de l'énergie se creuse de 2,4 milliards de francs.

Le repli du *solde industriel* apparaît très prononcé (près de 6 milliards de francs) tout en laissant subsister un excédent.

L'excédent des échanges *agro-alimentaires* s'établit à 2,9 milliards de francs en janvier 1994 au lieu de 5,2 milliards de francs en décembre dernier. Cette évolution qui résulte d'une chute sensible des

¹ Cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »

exportations (−13,7 %) s'observe autant pour les produits bruts que pour les produits de l'industrie agro-alimentaire.

La charge nette pour l'énergie atteint −6,5 milliards de francs, au lieu de −4,1 milliards de francs par suite notamment de l'augmentation des importations de produits pétroliers raffinés, alors que la diminution du prix du pétrole brut importé compense les « effets quantité ».

Le solde des échanges *industriels* apparaît légèrement supérieur à +2 milliards de francs, succédant à l'excédent record du mois de décembre (+7,9 milliards de francs). Les échanges de *matériel militaire* apparaissent très faiblement excédentaires, 0,2 milliard de francs seulement contre 1 milliard en décembre. Pour sa part, le solde des *opérations civiles* (+1,9 milliard de francs, au lieu de +6,8 milliards) s'inscrit bien en deçà de la moyenne des douze derniers mois (+3 milliards de francs).

La dégradation des opérations civiles d'un mois à l'autre se concentre sur deux catégories de produits : les *biens intermédiaires* (−1,2 milliard de francs, au lieu de +0,9 milliard) et les *biens d'équipement professionnels* (+2,6 milliards de francs, au lieu de +4,7 milliards). Cette double évolution s'explique par la croissance des importations qui s'établit respectivement à 3,9 % et 7,8 %. On notera au demeurant que les exportations de biens d'équipement professionnels se contractent modérément (−1,4 %) bien que les ventes d'Airbus aient diminué de moitié. Sept appareils ont en effet été vendus au mois de janvier pour 2,9 milliards de francs au lieu de quatorze pour 5,3 milliards de francs en décembre.

Les échanges de biens destinés aux ménages n'influencent pas globalement le résultat d'un mois à l'autre, néanmoins de fortes compensations s'opèrent dans l'évolution des soldes des différentes catégories de produits. Les importations de *véhicules automobiles* chutent sensiblement (−16,8 %) en liaison avec les difficultés commerciales du secteur, le solde passant ainsi de l'équilibre à +0,9 milliard de francs. En revanche, la nette diminution des exportations de *biens de consommation* (6,2 %) conduit à une aggravation de 1 milliard de francs du déficit (−1,8 milliard de francs, au lieu de −0,9 milliard). Les échanges de *produits électroménagers et électroniques* font figure d'exception dans la mesure où importations et exportations progressent ensemble d'un mois à l'autre, le déficit à ce titre se maintenant à 0,6 milliard de francs.

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs)

L'évolution défavorable des échanges d'un mois à l'autre a des conséquences en terme de dégradation des soldes à peu près égales avec les pays de l'Union européenne et les autres pays de l'OCDE : respectivement 3,4 milliards de francs et 3,2 milliards. Les opérations avec la zone hors OCDE apparaissent très dynamiques et se traduisent par une réduction de moindre importance du solde.

Avec les pays de l'Union européenne (+1,7 milliard de francs, au lieu de +5,1 milliards de francs), la chute des exportations est sensible. Proche de 10 % globalement (−4,3 % pour les importations), elle dépasse ce niveau avec de nombreux pays : les Pays-Bas (−14,6 %), l'Allemagne (−12,1 %) et le Royaume-Uni (−11,3 %). Le contraste avec l'évolution des importations apparaît surtout sensible avec l'Allemagne (−2,5 %), le solde basculant ainsi de +0,9 milliard de francs à −0,9 milliard. Le déficit avec l'Italie se creuse quelque peu (−1,1 milliard de francs au lieu de −0,6 milliard), tandis que les excédents avec l'Espagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas se contractent chacun de 0,3 milliard à 0,4 milliard de francs d'un mois à l'autre.

Le déficit avec les autres pays de l'OCDE se creuse brutalement pour atteindre −3,8 milliards de francs au lieu de −0,6 milliard. La diminution des exportations (−9 %) est pour l'ensemble parallèle à celle observée avec les pays de l'Union européenne ; en revanche, les importations progressent de 7,1 %. L'évolution la plus marquante s'observe avec les États-Unis (−2,6 milliards de francs, au lieu de −0,3 milliard) en raison d'une orientation diamétralement opposée des échanges, les importations augmentant de 12,9 % et les exportations se contractant de près de 15 %.

Avec les pays de la zone hors OCDE, on notera surtout le dynamisme des échanges qui, à l'exception des exportations vers le Moyen-Orient, ont connu une vive progression. L'excédent avec l'ensemble de ces pays se contracte quelque peu (2,7 milliards de francs, au lieu de 3,4 milliards).

Ce résultat provient essentiellement de l'évolution des opérations avec l'Afrique (+ 1 milliard de francs, au lieu de + 1,6 milliard).

4.2.2. Les transactions courantes

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

Selon des données encore provisoires, l'excédent des transactions courantes dépasserait au mois de janvier comme en décembre les 10 milliards de francs en données brutes (12,5 milliards contre 16,1 milliards).

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), les résultats apparaissent équivalents (15,7 milliards de francs en décembre et 16,1 milliards en janvier). Cependant le résultat du mois de décembre a essentiellement pour origine l'excédent commercial alors que celui de janvier s'explique par le solde des opérations du secteur officiel avec les institutions communautaires relevant des transferts unilatéraux. Par ailleurs, le déficit des revenus de facteurs s'est creusé d'un mois à l'autre.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE				
Soldes des transactions courantes				
	(Données brutes – en millions de francs)			
	Décembre 1993 (a)	Janvier 1994 (a)	Cumul 12 mois 1993 (a)	Janvier 1993 (a)
TRANSACTIONS COURANTES	16 143	12 477	59 466	1 650
<i>Marchandises</i>	10 484	157	53 238	-1 028
– Exportations et importations	8 774	-840	40 040	-1 821
– Négoce international	1 710	997	13 198	793
<i>Services</i>	4 605	3 147	60 753	2 820
– Transports	-768	-202	-6 290	-823
– Services techniques	2 535	2 271	21 070	2 458
– Voyages	4 540	2 988	60 034	2 111
– Autres services	-1 702	-1 910	-14 061	-926
<i>Revenus de facteurs</i>	2 595	-4 377	-50 488	-664
<i>Autres biens et services</i>	2 837	2 200	30 264	2 194
<i>Transferts unilatéraux</i>	-4 378	11 350	-34 301	-1 672
– dont Transferts du secteur officiel	-4 294	11 461	-30 467	-1 353
TRANSFERTS EN CAPITAL	-168	14	-569	-48
(Données cvs – en millions de francs)				
	Décembre 1993 (a)	Janvier 1994 (a)	Cumul 12 mois 1993 (a)	Janvier 1993 (a)
TRANSACTIONS COURANTES	15 685	16 085	59 084	4 836
<i>Exportations et importations</i>	9 140	1 200	39 511	83
<i>Services</i>	3 582	4 165	60 520	3 911
– Transports	-668	38	-6 327	-600
– Voyages	4 774	5 122	59 054	3 991
<i>Revenus de facteurs</i>	-237	-4 467	-52 678	-857
<i>Autres biens et services</i>	2 943	2 331	30 296	2 321

(a) 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 7 avril 1994

Graphiques non disponibles

Les exportations et importations en balance des paiements¹

En données *cvs*, l'excédent des exportations sur les importations ressort à 9,1 milliards de francs en décembre et 1,2 milliard en janvier.

En données *brutes*, le solde de janvier apparaît légèrement déficitaire (0,8 milliard de francs), après un excédent de 8,8 milliards de francs en décembre.

Le négoce international (données brutes)

Le fléchissement de l'excédent en *négoce* en janvier par rapport au mois précédent (+ 1 milliard de francs, au lieu de + 1,7 milliard), suit les évolutions des résultats du *négoce stricto sensu* qui demeurent, à ces niveaux, très favorables. Le solde des opérations assimilées au *négoce* (autres échanges de marchandises sans franchissement de la frontière douanière française) reste stable.

Les services

L'excédent des services progresse en données *cvs*, atteignant 4,2 milliards de francs en janvier, au lieu de 3,6 milliards en décembre.

Corrigé des variations saisonnières, le solde des *voyages* passe de + 4,8 milliards de francs à + 5,1 milliards (au lieu de + 4,5 milliards à + 3 milliards en données *brutes*), le ralentissement des dépenses des résidents à l'étranger ne s'étant pas démenti. Le solde des *assurances* se retourne favorablement (+ 0,4 milliard de francs au lieu de - 0,9 milliard), en raison, pour l'essentiel, de meilleurs résultats en *réassurance*. À l'inverse, l'excédent en *coopération technique* fléchit (+ 1 milliard de francs, au lieu de 1,7 milliard).

Le déficit des *services divers* (opérations sans saisonnalité) est particulièrement élevé en janvier. Le solde passe ainsi d'un quasi-équilibre en décembre à - 2,1 milliards de francs en janvier. Ce résultat est largement influencé par des versements nets à des non-résidents liés à l'activité sur marchés à terme. Néanmoins toutes les composantes des *services divers* (*audiovisuel*, *locations*, etc.) apparaissent déficitaires en janvier. On notera enfin que la forte diminution des flux nets d'un mois à l'autre s'explique par le reclassement en *intérêts et autres revenus du capital* depuis janvier 1994, des échanges d'intérêts sur produits financiers dérivés.

Les revenus de facteurs

Le déficit des *revenus de facteurs*, en données *cvs*, s'alourdit nettement (- 4,5 milliards de francs contre - 0,2 milliard en décembre). Les *intérêts et autres revenus du capital* (solde de - 3,6 milliards de francs après - 0,4 milliard) sont à l'origine de cette évolution. D'un mois à l'autre, la charge du secteur officiel a augmenté, et les désinvestissements nets des non-résidents sur OAT ainsi que les achats massifs d'obligations étrangères par les résidents se sont traduits par un solde très négatif des coupons courus (- 1,6 milliard de francs), réglés à l'occasion des négociations.

Les autres biens et services

L'excédent à ce titre qui découle de l'analyse du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, revient à 2,2 milliards francs en janvier après 2,8 milliards en décembre.

Les transferts unilatéraux

Le solde des *transferts unilatéraux* enregistre une progression de près de 16 milliards de francs en données *brutes* (+ 11,3 milliards de francs, au lieu de - 4,4 milliards). Les transferts privés ne présentent pas d'évolution notable. En revanche, les mécanismes de garantie du Fonds européen de garantie et d'orientation agricole (FEOGA) ont joué favorablement à hauteur de + 21,6 milliards de francs ; les

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

versements correspondent en majeure partie au remboursement des primes à la jachère versées l'année précédente par le gouvernement français. Le solde des transferts entre la France et les institutions de l'Union européenne atteint ainsi un excédent exceptionnellement élevé de 12,9 milliards de francs.

4.2.3. Les transferts en capital

Ces opérations qui correspondent principalement à des abandons de créances, n'ont porté que sur de faibles montants, tant au mois de janvier (quasi-absence d'opérations) qu'en décembre (sorties nettes de 0,2 milliard de francs).

4.2.4. Les mouvements de capitaux

Au cours du mois de janvier 1994, les mouvements de capitaux se sont soldés par des entrées nettes de 15,9 milliards de francs, après les sorties de 4,8 milliards, en fin d'année dernière. Ce mouvement résulte de la très nette amélioration du solde des capitaux à court terme (52,9 milliards de francs après 12,5 milliards) qui compense largement la dégradation du solde des capitaux à long terme (– 36,9 milliards de francs après – 17,3 milliards).

Les capitaux à long terme

Confirmant la tendance enregistrée en décembre 1993 (sorties de 17,3 milliards de francs), le solde des capitaux à long terme s'est dégradé au mois de janvier 1994 pour atteindre 36,9 milliards de sorties.

Les opérations de prêts à long terme ont donné lieu à des entrées de 5,2 milliards de francs, essentiellement en raison des mises en place de prêts en francs (2,6 milliards) et en devises (2,9 milliards) de l'étranger.

Les mouvements de sorties sur les investissements de portefeuille se sont confirmés (41,1 milliards de francs, après 16,6 milliards en décembre). Les opérations des résidents sur titres étrangers sont passés de 24,9 milliards de francs à 33,0 milliards tandis que les non-résidents se dégageaient des titres français à hauteur de 6,9 milliards. Ces dégagements ont porté principalement sur les OAT (19,4 milliards).

La diminution des investissements français à l'étranger (3,5 milliards de francs, contre 9,4 milliards en décembre) n'a pas permis de compenser le net ralentissement des investissements étrangers en France (2,0 milliards de francs contre 8,9 milliards en décembre) et a contribué à dégrader le solde des investissements directs qui passe de – 0,6 milliards de francs à – 1,5 milliard.

Les capitaux à court terme

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 52,9 milliards, en très nette progression par rapport au mois précédent (12,5 milliards). Les flux du secteur privé non bancaire se sont retournés (– 23,2 milliards en janvier, contre 67,8 milliards en décembre) en raison de placements à l'étranger (15,8 milliards de francs après des rapatriements de 61,5 milliards de francs).

Le solde du secteur bancaire (déficitaire en décembre 1993 de 62,6 milliards de francs) s'est totalement retourné, enregistrant de très fortes entrées à hauteur de 117,6 milliards.

Ce mouvement résulte d'une part d'une très nette amélioration des opérations en francs des non-résidents (94,2 milliards) due essentiellement aux opérations de change à terme (70,2 milliards). Ce mouvement résulte d'autre part, dans une moindre mesure, de l'amélioration du solde des opérations en devises des résidents (32,2 milliards de francs).

Les avoirs nets à court terme du secteur officiel ont progressé en janvier de 41,5 milliards de francs, après des sorties en décembre de 7,3 milliards.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de mars, les marchés de taux d'intérêt ont conservé une orientation favorable sur les échéances inférieures à un an. En revanche, au-delà de cette durée, on observe un recul d'autant plus marqué que les échéances sont éloignées.

La Banque de France a poursuivi sa politique de détente graduelle des taux courts en abaissant à deux reprises de 10 points de base son taux des appels d'offres, le 24 mars et le 31 mars, le ramenant ainsi à 6 % puis 5,90 %. Pour sa part, le loyer de l'argent au jour le jour s'est replié de 1/4 de point au cours du mois.

Sur le marché obligataire, le rendement moyen des emprunts du gisement s'est accru de 31 centimes à 6,42 % le 31 mars, contre 6,11 % le 28 février. Cette évolution, générale à l'ensemble des marchés financiers, a été largement influencée par la forte hausse des taux longs aux États-Unis, en liaison avec les risques inflationnistes attribués à la vigueur de la reprise de l'économie américaine.

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 28 février 1994 au 31 mars 1994

Graphique non disponible

Le loyer de l'argent au jour le jour, qui s'inscrivait à 6 3/8 % depuis le 8 février, a enregistré quatre replis successifs de 1/16 de point à partir du 14 mars, jusqu'à 6 1/8 % en fin de mois. Le taux moyen mensuel s'est établi à 6,30 %, contre 6,39 % le mois précédent.

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 24 mars, la Banque de France a décidé de ramener de 6,10 % à 6 % le taux de ses appels d'offres. Puis une nouvelle baisse de 0,10 point, à 5,90 %, a été décidée le 31 mars.

Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire s'est sensiblement réduit d'une fin de mois à l'autre, revenant de 180,7 milliards de francs le 28 février à 146,6 milliards le 31 mars, en liaison avec la poursuite de la reconstitution des réserves de change et avec les opérations de fin de mois du Trésor.

Les avoirs constitués sur la période 16 février - 15 mars au titre des réserves obligatoires ont atteint 18,4 milliards de francs (dont 12,7 milliards sous forme d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 18,5 milliards de francs.

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

	Février 1994	Mars 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	- 238,3	- 237,9	0,4
RESERVES OBLIGATOIRES (b)	- 6,8	- 7,0	- 0,2
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	69,8	78,3	8,5
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	6,2	- 3,1	- 9,3
DIVERS	- 2,7	3,1	5,8
TOTAL	- 171,8	- 166,5	5,3
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
- Opérations sur appels d'offres	141,0	143,2	2,2
- Autres pensions	7,5	4,5	- 3,0
- Bons du Trésor achetés ferme	23,7	25,8	2,1
- Opérations d'escompte net	1,1	1,0	- 0,1
- Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	- 1,4	- 8,0	- 6,6
TOTAL	171,8	166,5	- 5,3

(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 - Tel.: +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour 9 avril 1994 ,

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 28 février 1994 au 31 mars 1994

Graphique non disponible

Les taux de terme interbancaire se sont légèrement repliés sur les échéances les plus courtes-jusqu'à 6 mois-, et se sont tendus sur l'échéance à 1 an.

Les tout premiers jours de mars ont d'abord été marqués par une tension des taux, déjà amorcée depuis le 25 février. Cette évolution a été influencée d'une part par la publication de statistiques confirmant le rythme soutenu de la croissance aux États-Unis (+ 7,5 % pour le PNB au 4e trimestre) à la faveur desquelles se sont développées des anticipations quant à un resserrement de la politique monétaire américaine. D'autre part, les marchés ont vivement réagi à la publication de la progression rapide de l'agrégat M3 en Allemagne pour le mois de janvier (+ 20,6 % en rythme annualisé).

La tendance s'est ensuite progressivement améliorée en liaison avec la poursuite de la baisse des taux à très court terme outre-Rhin, favorisée par le repli des taux des appels d'offres de la Banque centrale allemande, et la baisse du taux de l'argent au jour le jour en France.

La deuxième quinzaine du mois a été marquée par une nette remontée des rendements sur les échéances à 6 mois et un an, tandis que les échéances les plus courtes ont continué de bénéficier du repli du taux de l'argent au jour le jour.

Toutefois, au cours des derniers jours du mois, les rendements se sont inscrits en baisse sur toutes les échéances, après les replis intervenus sur le loyer de l'argent au jour le jour les 28 et 30 mars et l'annonce, le 31, d'une nouvelle baisse du taux des appels d'offres.

Au total, d'une fin de mois à l'autre, les rendements sont en repli sur les échéances les plus courtes, et en hausse sur les échéances supérieures à 6 mois.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

(en pourcentage)

	31 mars 1994	28 février 1994	Variation
TIOP à 1 mois	6,19	6,37	- 0,18
TIOP à 3 mois	6,19	6,25	- 0,06
TIOP à 6 mois	6,09	6,12	- 0,03
TIOP à 1 an	6,00	5,88	0,12
Taux à 2 ans	6,45	6,30	0,15
Taux à 5 ans	6,76	6,45	0,31

La courbe des rendements à fin mars fait apparaître, par rapport à fin février, une nouvelle atténuation de l'inversion jusqu'à 1 an, le reste de la courbe présentant une pente légèrement décalée à la hausse par rapport à fin février.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ
Taux actuariels

Graphique non disponible

Sur le Matif, le cours du contrat Pibor trois mois (échéance juin) s'est replié presque continûment sur toute la durée du mois. Alors qu'il s'inscrivait à 94,33 le 28 février, il s'est replié jusqu'à 93,94 le 25 mars. D'une fin de mois à l'autre, l'écart entre le taux implicite du contrat à terme de fin juin et le taux au comptant est revenu de - 0,58 point le 28 février à - 0,34 point le 31 mars.

De son côté, l'écart entre le cours du contrat Pibor trois mois sur l'échéance de juin et celui du contrat Eurodeutschemark trois mois traité sur le Liffe est passé de 0,28 point le 28 février en faveur du contrat Eurodeutschemark à 0,39 point le 31 mars.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS
DU 28 FEVRIER 1994 AU 31 MARS 1994**

Graphique non disponible

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de mars, le Trésor a procédé à l'émission de 63,9 milliards de bons à taux fixes en francs (43,2 milliards de BTF et 20,7 milliards de BTAN). L'encours total des bons en circulation est passé de 808,2 milliards de francs le 28 février à 809,4 milliards le 31 mars, auxquels il convient d'ajouter 3,2 milliards de bons en écus, contre 2,9 milliards 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 actuarial annuel moyen	Taux interbancaire (f)
7 Mars 94	BTF	13 sem.	29 174	4 001	74	5,88	5,89
7 Mars 94	BTF	52 sem.	16 456	3 077	128	5,57	5,58
14 Mars 94	BTF	13 sem.	29 906	8 081	132	5,96	5,99
14 Mars 94	BTF	26 sem.	18 600	3 243	245	5,82	5,82
17 Mars 94	BTAN 4,5%	2 ans	36 600	10 400	200	98,02	5,52
17 Mars 94	BTAN 4,75%	5 ans	29 117	9 677	447	96,17	96,09
21 Mars 94	BTF	13 sem.	41 454	8 005	104	5,99	6,01
21 Mars 94	BTF	50 sem.	13 962	5 004	62	5,64	5,66
28 Mars 94	BTF	13 sem.	28 730	8 008	0	5,96	5,99
28 Mars 94	BTF	13 sem.	11 250	3 008	0	5,81	5,84

(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 - Tel : +33 (1) 42 92 27 67 Mise à jour le 7 avril 1994

Sur les BTF, les taux à l'émission se sont légèrement tendus sur l'échéance à trois mois, de 0,09 point entre le 7 mars et le 28 mars.

En ce qui concerne les BTAN émis 1e 17 mars, on note une hausse de 0,10 point sur la tranche à cinq ans par rapport à l'adjudication du 17 février.

Marché secondaire

L'évolution des taux sur le marché des bons du Trésor au cours du mois de mars a accentué le profil ascendant de la courbe des rendements dans un contexte très nerveux et volatile, reflétant la désorientation des intervenants du marché et la faible présence des investisseurs de portefeuille.

Si les taux des BTF se sont très légèrement détendus, les rendements des BTAN ont subi une nette hausse, croissante avec l'échéance.

Ainsi la pente est-elle toujours négative jusqu'à un an, quasi nulle entre 1 et 2 ans. Au-delà, la pente positive s'accentue très sensiblement: l'écart de rendement entre les BTAN 2 ans et 5 ans s'accroît de 5 à 16 points de base au cours du mois. Ce mouvement traduit une tendance au redéploiement des portefeuilles réduisant la part des titres longs en raison de redéfinitions des anticipations prenant en compte une baisse moins prononcée des taux courts.

Les taux des BTF n'ont pas subi d'évolutions infra-mensuelles très marquées. Les taux des BTF courts (jusqu'à 6 mois) ont été stables ou en légère baisse tout au long du mois, avec une accélération du mouvement en toute fin de période, en liaison avec la décrue sensible des taux interbancaires et le franchissement à la baisse du seuil psychologique de 6 % du taux d'appels d'offres le 31 mars. Les rendements des BTF plus longs ont fluctué de manière plus erratique de sorte qu'ils ont très peu évolué d'une fin de mois à l'autre.

Le compartiment des BTAN a subi de plein fouet la pression vendeuse des intervenants du marché sous l'effet du réajustement des anticipations des investisseurs sur l'évolution des taux courts. La dégradation s'est réalisée par vagues successives entrecoupées de phases de reprise fragiles. La situation de crise sur le marché obligataire en début du mois a provoqué en deux jours une tension d'une vingtaine de centimes sur les BTAN 2 et 5 ans. Ces titres ont été largement offerts sur le marché alors que les contreparties acheteuses étaient peu présentes de sorte que cette hausse des rendements s'est déroulée dans de faibles volumes.

Par la suite, les rendements des BTAN ont fluctué de manière erratique au gré des regains d'anticipations de baisse de taux courts en Europe, suivis de déceptions quant au rythme de celle-ci et de l'effet des craintes d'un nouveau resserrement de la politique monétaire américaine; les reprises techniques ont été fragiles et courtes.

À partir du 24 mars, une nouvelle progression des rendements d'une vingtaine de centimes a été enregistrée avant que le marché ne se redresse en toute fin de mois après la nouvelle baisse du taux d'appels d'offres de la Banque. Au total, la hausse des rendements s'établit à 15 points de base sur le 2 ans et 25 points de base sur le 5 ans.

**BONS DU TRÉSOR
TAUX DE RÉFÉRENCE BANQUE DE FRANCE AU 31 MARS 1994**

Graphique non disponible

**TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
du 28 février 1994 au 31 mars 1994**

Graphique non disponible

Les écarts de rendement entre le marché interbancaire et celui des bons du Trésor n'ont pas évolué sensiblement au cours du mois de mars. Ils se maintiennent à des niveaux habituels : 25 à 30 centimes jusqu'à 9 mois, 65 à 70 centimes au-delà.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE
au 31 mars 1994**

Graphique non disponible

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Comme l'ensemble des places financières, le marché obligataire français a accentué au mois de mars le mouvement de correction entamé début février tout en enregistrant une grande volatilité.

COURBE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT
Mars 1994

Graphique non disponible

La courbe des taux s'est nettement déplacée vers le haut, et sa pente s'est accentuée, les investiseurs se repositionnant sur les échéances plus courtes.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF
du 28 février 1994 au 31 mars 1994**

Graphique non disponible

L'activité a été fournie sur les obligations au comptant, et particulièrement forte sur le Matif notionnel: le volume des échanges y a progressé de 16,7 % par rapport au mois de février (moyenne quotidienne de 301 099 lots échangés avec un record le 2 mars avec 480 000 contrats) et de 96,8 % au regard de mars 1993. En revanche, la position ouverte en fin de mois s'est nettement contractée, baissant de 38,2 % par rapport à février 1994 et de 30,9 % par rapport à mars 1993.

En tout début de mois, le marché obligataire s'est très fortement dégradé, une fois connue la croissance révisée du PIB aux Etats-Unis au quatrième trimestre 1993, faisant craindre une accélération des tensions inflationnistes et de nouveaux resserrements de la politique du Système de réserve fédérale, et en réaction à la publication d'un taux de croissance très élevé pour M3 en Allemagne. Il en a résulté un allégement massif des positions longues détenues surtout par les non-résidents. Le notionnel a enregistré une baisse importante accentuée par le dépassement successif de plusieurs points de support technique qui ont conduit à la suspension temporaire des cotations le 2 mars (dépassement de la limite de variation en séance de 250 points de base).

Du 4 au 18 mars, les cours des titres d'État ont connu une très grande volatilité tout en gardant une orientation baissière. Les investisseurs surtout non-résidents ont profité des reprises périodiques du marché pour poursuivre l'allégement de leurs positions.

Au cours de la troisième semaine du mois, le marché s'est de nouveau inscrit en net repli après le relèvement du taux des " Fed Funds " à 3,50 % et sous l'effet de la persistance d'un courant vendeur entretenu par la tension des taux à court terme qui se poursuivait en dépit de l'abaissement du taux d'appels d'offres à 6 %.

Le notionnel atteignait ainsi ses plus bas niveaux de la période, en repli de 400 points de base sur les deux principales échéances. L'indice des emprunts du gisement suivait une évolution similaire, mais d'une ampleur plus modérée; il atteignait 6,58 %, soit une progression de 47 points de base.

En fin de période, dans un climat toujours nerveux, le marché s'orientait à la hausse après la baisse du taux d'appels d'offres à 5,90 % et au vu de la meilleure tenue du franc sur les marchés de change.

Au terme de ces évolutions, les cours du Matif s'inscrivent en repli de 268 points de base sur les deux principales échéances par rapport à la fin de février. Sur le comptant, l'indice du gisement s'établit à 6,42 % en augmentation de 31 points de base.

L'écart entre les emprunts phares français et allemand est resté stable pendant les trois premières semaines du mois autour de 7 points de base. Ensuite, il s'est élargi à 27 points de base en raison d'arbitrages en faveur du marché allemand, pour revenir en fin de période à 21 points de base.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 28 février 1994 au 31 mars 1994

Graphique non disponible

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

(arrêtée au 11 avril)

Le taux de l'argent au jour le jour est resté stable autour de 6 1/8 %, niveau atteint à la fin de mars. Les taux de terme se sont détendus durant la première semaine d'avril, à la faveur de la stabilisation du marché américain, avant de s'établir à des niveaux en repli de 1/16 de point environ par rapport à ceux observés fin mars, à l'exception de l'échéance à un mois, à un niveau identique à celui constaté le 31 mars.

Sur le marché obligataire, la décrue des rendements observée entre le 31 mars et le 6 avril (6,46 % sur l'emprunt phare à dix ans) a été suivie à partir du 7 par une légère remontée (6,52 % le 11 à l'ouverture).

5.2. Les émissions

Au cours de la période sous revue, l'encours total des titres de créances négociables a progressé de 18,8 milliards de francs en raison de l'accroissement des certificats de dépôt (+ 20,4 milliards de francs) et des bons à moyen terme négociables (+ 4,1 milliards de francs). En revanche, les bons des institutions et des sociétés financières (− 2,6 milliards de francs) et les billets de trésorerie (− 3,1 milliards de francs) ont enregistré une érosion de leurs encours.

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

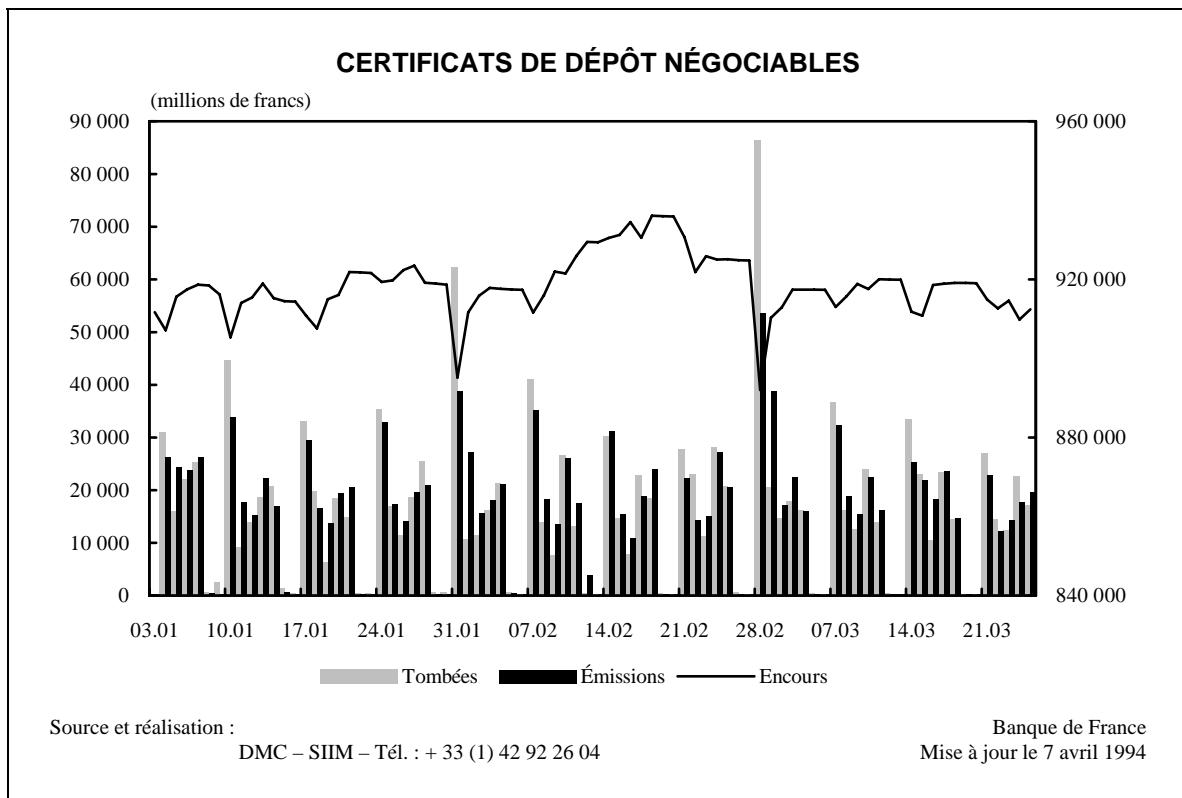
5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'élevait à 912,4 milliards de francs le 25 mars (chiffre provisoire disponible), contre 892,0 milliards le 28 février et 895,2 milliards le 31 janvier.

Les émissions réalisées entre le 1^{er} et le 25 mars ont atteint 392,3 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 452,3 milliards en février et 494,0 milliards en janvier.

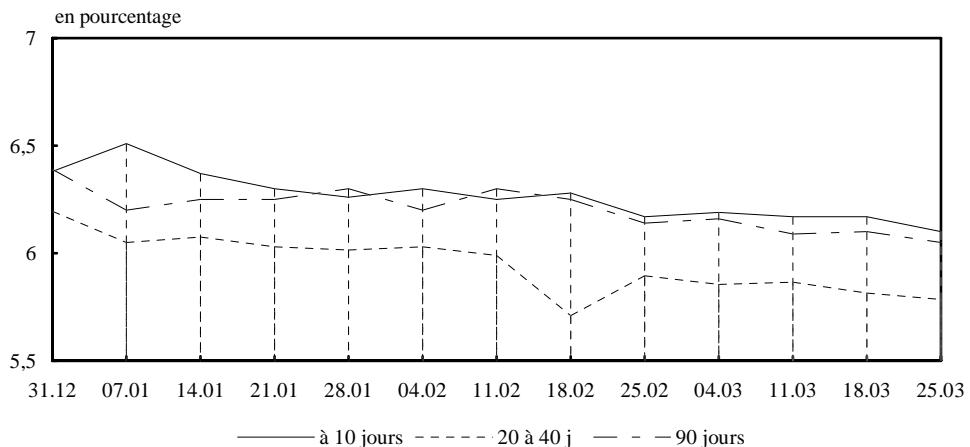
Quatorze émetteurs ont enregistré une hausse d'encours supérieure à un milliard de francs entre fin février et le 25 mars. Les progressions les plus importantes ont été les suivantes : Banque nationale de Paris (+ 9,1 milliards), Caisse des dépôts et consignations (+ 6,0 milliards), Banque Indosuez (+ 4,9 milliards), Banque française du commerce extérieur (+ 3,9 milliards), Compagnie financière de CIC et de l'union européenne (+ 3,8 milliards), et Crédit lyonnais (+ 3,6 milliards). À l'inverse, huit établissements sont concernés par des diminutions d'encours supérieures à un milliard, les plus notables étant celles de la Caisse centrale des Banques populaires (− 3,1 milliards), de la Compagnie bancaire (− 2,1 milliards) et de la Mitsubishi Bank limited (− 2,0 milliards).



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 408 le 25 mars 1994.

	TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN			
	(en pourcentage)			
	28 février au 4 mars	7 au 11 mars	14 au 18 mars	21 au 25 mars
Certificats à 10 jours (moyenne).....	6,19	6,17	6,17	6,10
Certificats à 30 jours (moyenne).....	6,23	6,13	6,06	6,07
Certificats à 90 jours (moyenne).....	6,16	6,09	6,10	6,05
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	5,40	5,46	5,35	5,35
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	6,31	6,27	6,28	6,22

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



Source et réalisation :

DMC – SIIM – Tél. : + 33 (1) 42 92 26 04

Banque de France

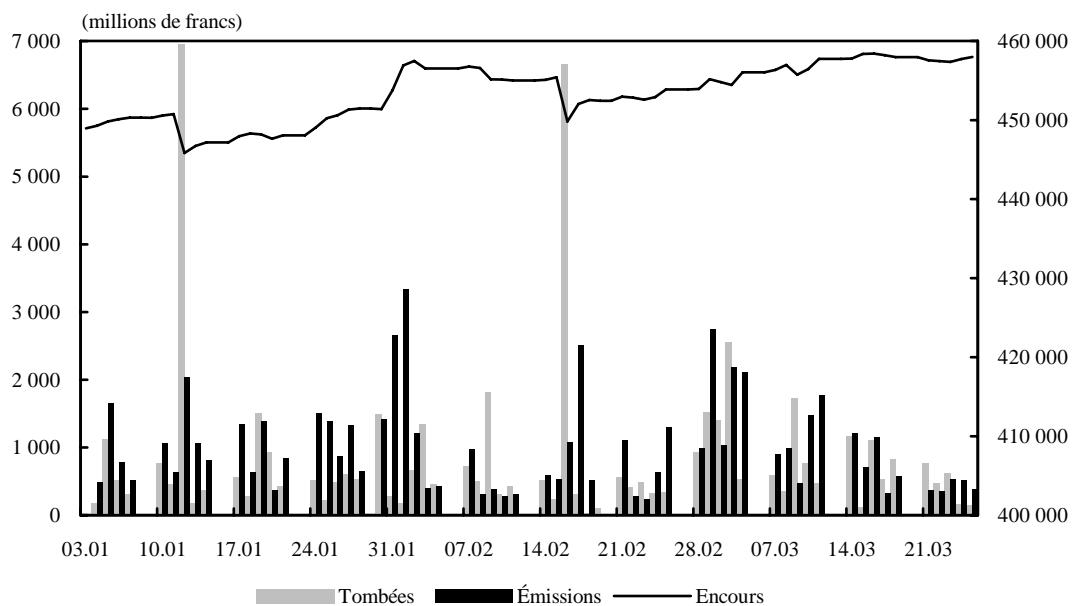
Mise à jour le 7 avril 1994

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 458,0 milliards de francs le 25 mars (chiffre provisoire disponible), contre 453,9 milliards le 28 février et 453,8 milliards le 31 janvier.

Les émissions se sont élevées à 19,8 milliards de francs entre le 1^{er} et le 25 mars, contre 17,4 milliards en février et 24,3 milliards en janvier.

Enfin, 161 émetteurs avaient un encours en gestion au 25 mars, contre 161 fin février et 162 fin janvier.

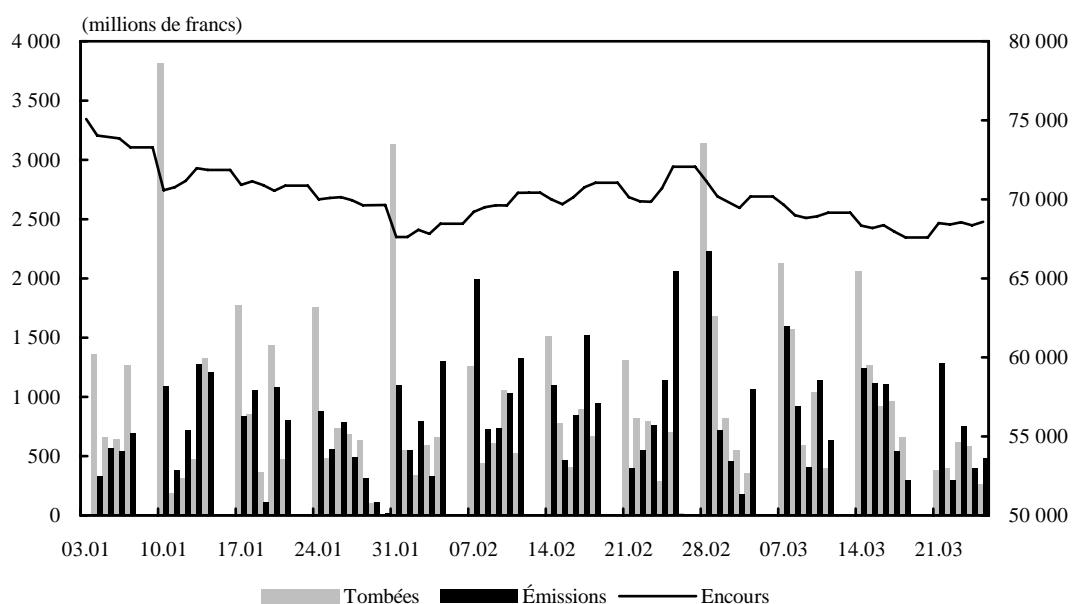
BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES

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

Banque de France
Mise à jour le 7 avril 1994

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons se montait à 68,6 milliards de francs le 25 mars (chiffre provisoire disponible), contre 71,2 milliards le 28 février et 67,6 milliards le 31 janvier.

BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

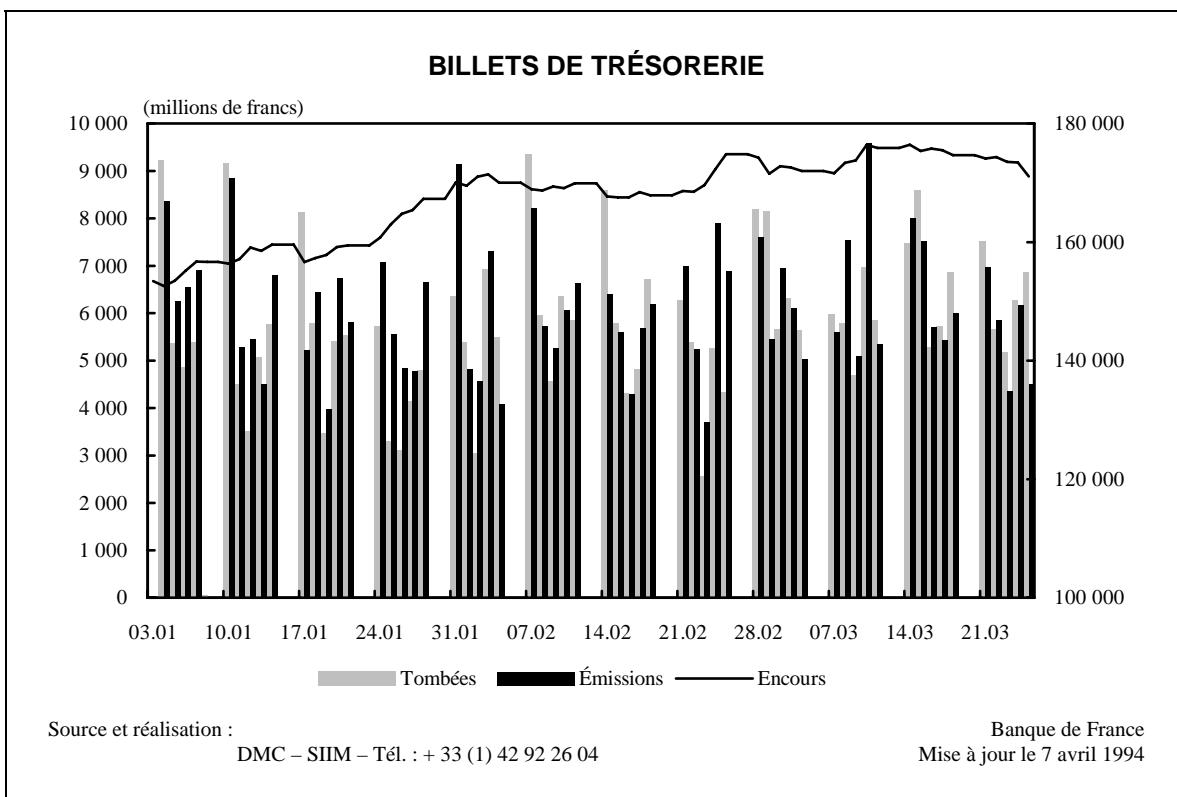
Source et réalisation :
DMC – SIIM – Tél. : + 33 (1) 42 92 26 04

Banque de France
Mise à jour le 7 avril 1994

Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 171,1 milliards de francs le 25 mars (chiffre provisoire disponible), contre 174,2 milliards le 28 février et 170,1 milliards le 31 janvier.

Le montant des émissions intervenues entre le 1^{er} et le 31 mars a atteint 137,2 milliards de francs, contre 119,2 milliards en février et 130,1 milliards en janvier (respectivement 134,6 milliards de francs, contre 115,1 milliards et 114,5 milliards pour les tombées). Les hausses d'encours les plus marquées entre le 28 février et le 25 mars ont été celles de Total CFP (+ 2,71 milliards), Alcatel Alsthom (+ 1,69 milliard) et Financière Agache (+ 0,99 milliard). Pour la même période, les réductions les plus notables ont été celles de PSA Trésorerie GIE 3,11 milliards), Électricité de France (- 1,96 milliard), Gaz de France (- 1,58 milliard), Peugeot (Sofira) (- 1,50 milliard), la Compagnie générale des eaux (- 1,19 milliard) et la RATP (- 1,03 milliard).

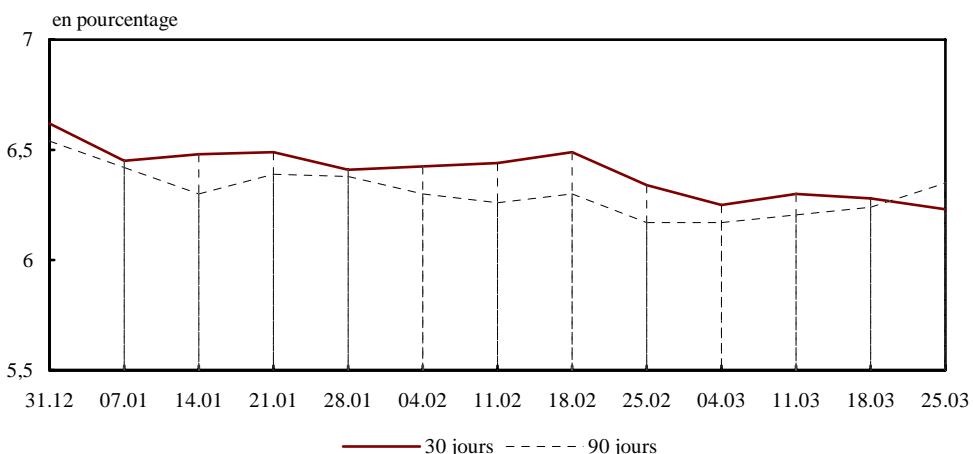


Le 25 mars, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 103 ; 40 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 52,2 % de l'encours global.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		28 février au 4 mars	7 au 11 mars	14 au 18 mars	21 au 25 mars	28 mars au 1 ^{er} avril
Taux de rendement	Plus bas	6,17	6,17	6,14	6,14	5,98
à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus haut	6,40	6,43	6,37	6,35	6,30
Tiop à un mois	Plus bas	6,36	6,35	6,29	6,25	6,13
	Plus haut	6,38	6,38	6,35	6,31	6,30

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

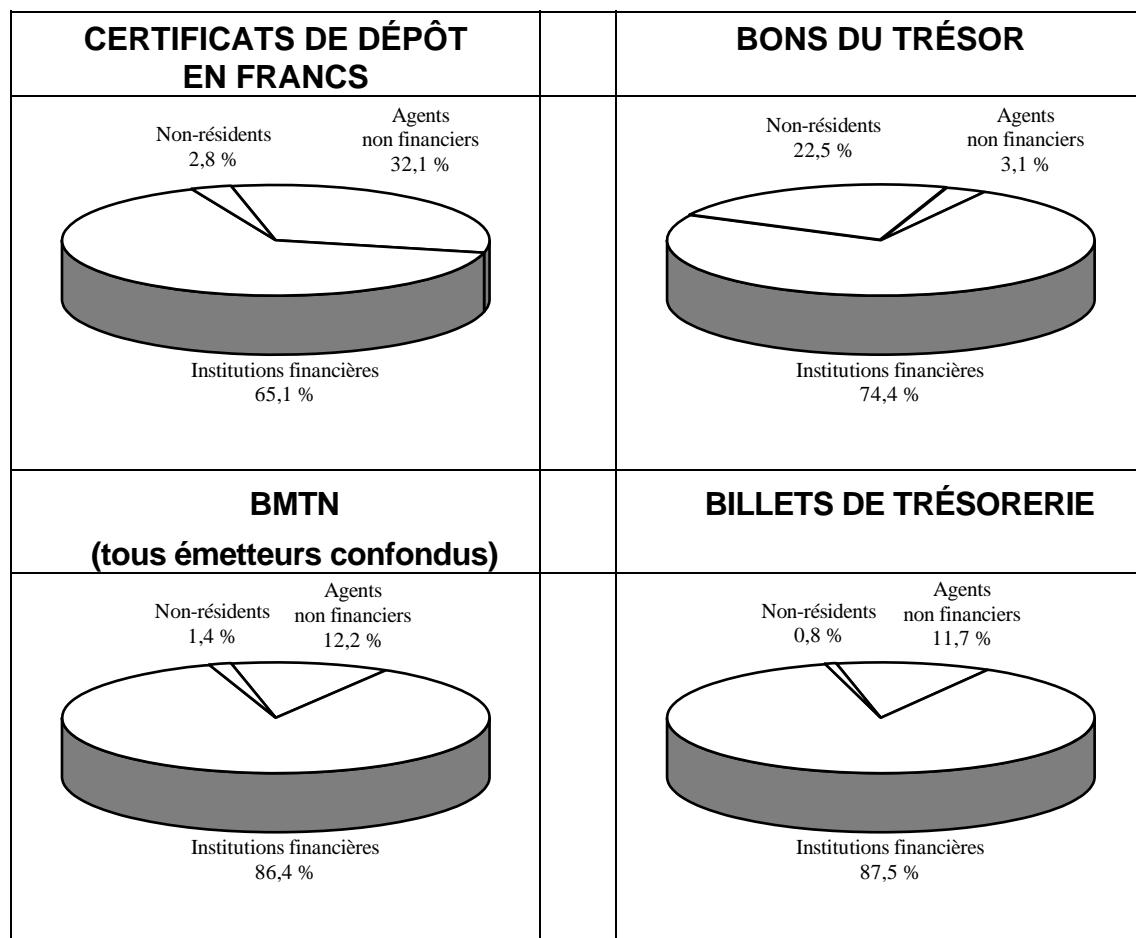
Source et réalisation :
DMC – SIIM – Tél. : + 33 (1) 42 92 26 04

Banque de France
Mise à jour le 7 avril 1994

Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin février)

Les institutions financières ont augmenté leur détention en billets de trésorerie (87,5 %, contre 84,7 % en janvier), au détriment des agents non financiers dont la part dans cette catégorie de titres est revenue de 14,8 % à 11,7 %.

Les portefeuilles des non-résidents ont peu varié.



5.2.2. Le marché primaire obligataire en mars

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

De nouveau, la volatilité des marchés de taux liée notamment au resserrement de la politique monétaire aux États-Unis a incité les émetteurs comme les investisseurs à la prudence.

L'activité sur les marchés primaires obligataires a donc été relativement réduite en mars. Le marché intérieur a toutefois bénéficié du lancement de nombreux emprunts convertibles, alors que le comportement de l'eurofranc souffrait de l'absence des grands investisseurs internationaux. Les flux d'émissions brutes n'ont ainsi atteint que 50 milliards de francs en mars, contre 81 milliards en février. Près de 72 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis sur le marché intérieur (dont 3 % 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		
Mars 1994	3 mois 1994	3 mois 1993	Année 1993		Mars 1994	3 mois 1994	3 mois 1993
MARCHÉ INTÉRIEUR							
20,7	67,9	69,6	360,2	État	19,9	66,1	41,1
5,8	23,3	38,2	114,1	Établissements de crédit et assimilés	1,8	- 6,6	5,7
8,6	16,3	14,8	48,2	Sociétés non financières	7,8	9,7	5,1
0,2	22,2	0,7	4,1	Autres émetteurs résidents	-0,1	21,2	-0,2
35,3	129,7	123,3	526,6	Ensemble des résidents	29,5	90,4	51,7
-	2,0	-	-	Non-résidents	-	2,0	-
35,3	131,7	123,3	526,6	TOTAL	29,5	92,4	51,7
1,3	4,0	4,6	16,4	dont émissions en écus (b)	1,3	4,0	4,6
MARCHÉ INTERNATIONAL							
-	-	-	-	État	-	-	-
3,6	31,4	12,1	79,9	Établissements de crédit et assimilés	3,1	27,7	9,6
4,0	9,3	13,7	43,7	Sociétés non financières	2,5	7,3	13,4
0,8	0,8	-	4,9	Autres émetteurs résidents	0,8	0,8	-
8,4	41,5	25,8	128,5	Ensemble des résidents	6,5	35,8	23,0
5,7	15,4	8,6	79,4	Non-résidents	4,8	13,7	8,6
14,1	56,9	34,4	207,9	TOTAL	11,3	49,5	31,6
-	3,3	-	-	dont émissions en écus	-1,0	2,4	-
-	3,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	-0,5	2,9	-
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)							
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.							
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				Mise à jour le 6 avril 1994			

La **collecte des résidents** ressort à 44 milliards de francs (70 milliards en février), soit 89 % des émissions réglées en mars.

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 20,7 milliards de francs (22,4 milliards en valeur nominale), après 20,1 milliards en février.

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 6 % octobre 2025 ». Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 18,1 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (18 à 20 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 2,9 milliards au titre des soumissions non compétitives. Les taux de rendement se sont sensiblement tendus pour s'établir à 6,41 % et 6,91 % pour chacune des OAT 2004 et 2025, en hausse respectivement de 67 et 56 points de base par rapport aux adjudications du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus¹, réalisée le 9 mars et portant sur la ligne « OAT 6 % avril 2004 » créée en octobre 1993. Le montant nominal émis s'est élevé à 210 millions d'écus, soit près de 1,4 milliard de francs. Le taux de rendement (à l'émission) est ressorti à 6,60 %, contre 5,85 % en janvier 1994.

Hors État, la collecte a atteint 23 milliards de francs (50 milliards en février), 37 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les **établissements de crédit** ont recueilli près de 40 % de ce montant, soit 9 milliards de francs après 23 milliards en février. Les deux tiers des fonds (6 milliards de francs) proviennent d'emprunts émis sur le marché intérieur.

Les **sociétés non financières** ont levé près de 13 milliards de francs en mars (5 milliards en février), pour l'essentiel sur le marché intérieur, sous la forme d'emprunts convertibles en actions.

Les **autres émetteurs résidents** n'ont recueilli qu'un peu plus de 1 milliard de francs en mars après 22 milliards en février, à l'occasion du règlement de l'emprunt exceptionnel émis par l'Unedic.

La **collecte des non-résidents** réalisée entièrement sur le compartiment intérieur a sensiblement fléchi en mars pour atteindre près de 6 milliards de francs (11 milliards en février).

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.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Mars 1994	3 mois 1994	3 mois 1993	Année 1993		Mars 1994	3 mois 1994	3 mois 1993	Année 1993
ÉMISSIONS en FRANCS								
19,4	63,9	65,0	343,8	État	18,6	62,2	36,5	287,6
9,4	51,4	50,3	194,0	Établissements de crédit et assimilés	5,4	18,3	15,3	83,8
12,6	25,6	28,5	91,9	Sociétés non financières	10,4	17,0	18,5	55,7
1,1	23,0	0,7	9,0	Autres émetteurs résidents	0,8	22,0	-0,2	4,6
42,4	163,9	144,5	638,8	Ensemble des résidents	35,1	119,4	70,0	431,7
5,7	17,4	8,6	79,4	Non-résidents	5,3	16,2	8,6	70,5
48,1	181,3	153,1	718,1	TOTAL	40,4	135,6	78,6	502,2
34,0	127,7	118,7	510,2	dont émissions intérieures	28,1	88,4	47,1	314,5
34,0	125,7	118,7	510,2	dont émissions intérieures des résidents	28,2	86,4	47,1	316,0
ÉMISSIONS en ÉCUS								
1,3	4,0	4,6	16,4	État	1,3	4,0	4,6	16,4
-	3,3	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-0,5	2,9	-	-2,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
1,3	7,3	4,6	16,4	Ensemble des résidents	0,9	6,8	4,6	13,9
-	-	-	-	Non-résidents	-0,5	-0,5	-	-
1,3	7,3	4,6	16,4	TOTAL	0,4	6,3	4,6	13,9
1,3	4,0	4,6	16,4	dont émissions intérieures	1,3	4,0	4,6	16,4
1,3	4,0	4,6	16,4	dont émissions intérieures des résidents	1,3	4,0	4,6	16,4

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

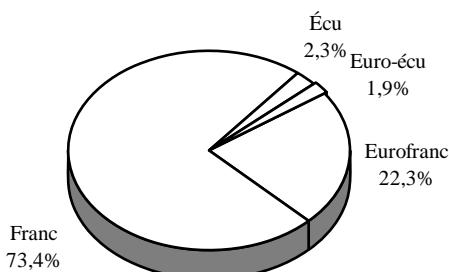
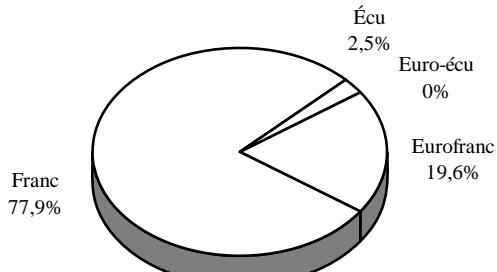
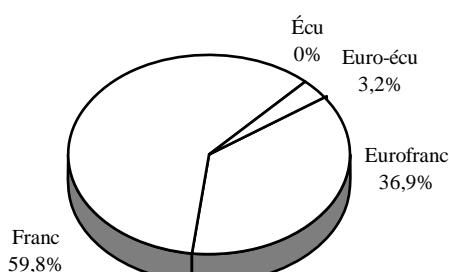
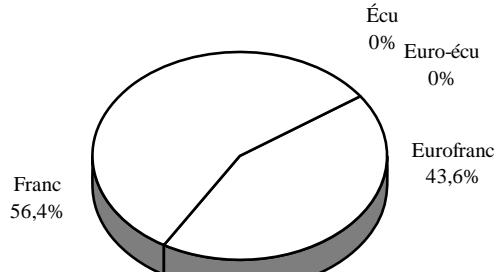
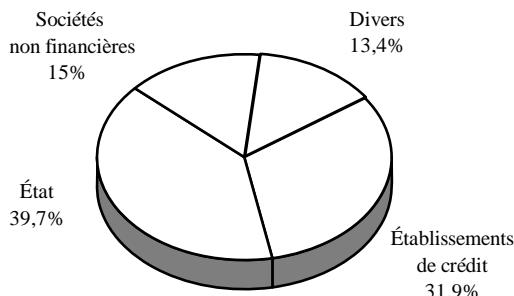
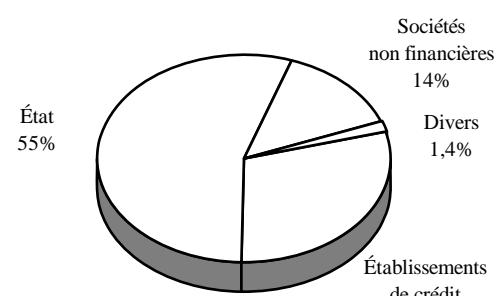
Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 6 avril 1994

Au terme du premier trimestre, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents a progressé, d'une année sur l'autre, de 22 milliards de francs pour atteindre 171 milliards à fin mars 1994.

Globalement, les résidents ont, en proportion, accru leur appel au compartiment international (plus de 24 % de leurs émissions en 1994, contre moins de 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). Ils ont également accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentaient à fin mars 1994 plus de 4 % du total des émissions sur ces marchés, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Ces évolutions doivent être toutefois nuancées en raison du poids du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) dans la collecte des résidents en 1993. En effet, près de 60 % des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État, concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de l'année 1993.

Si la part de l'État reste prépondérante sur le marché intérieur (avec plus de 50 % des émissions brutes), elle représente, au terme du premier trimestre 1994, moins de 40 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % pour l'ensemble de l'année 1993.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE**3 MOIS 1994****ANNÉE 1993****ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)****3 MOIS 1994****ANNÉE 1993****ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR****3 MOIS 1994****ANNÉE 1993**

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

Mise à jour le 7 avril 1994

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

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

Depuis son lancement au mois de décembre dernier, le nouvel indice SBF 120 suscite un intérêt grandissant auprès des intervenants. Quatre émissions ont été recensées ces deux derniers mois, sous la forme de titres assortis d'un coupon zéro et d'une prime de remboursement indexée sur l'évolution de l'indice SBF 120. Deux émissions similaires ont également concerné l'indice CAC 40. En revanche, aucune n'a fait référence à l'indice SBF 250.

L'intérêt des émetteurs (notamment les sociétés non financières) pour les obligations convertibles à faible coupon et à forte prime de remboursement¹ s'est largement manifesté en mars. Après la Compagnie générale d'industrie et de participations CGIP (1 milliard à 3,75 %) et Michelin (3,5 milliards à 2,50 %) en janvier, d'autres émetteurs parmi lesquels Peugeot SA (4 milliards à 2 %), Finaxa (2 milliards à 3 %), Alcatel Alsthom (5 milliards à 2,5 % réglables en avril) ont retenu cette formule d'emprunt qui présente de nombreux avantages, tant pour les sociétés émettrices que pour les souscripteurs².

On soulignera, enfin, l'utilisation fréquente de la technique dite « de fixation de taux retardée ». Cette technique permet à un emprunteur séduit par la faible prime de risque qu'il doit payer aux investisseurs (par rapport à l'État), mais qui n'a toutefois pas un besoin urgent de trésorerie, de réaliser une émission classique pour les investisseurs sans encaisser les fonds immédiatement. Le banquier s'engage alors à tenir à la disposition de l'émetteur le montant de l'emprunt pour une période donnée (qui en général n'excède pas 6 mois) en lui garantissant que la prime de risque restera identique à celle offerte lors de l'émission. Cette technique, qui ne « cristallise » que l'écart de rendement (« spread »), se révèle très intéressante en période de baisse des taux.

¹ Globalement, les règlements d'obligations convertibles ont déjà atteint 13 milliards de francs en 1994, contre 18 milliards en 1993 et 3 milliards seulement 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.

5.2.3. Le marché primaire des actions en février

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Janvier 1994	Février 1994	2 mois 1994	2 mois 1993	Année 1993
TOTAL ÉMIS (a).....	33,15	18,08	51,22	59,84	240,20
DONT :					
- émissions de titres cotés (b)	4,17	2,03	6,20	3,55	66,21
- émissions avec appel public à l'épargne (c).....	3,47	2,74	6,21	2,83	67,03

(a) Y compris la part donnant lieu à un placement international, ainsi que les augmentations de capital simultanées entre une société mère et sa filiale
 (b) Cote officielle et second marché
 (c) Émissions des sociétés cotées, cf. (b) et des sociétés inscrites au hors-cote ou non cotées qui ont donné lieu à visa de la COB

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

Mise à jour le 6 avril 1994

Les émissions d'actions ont fortement fléchi d'un mois sur l'autre pour n'atteindre que 18 milliards de francs en février, contre 33 milliards en janvier. Au terme des deux premiers mois, leur montant (51 milliards de francs) s'inscrit en retrait de 15 % d'une année sur l'autre.

Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne ont, au contraire, progressé d'une période à l'autre en raison de la meilleure tenue de la Bourse et de l'amélioration des anticipations relatives aux perspectives d'activité des entreprises. Les émissions effectuées avec appel public à l'épargne ont ainsi atteint 6 milliards de francs à fin février 1994, contre moins de 3 milliards un an auparavant. Cette évolution se trouve par ailleurs largement amplifiée par la reprise vigoureuse des émissions d'obligations convertibles en actions dont le montant approchait 13 milliards de francs au terme du premier trimestre 1994, contre 5 milliards seulement pour les trois premiers mois de l'année précédente.

5.3. Le marché secondaire des actions

Le mouvement de repli constaté le mois précédent s'est prolongé en mars à la bourse de Paris. Le durcissement de la politique monétaire américaine, confirmé le 22 mars par le Comité de l'Open-Market, et dont la poursuite est anticipée par les marchés américains, a entraîné une détérioration de la tendance, dans le sillage de Wall Street. L'indice CAC 40 a reculé ainsi de 8,95 % sur l'ensemble du mois, après le repli de 4,3 % enregistré en février.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

L'indice CAC 40 s'est sensiblement replié les deux premiers jours de mars (– 2,45 % puis – 1,76 %). L'annonce d'une très forte hausse du PIB américain au quatrième trimestre 1993 et le risque d'un durcissement de la politique monétaire américaine ont pesé sur la tendance. Le mouvement s'est poursuivi le 2 mars après l'annonce d'une progression plus importante que prévu de la masse monétaire M3 en Allemagne.

Puis la tendance s'est montrée plus favorable jusqu'au 17. Beaucoup d'investisseurs ont repris position sur des niveaux de cours jugés attractifs. Ce mouvement a été soutenu par des anticipations de baisse des taux, ainsi que par l'annonce par certaines sociétés de résultats en hausse (LVMH, Degrémont). Les intervenants ont également accueilli favorablement les accords salariaux signés en Allemagne dans les secteurs de la métallurgie et des services publics, les hausses accordées restant inférieures à l'inflation.

À partir du 18, l'indice CAC 40 s'est inscrit en recul, revenant au-dessous des 2 200 points le 24 mars, puis des 2 100 points le 30 mars. Le mouvement a été largement influencé par la dégradation des marchés américains qui ont vivement réagi au nouveau relèvement du taux des fonds fédéraux intervenu le 18 (de 3,25 % à 3,50 %), les intervenants anticipant une poursuite du resserrement de la politique monétaire. Le marché français a ainsi été marqué par la crainte d'un ralentissement du repli des taux courts en Europe et par des dégagements d'investisseurs anglo-saxons. Par ailleurs, la tendance a subi les conséquences d'une réduction des liquidités disponibles, en liaison avec le volume important des émissions sur le marché primaire. Sur l'ensemble du mois, le volume des transactions, en recul de 22 % par rapport à février, s'est également réduit en liaison avec la progression des produits dérivés sur des marchés financiers très volatiles.

La liquidation de mars s'est soldée, le 24, par une perte de 2,82 %.

D'une fin de mois à l'autre, l'indice CAC 40 a perdu 7,5 %. À l'exception de Francfort, toutes les grandes places boursières ont également enregistré un repli en mars.

INDICES BOURSIERS

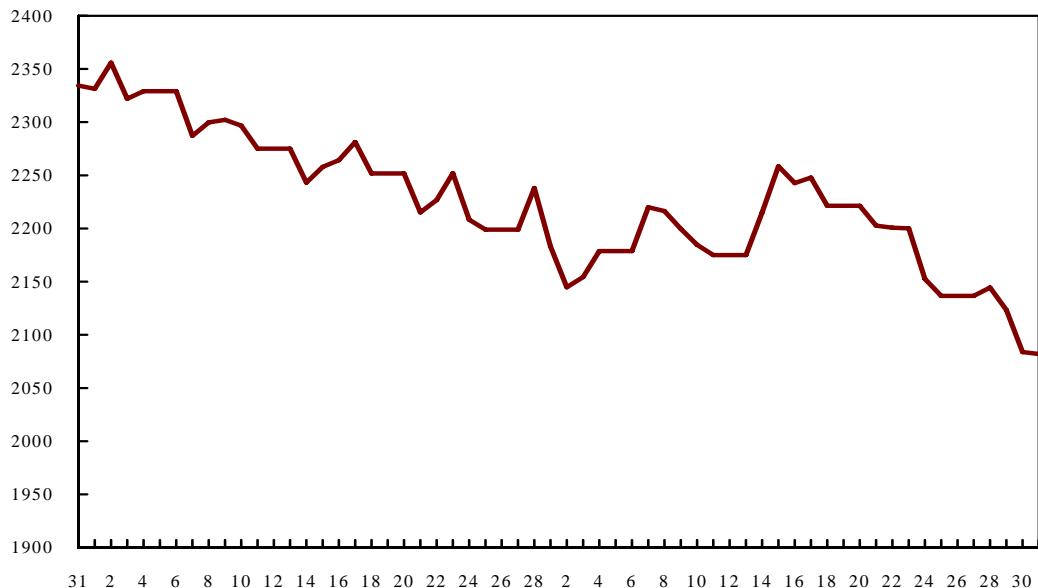
	28 février 1994	31 mars 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
Wall Street (Dow Jones).....	3 832,02	3 635,96	- 5,30	- 3,25
Londres (FT 100).....	3 328,10	3 086,40	- 7,80	- 10,76
Tokyo (Nikkei)	19 997,20	19 111,92	- 4,60	8,87
Paris (CAC 40)	2 238,06	2 081,94	- 7,50	- 8,95
Francfort (Dax)	2 091,57	2 133,11	1,90	- 6,26

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 avril 1994

ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 avril 1994

5.3.2. La tendance au début du mois d'avril

(arrêtée au 11)

La tendance sur le marché des actions a été mieux orientée durant les premiers jours d'avril. Une sensible reprise est intervenue le 5 dans le sillage des marchés de taux et d'actions américains. Le redressement s'est confirmé le lendemain, l'indice CAC 40 progressant de 1,33 %, sous l'influence de New York, où la progression des cours des actions et des obligations se poursuivait. Après deux séances de consolidation, la journée du 11 a été de nouveau bien orientée, l'indice CAC 40 terminant en progression de 1,44 % à 2 145,3 points.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

En février 1994, les *moyens de paiement* (*M1*) ont enregistré une hausse de 0,5 % en raison d'un nouvel accroissement des dépôts à vue (0,6 %). L'agrégat *M2* a également augmenté de 0,5 %, les avoirs sur livrets rémunérés à des taux réglementés (*M2 – M1*), en croissance presque ininterrompue depuis août 1993, ayant continué de progresser (0,5 %). Ainsi, la variation des deux agrégats de monnaie étroits, nettement positive depuis quelques mois, paraît bien traduire une augmentation de la demande d'encaisses de transactions.

En revanche, l'agrégat *M3* s'est encore contracté, sous l'effet d'une nouvelle baisse des placements rémunérés à des taux de marché (*M3 – M2*) et, en particulier, du montant des titres d'OPCVM court terme (– 18,4 milliards de francs, soit – 2,4 %). Son recul (– 0,3 %) a été toutefois plus limité que lors des mois précédents.

L'évolution de l'agrégat *M3* depuis le milieu de l'année 1993 traduit un transfert de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie. Ce transfert résulte, en partie, de l'évolution très marquée de la structure des taux d'intérêt en 1993, mais aussi de facteurs exceptionnels, liés au grand emprunt d'État, aux opérations de privatisation et aux mesures fiscales concernant les OPCVM. C'est ainsi que la variation de l'agrégat *M3* en 1993 qui s'établissait nominalement à – 1,2 %¹, ressortait en fait, après correction de l'impact de ces facteurs exceptionnels, à 1,8 %¹. À cela s'est ajouté, en janvier et en février 1994, l'effet des arbitrages en faveur des plans d'épargne-logement, juste avant la baisse annoncée de leur taux de rémunération. Au total, l'évolution de l'agrégat *M3*, sur un an, calculée entre moyennes trimestrielles centrées, s'établit nominalement à – 3,0 %, et à 0 % si on la corrige des facteurs exceptionnels évoqués ci-dessus.

La progression de l'agrégat de placement *P1* (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) s'est encore accélérée et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à 18,8 % sur un an. Sur un mois, l'agrégat progresse de 18,6 milliards de francs, soit un montant identique à la contraction des OPCVM court terme. En particulier, les plans d'épargne-logement se sont accrus de 12 milliards de francs (+ 1,8 %) au cours du mois de février et de 16,0 % en un an tandis que, sur la même période, les plans d'épargne populaire se sont accrus de 33,2 %. De même, au cours du mois de février, les souscriptions nettes de Sicav « obligations », incluses dans l'agrégat *P2*, se sont élevées à 8,2 milliards de francs et celles des Sicav « actions » incluses dans l'agrégat *P3* ont atteint 6,3 milliards. Au total, en février, les souscriptions nettes d'actifs inscrits dans *P1* ainsi que de titres de Sicav obligataires et « actions » ont atteint 33,1 milliards de francs.

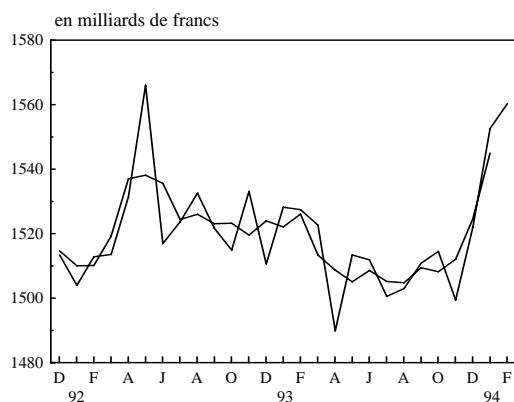
¹ Chiffre révisé

Sur l'ensemble de l'année 1993, la progression de l'*endettement intérieur total* (4,0 %) recouvre notamment une croissance vive des financements obtenus sur les marchés internes (14,7 % sur un an) et, en particulier, des ressources obligataires, qui se sont accrues de 20,9 % sur la même période. Ces modalités de financement se sont substituées en partie à l'émission de titres de créances négociables, dont l'accroissement se ralentit sensiblement (4,2 %) et surtout au crédit (+ 0,1 %).

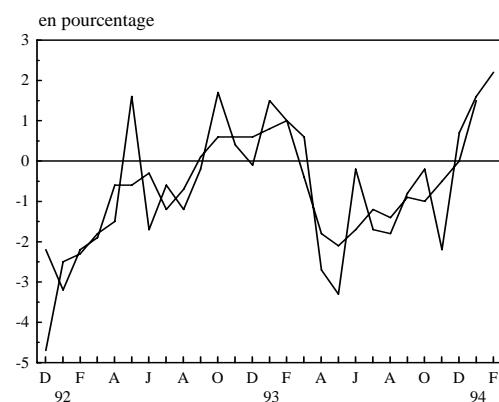
À fin décembre 1993, les *concours à l'économie* distribués par l'ensemble des établissements de crédit s'inscrivent en léger recul sur un an (- 0,4 %), après deux mois d'évolution positive. Cette évolution provient de la contraction des crédits accordés aux sociétés (- 4,7 %), alors que, sur un an, les crédits aux ménages et aux autres agents progressent respectivement de 2,0 % et de 9,2 %. Pour leur part, les crédits distribués par les banques, appréciés en glissement sur douze mois, diminuent au même rythme que le mois précédent (- 3,5 %).

AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin février 1994	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Décembre 1993 en pourcentage	Janvier 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 519,6	0,5	0,0	1,5
– M2	2 740,7	0,5	0,7	1,8
– M3	5 223,3	-0,3	-2,1	-3,0
– M4	5 268,6	-0,3	-2,2	-3,1
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P 1	1 267,8		17,9	18,8
Statistiques à fin décembre 1993			Variations sur 12 mois en glissement	
AGRÉGATS DE CRÉDIT			Octobre 1993 en pourcentage	Novembre 1993 en pourcentage
– Endettement intérieur total	9 514,8	4,7	4,5	4,0
– Ensemble des crédits à l'économie..	6 350,6	0,1	0,3 (a)	-0,4 (a)
– Crédits des banques à l'économie ...	3 553,9	-2,5	-3,5	-3,5
(a) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29			Mise à jour le 5 avril 1994	

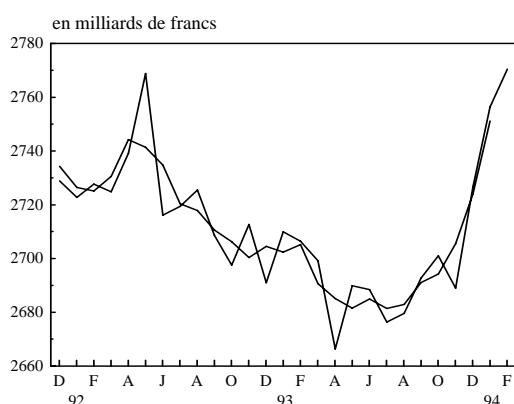
M1
Encours cvs



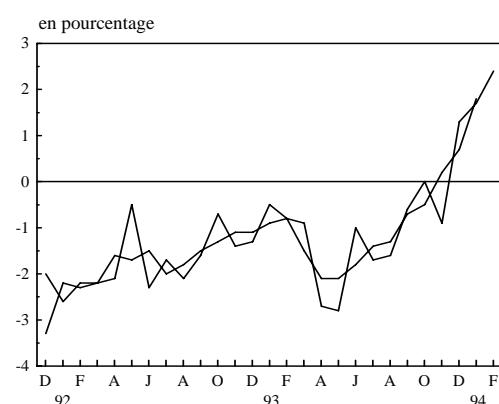
M1
Glissements sur 12 mois



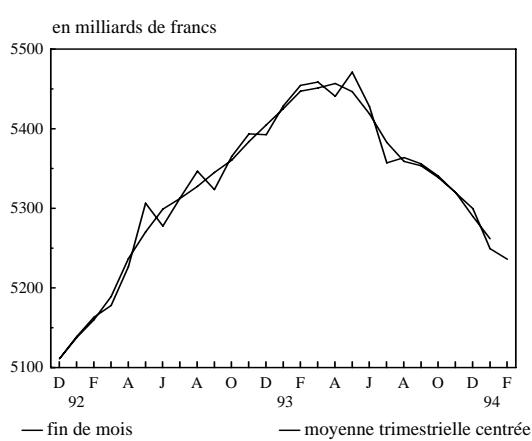
M2
Encours cvs



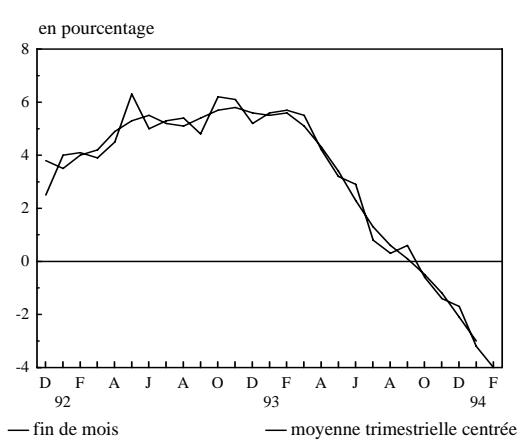
M2
Glissements sur 12 mois



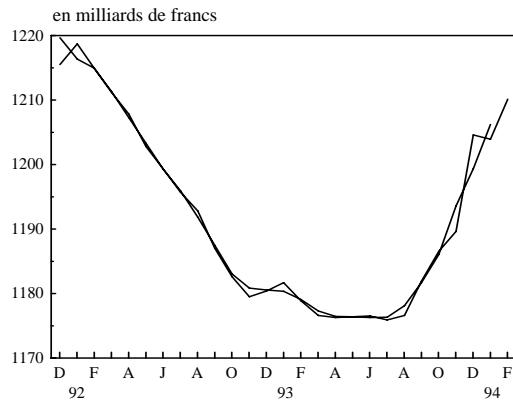
M3
Encours cvs



M3
Glissements sur 12 mois

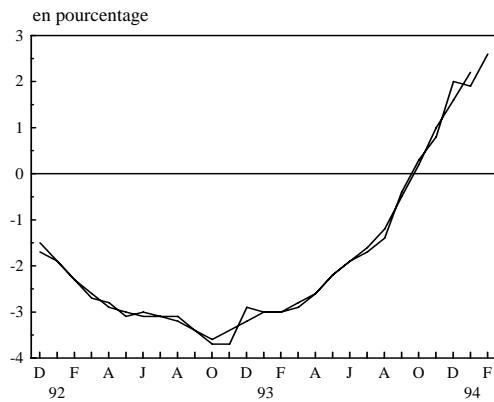


M2 - M1 Encours cvs

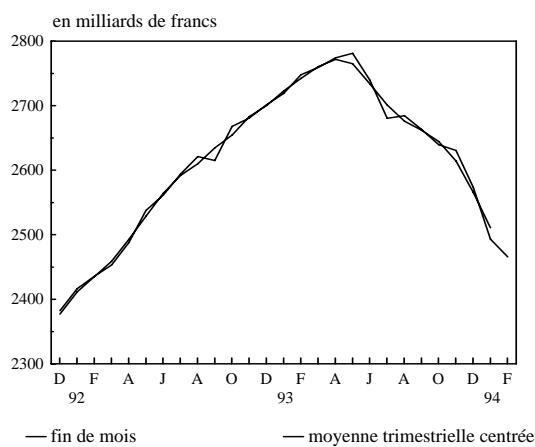


M2 - M1

Glissements sur 12 mois



M3 - M2 Encours cvs



M3 - M2

Glissements sur 12 mois

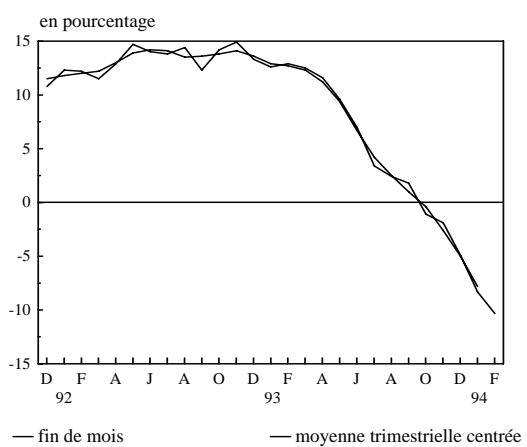


Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

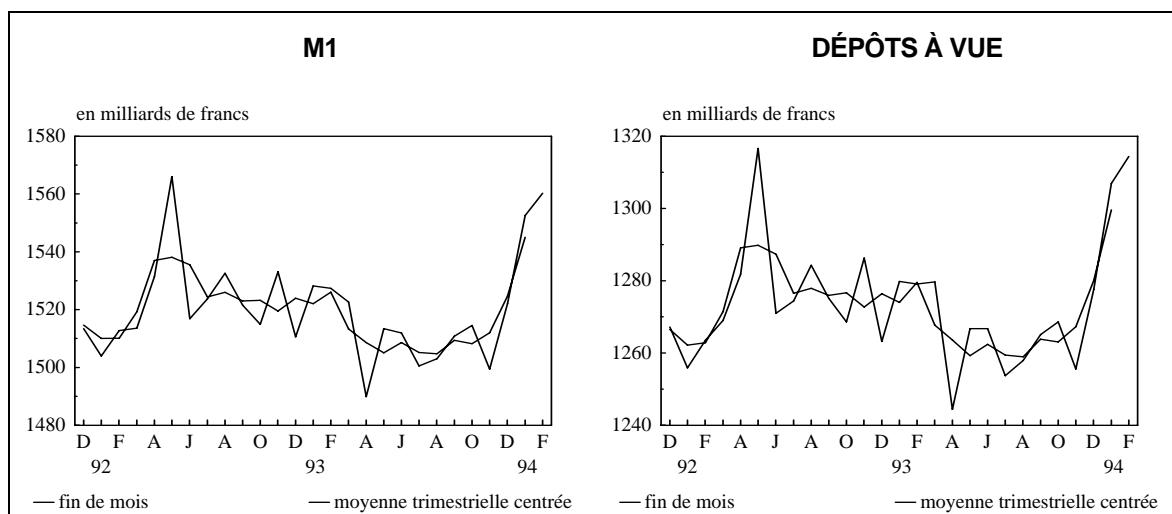
Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle¹

(statistiques à fin février)

M1

La hausse de l'agrégat M1 observée depuis décembre s'est poursuivie en février (0,5 %, après 2,0 % en janvier et 1,5 % en décembre). Sur douze mois, sa variation redevient positive (1,5 %, après 0 % à fin janvier et – 0,5 % à fin décembre).

Les dépôts à vue en francs ont de nouveau augmenté (0,6 %, après 2,3 % en janvier), renversant ainsi nettement le sens de leur évolution sur un an (1,9 %, contre – 0,4 % à fin 1993).



L'encours des billets et monnaies a peu varié (+ 0,1 %, contre + 0,5 % en janvier).

M2 – M1

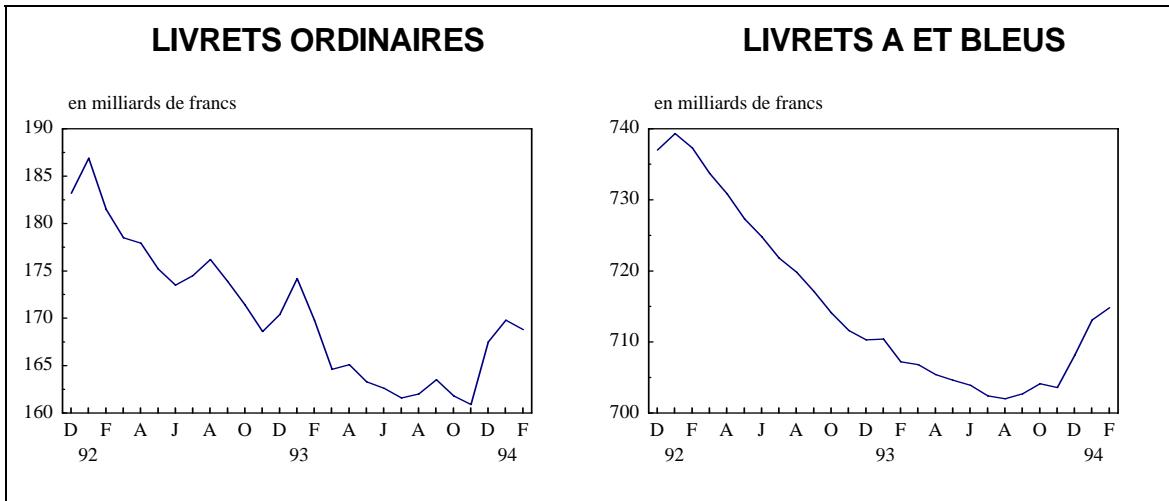
Les comptes sur livrets ont progressé de 0,5 % en février (après – 0,1 % en janvier). Sur un an, leur progression s'est accentuée (2,2 %, contre 1,6 % à fin janvier et 1,0 % à fin décembre 1993).

La hausse des livrets A et bleus s'est poursuivie (0,3 %, après 0,7 % le mois précédent). Leur évolution sur un an redevient ainsi positive (0,4 %, après – 0,4 % à fin janvier et – 1,0 % à fin 1993).

L'encours des comptes d'épargne-logement, dont le taux de rémunération est revenu de 2,75 % à 2,25 % le 16 février, a progressé de 0,4 % (après – 0,1 % en janvier). Son taux de croissance annuel s'est légèrement renforcé (6,9 %, après 6,6 % à fin 1993).

Les livrets soumis à l'impôt ont augmenté de 1,5 % (après – 1,3 % en janvier). Sur un an, l'atténuation de la baisse de leur collecte s'est poursuivie (– 1,6 %, contre – 4,0 % en 1993).

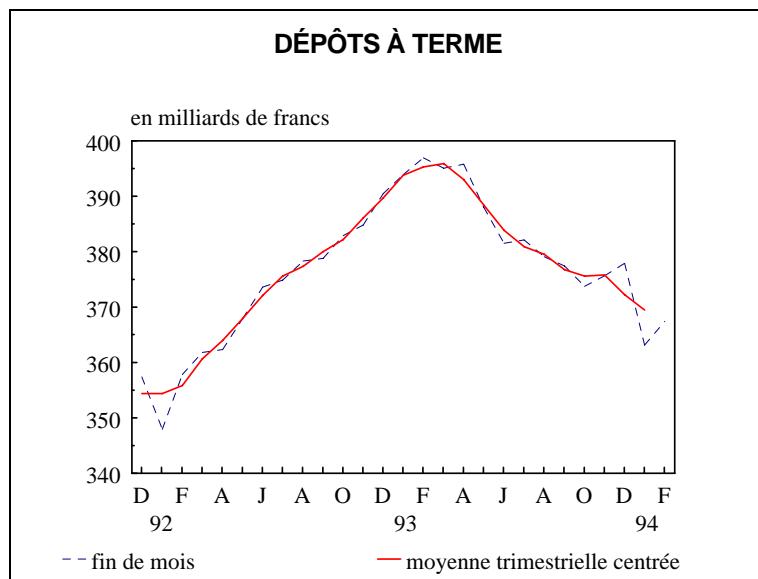
¹ Tous les graphiques sont en encours (en milliards de francs). Les données sont corrigées des variations saisonnières, à l'exception des titres de créances négociables et de P1. Les évolutions annuelles sont calculées en glissement sur douze mois et entre moyennes trimestrielles centrées.



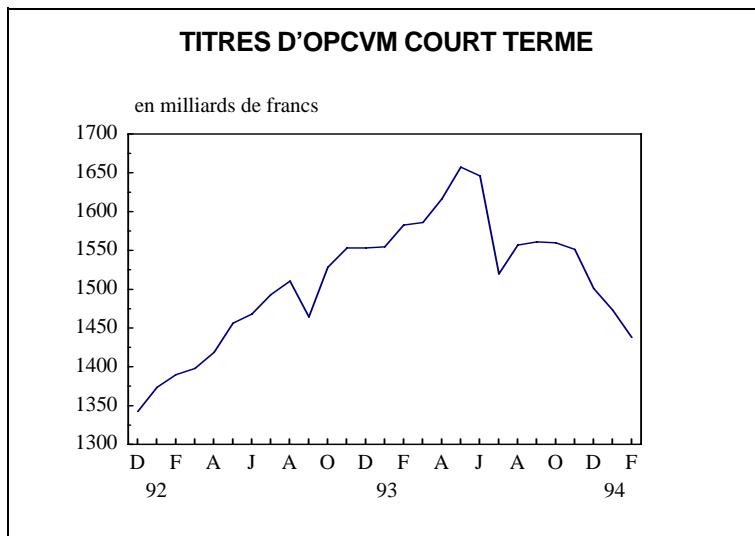
M3 – M2

Le repli de l'agrégat M3 – M2 s'est atténué en février (– 1,1 %, après – 3,1 % en janvier). Toutefois, sur douze mois, son recul atteint – 7,8 %.

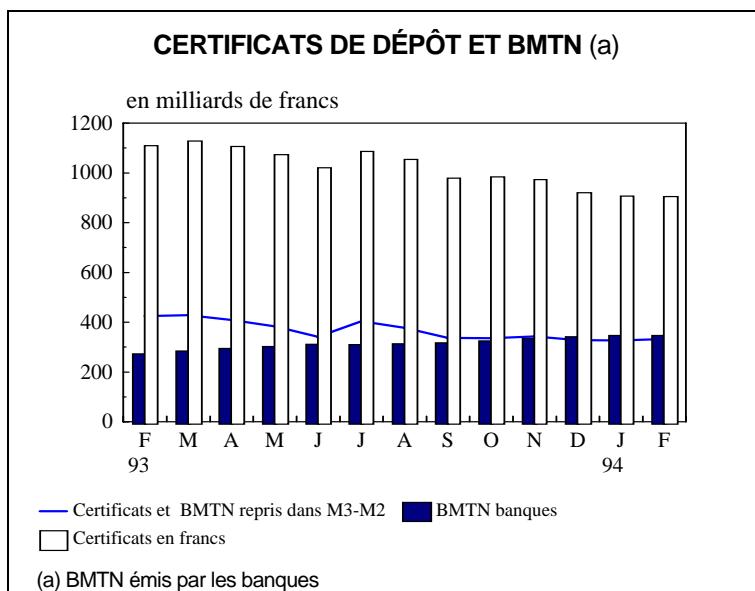
Les placements à terme ont progressé en février (0,2 %, contre – 2,4 % en janvier), sous l'effet d'une hausse des comptes à terme (1,2 %). En glissement annuel, l'évolution de leur encours est toujours négative (– 9,3 %, après – 7,8 % à fin janvier).



Le montant des titres d'OPCVM court terme compris dans M3 (c'est-à-dire ceux qui sont détenus par des agents non financiers) a enregistré une nouvelle baisse (– 18,4 milliards de francs, soit – 2,4 %, après – 1,9 % en janvier). Sur douze mois, son repli s'est accentué (– 6,0 %, après – 0,5 % à fin 1993).



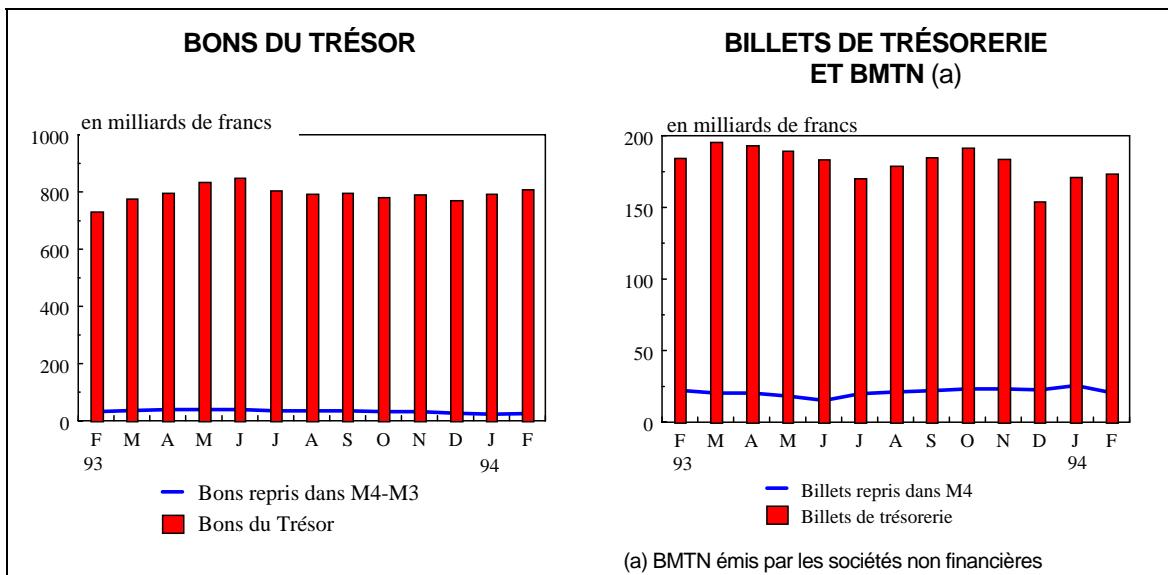
L'encours des certificats de dépôt et des BMTN émis par les établissements de crédit et détenus par les agents non financiers s'est accru de 5,9 milliards de francs et atteint 333,0 milliards. L'encours global a peu varié (1 251,7 milliards de francs, contre 1 253,6 milliards en janvier).



M4 – M3

Le montant des bons du Trésor détenus par les agents non financiers s'est légèrement accru (1,1 milliard de francs) et atteint 25,0 milliards de francs. Son encours total est passé de 791,7 milliards de francs à 808,2 milliards.

Le montant des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par le public s'est contracté de 5,1 milliards de francs et s'élève à 20,3 milliards. Leur encours total s'élève à 173,2 milliards de francs.

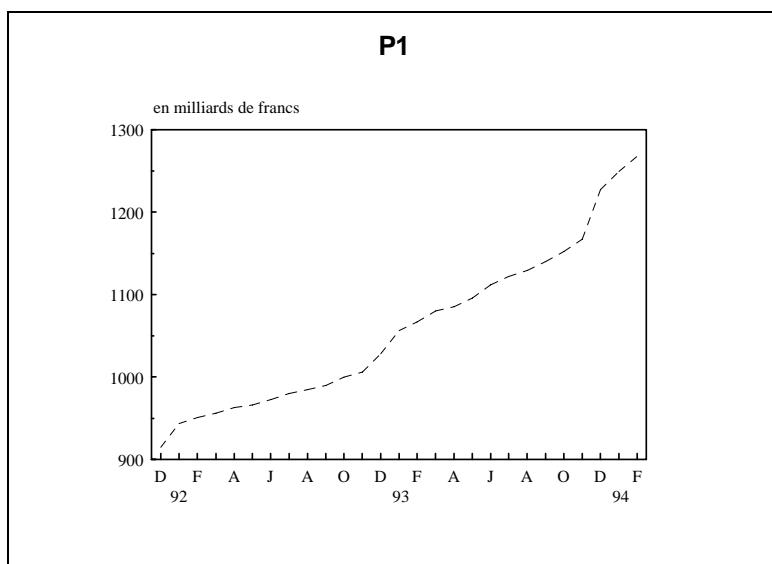


P1

L'agrégat de placement P1 s'est accru de 18,6 milliards de francs en février et atteint 1 267,8 milliards. Sa croissance annuelle s'est renforcée (18,8 %, après 16,9 % à fin 1993).

L'encours des plans d'épargne-logement, dont le taux de rémunération (prime d'État comprise) est revenu de 6,0 % à 5,25 % pour les contrats souscrits à compter du 7 février, a augmenté de 1,8 % en février, après 1,2 % en janvier. Sur un an, sa progression est passée de 12,2 % à fin 1993 à 16,0 %.

Les plans d'épargne populaire ont progressé de 4,3 milliards de francs en février et atteignent 382,8 milliards. Leur taux de croissance annuelle a peu varié (33,2 %, contre 33,9 % à fin 1993).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Évolution des crédits¹

(statistiques à fin décembre)

Vue d'ensemble

En décembre, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit s'inscrivent en léger recul sur un an, après deux mois d'évolution positive (- 0,4 % à fin décembre, après 0,3 % à fin novembre et 0,1 % à fin octobre). Ce repli provient de la contraction des crédits accordés aux sociétés (- 4,7 %), alors que l'on observe une hausse des crédits aux ménages (2,0 %) et surtout aux autres agents (9,2 %).

Pour leur part, les crédits des banques, appréciés en glissement sur 12 mois, diminuent au même rythme que le mois précédent (- 3,5 % à fin décembre et à fin novembre). Cette évolution résulte, comme pour l'ensemble des établissements de crédit, de la diminution des concours accordés aux sociétés (- 6,8 % en un an à fin décembre, après - 7,4 % à fin novembre).

	VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					(en pourcentage)
	1992		1993			
	Décembre	Mars	Juin	Septembre	Décembre	
BANQUES						
– Total des crédits	3,1	0,7	-0,4	-2,8	-3,5	
– Sociétés	3,4	0,3	-1,2	-5,0	-6,8	
– Ménages	0,7	0,4	-0,1	-0,4	-0,1	
– Autres agents	21,9	7,4	4,5	-2,8	3,0	
ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
– Total des crédits	3,0	0,3	-0,1	-1,2	-0,4	(a)
– Sociétés	3,0	-0,8	-2,0	-3,7	-4,7	(a)
– Ménages	0,5	1,3	1,0	1,1	2,0	(a)
– Autres agents	11,4	1,9	4,4	2,3	9,2	(a)

(a) Données estimées

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

Mise à jour le 31 mars 1994

Les crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique

En variation mensuelle, le recul des crédits des banques à l'économie s'est légèrement accentué en décembre (- 0,9 %, après - 0,3 % en novembre). Cette évolution recouvre des mouvements contrastés : ainsi, la baisse des crédits aux sociétés s'est accentuée (- 2,2 % à fin décembre, après - 0,8 % à fin novembre), tandis que dans le même temps, les crédits aux ménages ont enregistré une légère reprise (0,4 %, après - 0,1 % à fin novembre). Le rythme de croissance des crédits accordés aux autres agents s'est, quant à lui, ralenti (1,3 %, après 2,3 % le mois précédent).

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

	ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE				
	(en pourcentage)				
	Données cvs			Données brutes	
	Variations mensuelles			Variations sur 12 mois	
	1993			1993	
	Octobre	Novembre	Décembre	Novembre	Décembre
TOTAL	0,7	-0,3	-0,9	-3,5	-3,5
SOCIÉTÉS	1,1	-0,8	-2,2	-7,4	-6,8
– Investissement des sociétés	0,1	-1,7	-1,6	2,3	1,6
– Trésorerie des sociétés	1,1	-1,1	-1,6		
– Autres crédits	2,6	0,9	-4,0		
MÉNAGES	-0,2	-0,1	0,4	-0,5	-0,1
– Habitat ménages	-0,1	0,1	0,4	2,3	2,5
– Trésorerie des particuliers	-0,3	0,8	0,3	0,6	0,5
– Autres crédits	-0,4	-1,1	0,6	-8,1	-7,0
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	4,2	2,3	1,3	7,4	3,0

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

Mise à jour le 31 mars 1994

La baisse des concours octroyés aux sociétés a affecté l'ensemble des catégories de crédit. Les crédits à l'investissement ont diminué à un rythme quasiment identique à celui du mois précédent (– 1,6 %, après – 1,7 % en novembre). Les crédits de trésorerie ont, eux-aussi, diminué de 1,6 % et les autres crédits aux sociétés de 4 %, cette dernière évolution reflétant le provisionnement d'une partie de ces crédits, avec pour conséquence leur déduction des encours recensés.

Sur un an, le recul de l'ensemble des crédits accordés aux sociétés par les banques s'est atténué (– 6,8 %, après – 7,4 % en novembre) ; la progression des crédits à l'investissement est revenue à 1,6 % (contre 2,3 % le mois précédent) et la variation de l'ensemble des crédits de trésorerie et des autres crédits a été de – 10,2 %, après – 11,2 % à fin novembre.

Sur un mois, l'encours des crédits des banques aux ménages a progressé de 0,4 % (après – 0,1 % en novembre). Les crédits à l'habitat ont augmenté de 0,4 %, après 0,1 % le mois précédent. Le rythme de croissance des crédits de trésorerie s'est atténué (0,3 %, après 0,8 % en novembre), tandis que l'on observait une reprise des autres crédits (0,6 %, après – 1,1 % en novembre).

Apprécié sur douze mois, le recul des crédits aux ménages s'est atténué (– 0,1 %, contre – 0,5 % à fin novembre). Cette évolution recouvre une progression légèrement supérieure à celle de novembre pour les crédits à l'habitat (2,5 %, après 2,3 % précédemment) et à peu près semblable pour les crédits de trésorerie (0,5 % à fin décembre, 0,6 % à fin novembre). La baisse des autres crédits s'est, quant à elle, ralentie et s'est établie à – 7,0 %, après – 8,1 % le mois précédent.

Les crédits aux autres agents ont connu une croissance moins rapide, tant dans leur évolution mensuelle (1,3 % en décembre, après 2,3 % en novembre), que sur douze mois (3 % à fin décembre, après 7,4 % à fin novembre).

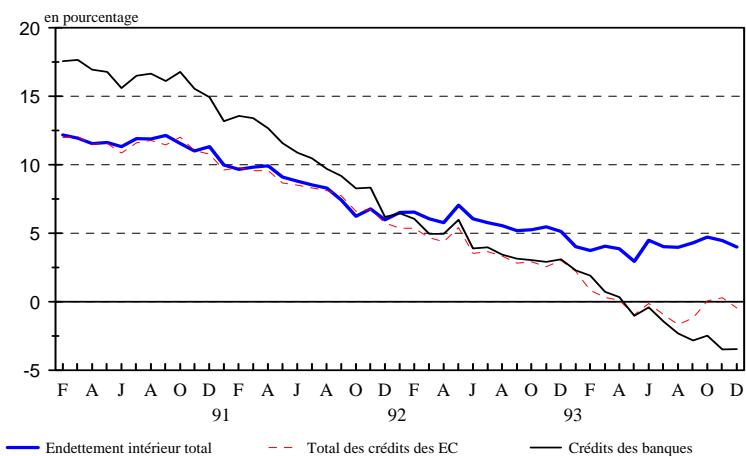
6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin décembre)

La progression de l'endettement intérieur total est restée ferme à fin décembre (4,0 % en glissement annuel), conservant un rythme comparable à celui observé tout au long de l'année. La croissance sur un an de l'endettement de l'État (20,3 %), en légère hausse par rapport au mois précédent (18,4 %), a retrouvé sensiblement le rythme constaté à la fin du mois d'octobre (20,2 %). La croissance des financements dont les ménages ont été les bénéficiaires s'est accélérée (2,0 %, après 0,6 % et 1,3 % à fin novembre et fin octobre), tandis que la baisse des concours accordés aux sociétés s'accentuait (– 3,7 % en rythme annuel, après – 2,9 % un mois auparavant).

L'encours des crédits octroyés aux agents résidents a peu varié en un an (0,1 %). Cette quasi-stabilité recouvre une évolution divergente des crédits aux ménages, en progression de 2,0 %, et des crédits aux sociétés qui se contractent de 4,7 %.

TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DE L'EIT ET DES CRÉDITS



La progression annuelle des financements provenant des marchés internes est restée soutenue (14,7 %, après 17,2 % à fin novembre et 16,9 % à fin octobre). Le ralentissement de la croissance de l'encours des titres émis sur le marché monétaire (4,2 %, après 8,4 % à fin novembre) résulte d'un tassement sensible de la croissance des bons du Trésor (7,7 %, après 12,6 % à fin novembre) et de l'accentuation marquée du repli de l'encours des billets de trésorerie (– 10,3 %, après – 6,7 %).

Sur le marché obligataire, la tendance observée depuis juillet 1993 a encore prévalu : l'encours des titres émis par les agents non financiers s'est accru de 20,9 % en glissement annuel, soit une progression très proche de celles observées les mois précédents (22,4 % à fin novembre et 21,6 % à fin octobre). L'augmentation de l'encours des titres d'État ressort à 28,7 %, en très légère baisse par rapport aux variations enregistrées à fin novembre (30,3 %) et à fin octobre (29,5 %). L'encours des titres obligataires des sociétés s'est également quelque peu ralenti (3,2 % en un an, après 4,5 % le mois précédent).

Le rythme de croissance annuel des crédits et obligations internationaux enregistre un nouveau ralentissement et s'établit à 3,6 % à fin décembre, après 5,9 % et 6,9 % à la fin des deux mois précédents.

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
(variations sur 12 mois, en pourcentage)					
	DONNÉES BRUTES				
	1991	1992	1993		
	Décembre	Décembre	Octobre	Novembre	Décembre
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	6,0	5,1	4,7	4,5	4,0
– État.....	6,7	13,8	20,2	18,4	20,3
– Ménages.....	2,1	0,5	1,3	0,6	2,0
– Sociétés (a).....	7,7	4,3	-2,1	-2,9	-3,7
– Autres (b).....	8,4	4,3	9,9	17,1	8,4
CRÉDITS (c)	5,5	1,5	0,2	-0,2	0,1
– État.....	2,8	-26,8	3,2	-12,5	22,8
– Ménages.....	2,1	0,5	1,3	0,6	2,0
– Sociétés.....	7,6	3,0	-3,4	-4,1	-4,7
– Autres (b).....	9,1	5,3	10,9	18,3	9,2
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d) ..	7,4	15,7	16,9	17,2	14,7
<i>Sur le marché monétaire</i>	0,9	25,1	9,2	8,4	4,2
– État.....	1,3	28,3	12,1	12,6	7,7
– Sociétés.....	-0,5	13,2	-1,2	-6,7	-10,3
<i>Sur le marché obligataire</i>	11,0	10,8	21,6	22,4	20,9
– État.....	11,6	14,5	29,5	30,3	28,7
– Sociétés.....	11,5	4,3	3,5	4,5	3,2
– Autres.....	-4,5	-13,2	-11,2	-9,1	-10,8
CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX	6,2	14,0	6,9	5,9	3,6

(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 6 avril 1994

COMMUNICATIONS

IMPORTANCE DE LA COOPÉRATION FRANCO-ALLEMANDE DANS LA CONSTRUCTION DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

Intervention de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France, lors des Rencontres financières
Paris-Europlace, à Francfort, le 25 mars 1994

Je suis très heureux de me trouver aujourd'hui parmi vous pour évoquer le rôle de la coopération franco-allemande dans la construction de l'Union économique et monétaire : ce rôle a été et reste essentiel. Je suis également très heureux de traiter de ce thème lors de rencontres au cours desquelles doivent être examinés les atouts de Paris dans la constellation des places financières de l'Union européenne : l'existence de cette constellation de grandes places financières à vocation internationale représente, pour l'Europe, une originalité, une richesse et une chance. Enfin, je remercie les organisateurs de Paris-Europlace de me donner une nouvelle occasion d'aborder ces questions à Francfort, siège de l'Institut monétaire européen récemment créé, et conjointement avec Hans Tietmeyer que je connais et apprécie depuis tant d'années : cela permettra à l'auditoire d'avoir une vision, si je peux dire, immédiatement « binoculaire » de la coopération entre la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France et de l'analyse que nous faisons des problèmes que nous avons à résoudre en commun.

Une coopération fondée sur des bases solides

Si la coopération franco-allemande a pu atteindre un niveau élevé dans le domaine monétaire, c'est qu'elle est fondée sur des bases solides. En premier lieu, les relations industrielles, économiques et financières entre nos deux pays se sont encore renforcées ces dernières années et les structures de nos économies se sont rapprochées. En second lieu, les objectifs généraux de nos politiques monétaires sont les mêmes et la culture de « stabilité » est partagée par les banques centrales de part et d'autre du Rhin.

Enfin, nous nous situons dans la perspective, ouverte par le traité de Maastricht, d'une monnaie unique, aussi solide et aussi stable que le deutschemark et le franc, et nous avons eu à affronter en commun, ces deux dernières années, une période monétaire parfois difficile.

Je voudrais reprendre brièvement chacun de ces points, les uns après les autres.

Premièrement, la coopération entre nos deux pays n'est pas seulement le fruit d'une volonté politique, ce qui est déjà très important : elle est l'illustration d'une nécessité économique enracinée dans l'interdépendance croissante de nos deux économies.

La France et l'Allemagne réalisent déjà, depuis longtemps, la plus grande part de leurs échanges extérieurs avec leurs partenaires de l'Union européenne : environ 60 % pour la France, environ 50 % pour l'Allemagne. Le commerce franco-allemand est un élément essentiel de ce système d'échanges intracommunautaires : la France réalise 17 % de son commerce extérieur avec l'Allemagne, l'Allemagne réalise 12 % de son commerce extérieur avec la France. La France et l'Allemagne sont donc, chacune l'une pour l'autre, leur principal partenaire commercial. Il est intéressant de noter qu'en dépit de l'existence de points forts de part et d'autre — points forts qui illustrent les vertus de la division internationale du travail —, plus de 40 % du commerce franco-allemand correspond à un commerce croisé de produits similaires pour lequel s'exerce une concurrence stimulante.

En fait, les entreprises de nos deux pays considèrent de plus en plus l'espace de part et d'autre du Rhin comme un seul marché et comme une zone de production unique. De ce fait, les flux commerciaux se doublent de flux d'investissement élevés. La France est ainsi devenue l'un des principaux investisseurs étrangers en Allemagne et le premier investisseur étranger en Allemagne orientale. L'Allemagne est, pour sa part, l'un des tout premiers investisseurs étrangers en France. Dans ce contexte, il est logique de constater que les investissements, les implantations de filiales et les accords de partenariat se multiplient aussi dans le secteur financier. Plus généralement, les études économiques récentes concluent au rapprochement de plus en plus net des structures économiques de nos deux pays.

Ma deuxième remarque portera sur le fait que notre coopération se fonde aussi sur une analyse identique des objectifs généraux de la politique monétaire.

Je rappellerai, tout d'abord, que l'Allemagne et la France ont fait de la liberté des mouvements de capitaux un élément fondamental du contexte dans lequel s'inscrit la politique monétaire. Cette liberté favorise une allocation optimale de l'épargne et incite à la mise en œuvre de politiques économiques et monétaires crédibles. Depuis le 1^{er} janvier 1994, cette liberté est garantie par le traité de Maastricht.

Sur le plan monétaire, il y a identité de vue quant à l'objectif final : la stabilité. L'Allemagne s'est acquis, depuis longtemps, une solide réputation en la matière. En France, depuis plusieurs années, la stabilité de la monnaie est considérée comme l'une des conditions d'une croissance économique saine et durable. L'écart d'inflation entre nos deux économies s'est progressivement réduit jusqu'à s'effacer et, même, jusqu'à se renverser au cours de la période récente. Enfin, depuis plus de sept ans, notre devise, le franc, se situe au meilleur niveau de stabilité que l'on observe au sein de l'Union européenne, avec le deutschemark et quelques autres devises membres du mécanisme de change du SME. Cette politique de crédibilité monétaire donne aujourd'hui à notre économie, comme à l'économie allemande et à

l'économie néerlandaise, les conditions de financement à moyen et long terme probablement les meilleures que l'on puisse observer en Europe, en dehors de la Suisse.

Cette orientation de notre politique monétaire vers la stabilité de la monnaie a été inscrite dans la loi par la modification des statuts de la Banque de France, dont le Gouvernement a fait l'une de ses priorités, l'an dernier. Le nouveau Conseil de la politique monétaire a pour rôle de définir de manière indépendante la politique monétaire française. La loi demande à la Banque de France de préserver la stabilité des prix dès la première phrase de son article premier. Cette Banque de France indépendante est bien insérée dans la vie démocratique de notre pays. Ses relations avec le président de la République et le Gouvernement ainsi qu'avec le Parlement sont précisées par la loi. Comme toute banque centrale indépendante, il lui faut inlassablement écouter, méditer, décider, expliquer et convaincre.

Troisième remarque, la coopération franco-allemande a permis de surmonter les tensions monétaires enregistrées au cours des années 1992 et 1993. La décision prise, le 2 août 1993, par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays de la Communauté a comporté trois messages essentiels : le maintien du mécanisme de change du SME comme élément central de la construction européenne, la confirmation de la grille des cours centraux, pleinement justifiée au regard de la situation économique fondamentale des pays membres, et l'élargissement temporaire des marges de fluctuations, réponse technique adaptée aux circonstances spéciales du marché.

L'expérience, depuis le 2 août, a confirmé la pertinence de la décision prise l'été dernier. Le mécanisme de change a bien fonctionné. L'objectif de stabilité monétaire a été atteint dans de bonnes conditions, les marchés ayant progressivement ratifié la stratégie des autorités monétaires. Cet objectif de stabilité a été atteint, en particulier, dans le contexte de baisses graduelles, prudentes et régulières des taux d'intérêt. Par rapport à la situation qui prévalait au moment des premières tensions du SME, en août 1992, la baisse est substantielle puisqu'elle est supérieure à 300 points de base pour les taux à court terme.

Enfin, il faut souligner que ce souci commun de la stabilité monétaire en Europe participe d'une nécessité plus large. En effet, le marché unique et la stabilité monétaire constituent l'avers et le revers d'une même médaille : il est difficile d'imaginer le fonctionnement du marché unique, l'abolition de toutes les frontières matérielles et immatérielles, tandis que les barrières invisibles que représenteraient les cours de change s'élèveraient et s'abaisseraient de manière erratique.

C'est ce que les pères fondateurs du traité de Rome avaient bien compris lorsqu'ils précisait, dans l'article 107 de ce traité, que les politiques en matière de taux de change sont des questions d'intérêt commun alors même que les monnaies européennes participaient, à cette époque, au système monétaire international mis en place par les accords de Bretton Woods, eux-mêmes plus contraignants que ne l'a jamais été le mécanisme de change du SME.

La stabilité monétaire européenne — dont le parachèvement, selon le traité de Maastricht, est l'Union monétaire — permet, faut-il le rappeler, de diminuer puis de supprimer les coûts de transaction et les primes de risques, d'organiser une transparence des prix aussi bonne que possible dans toute l'économie européenne et d'engendrer d'importantes économies d'échelle.

L'Institut monétaire européen, nouvel instrument de coopération monétaire entre les banques centrales de la Communauté

Le traité de Maastricht nous fixe cet objectif de l'Union monétaire. Il crée aussi un instrument important pour le succès de la coopération entre banques centrales, durant la phase de transition vers l'Union monétaire : je veux parler, bien sûr, de l'Institut monétaire européen (IME).

L'Institut a été créé, début janvier, dans cette ville de Francfort, et la nomination d'Alexandre Lamfalussy à sa tête constitue certainement un augure très favorable.

Le traité donne à l'IME un grand nombre de responsabilités toutes orientées vers un objectif essentiel : contribuer, comme l'indiquent ses statuts, « à réaliser les conditions nécessaires au passage à la troisième phase de l'UEM ». Les statuts de l'IME sont très clairs sur les tâches qu'il devra entreprendre pour atteindre cet objectif et je voudrais souligner brièvement quatre idées principales à ce sujet.

Premièrement, l'IME contribue à la coordination des politiques monétaires dans le cadre de la stabilité des prix. Le traité prévoit, à cet effet, des procédures telles que la consultation de l'IME avant la prise de décision. Mais le traité prévoit également — il faut le rappeler — que, durant la phase 2, la responsabilité finale de la politique monétaire reste nationale.

Deuxièmement, l'IME supervise le fonctionnement du SME. Il aidera les banques centrales à parvenir à un consensus sur la meilleure manière de préserver et d'améliorer encore la crédibilité retrouvée du système, sur la meilleure manière de faire évoluer harmonieusement ce système vers la fixation irrévocable des parités entre les pays de l'Union les plus convergents et, enfin, sur la meilleure manière d'organiser les relations de change avec les pays qui auront besoin d'un peu plus de temps pour satisfaire les critères. J'ajouterai, d'ailleurs, que l'IME contribuera également au renforcement du SME à travers l'exercice de ses fonctions consultatives : en effet, étant donné l'importance de la notion de convergence durant la deuxième phase, l'IME s'est vu confier la responsabilité de faire des recommandations sur les politiques menées par les pays membres. S'il le juge utile, l'IME rendra publiques ces recommandations.

Troisièmement, l'IME facilitera l'usage de l'écu, préfiguration de la monnaie unique. Il est important de rappeler à cet égard que, le 1^{er} novembre dernier, la composition du panier de l'écu a été gelée. Cette mesure comporte deux avantages pour les agents économiques : elle élimine une source d'incertitude et elle permettra le renforcement graduel de l'écu qui s'appréciera naturellement, en même temps que les monnaies les plus fortes du Système.

Enfin, et c'est là probablement sa tâche la plus importante, l'IME aura à préparer la phase 3 et l'introduction d'une politique monétaire unique. Dans ce domaine, les travaux déjà initiés sous les auspices du Comité des gouverneurs, désormais dissous, lui seront d'une précieuse utilité. Il conviendra notamment d'harmoniser les concepts, les instruments et les statistiques monétaires. Il faudra, en concertation étroite avec le secteur financier européen, améliorer l'efficacité des systèmes de paiement transfrontières et préparer la fabrication et la distribution des billets européens. Bref, il faudra faire en sorte que la politique monétaire unique puisse être mise en œuvre efficacement.

Comme vous pouvez le constater, l'IME ne manquera pas de travail durant cette transition. Je suis sûr que, sous la présidence d'Alexandre Lamfalussy, il remplira pleinement ses missions et favorisera l'émergence des meilleures solutions.

Pour sa part, la Banque de France entend participer pleinement à ses travaux et la récente réforme de ses statuts ne peut qu'améliorer encore la coopération que nous avons avec la Banque fédérale d'Allemagne et l'ensemble des banques centrales qui sont nos partenaires dans l'IME.

En résumé, je dirai que la coopération franco-allemande revêt naturellement une grande importance dans tous les domaines et tout particulièrement en matière monétaire et financière. Certains disent que nos deux économies constituent deux piliers centraux pour l'Union européenne et que nos deux monnaies sont également deux piliers centraux du mécanisme de change. Je crois que c'est vrai. Mais je crois qu'il est au moins aussi important de souligner que ce dialogue permanent, à la fois professionnel et amical, noué entre les deux banques centrales s'inscrit dans le contexte de l'Union

européenne tout entière. Notre relation, pour être bien comprise, doit être replacée dans le cadre des « Douze » et demain des « Seize », c'est-à-dire d'une union ouverte, dynamique, prospère et respectueuse des identités de chacun en application du fameux principe de « subsidiarité ».

C'est dans ce contexte qu'il est essentiel que l'Europe puisse continuer à s'appuyer sur un réseau vivant de grandes places financières, à vocation européenne et internationale, puissantes et sûres, au nombre desquelles Paris entend prendre toute sa place.

Un mot, enfin, si vous me le permettez en conclusion, de la politique monétaire définie par le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France.

Le taux des appels d'offres a été baissé hier à Paris, j'aimerais appeler votre attention sur trois points.

– En premier lieu, cette décision de baisse des taux s'inscrit dans le cadre de la politique monétaire définie pour 1994 : stabilité des prix, stabilité externe et interne de la monnaie.

– En second lieu, cette décision signifie que la baisse des taux à court terme en France, comme en Europe, n'est pas interrompue comme les décisions de part et d'autre du Rhin l'ont montré.

– En troisième lieu, la Banque de France poursuivra sa politique de baisse graduelle et prudente des taux de manière à garantir la stabilité et la crédibilité de notre monnaie tout en s'assurant que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires pour accompagner la reprise de notre économie qui est maintenant clairement en route.

GROUPE PLÉNIER SUR LES MOYENS DE PAIEMENT

Exposé introductif de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
sur le projet « Prévention des risques – TBF ¹ »,
à Paris, le 22 février 1994

Présidé par le gouverneur de la Banque de France, le groupe plénier sur les moyens de paiement réunit des représentants des milieux professionnels et de l'administration : banques, Association française des banques, Association française des établissements de crédit, Groupe Système interbancaire de télécompensation (G. Sit), Comité français d'organisation et de normalisation bancaires, Commissariat général du Plan, ministères des Finances et de la Justice.

Le groupe plénier sur les moyens de paiement s'est déjà réuni à deux reprises sur le dossier « Prévention des risques dans les systèmes de paiement – mise en œuvre de TBF » : le 23 avril 1990, pour présenter l'analyse de la Banque de France et ouvrir la concertation de place, et le 21 février 1992, pour approuver un rapport d'étape faisant ressortir un degré de consensus permettant d'envisager une validation rapide du dispositif définitif.

Aujourd'hui, nous n'en sommes pas là. Après avoir connu jusqu'à l'été 1993 une trajectoire satisfaisante, la poursuite de la concertation de place a fait apparaître des difficultés s'agissant en particulier du caractère exclusif du système TBF.

La Banque de France a annoncé, en décembre 1993, qu'elle acceptait un scénario adaptatif « dual » (cohabitation de TBF avec un système net protégé) permettant de répondre aux souhaits de plusieurs intervenants tout en respectant les principes de base de la démarche de prévention des risques.

La réunion du groupe plénier du 22 février 1994 doit aboutir à un engagement de place clair sur le scénario à mettre en œuvre en intégrant l'ensemble des préoccupations exprimées par la place dans le cadre de la modernisation et de la sécurisation du système de paiement. Je suis, pour ma part, convaincu que, de ce point de vue, notre réunion d'aujourd'hui est très importante et je ne doute pas qu'elle se traduira par un consensus positif.

¹ TBF : Transferts Banque de France

1. Contexte international

1.1. La prévention des risques est en marche. Elle s'est même accélérée au cours de la période récente

Tous les pays, notamment européens, ont engagé les réformes sur la base :

– des normes Lamfalussy, adoptées, en novembre 1990, par le Comité des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix pour assurer la protection des systèmes de compensation. Trois des six normes Lamfalussy concernent la prévention des risques qui doivent être *appréciés* à partir d'une connaissance précise des engagements supportés par les participants (norme II), *contrôlés*, au moyen de procédures fiables comportant la mise en place de limites contraignantes entre participants, suivies en temps réel (norme III), et *maîtrisés*, grâce à la mise en œuvre de règles de partage des pertes, assorties de garanties permettant de faire face aux obligations de règlement nées de la défaillance du participant présentant la position débitrice la plus élevée (norme IV) ;

– des normes communes aux systèmes de paiement des pays de l'Union européenne, approuvées par le Comité des gouverneurs le 14 septembre 1993. Ce rapport contient dix principes que devront respecter les systèmes de paiement nationaux dans le cadre du marché unique et dans la perspective de l'UEM. Deux de ces principes concernent la prévention des risques pour les opérations de gros montants :

- le quatrième principe, qui exprime la volonté de créer un système de règlement brut en temps réel (RTGS) dans chaque État membre dans lequel devront être échangés le plus possible de paiements de montants élevés,
- le cinquième principe, qui admet la coexistence des RTGS avec des systèmes de gros montant à règlement net existants, à la condition qu'ils satisfassent les critères Lamfalussy en totalité. En vertu de ce principe, les systèmes de gros montant à règlement net actuels doivent, soit *obligatoirement* être mis en conformité avec des normes minimales Lamfalussy pour cohabiter avec un RTGS, soit disparaître au profit de ce dernier.

Ces règles claires traduisent la volonté des autorités de chaque pays d'agir sur des bases communes et harmonisées : elles ont un caractère normatif et guident désormais l'action des banques centrales chargées de les mettre en œuvre dans les systèmes de paiement nationaux (en France, dans le cadre de la mission découlant de l'article 4 de la loi du 4 août 1993 qui charge la Banque de France de « veiller au bon fonctionnement et à la sécurité des systèmes de paiement »).

1.2. Les négociations et réalisations sont actives dans tous les pays, notamment en Europe

La plupart des pays développés ont déjà réalisé des programmes de maîtrise des risques dans leurs systèmes de paiement de gros montant ; il en est ainsi aux États-Unis (le système privé de compensation CHIPS est conforme aux normes Lamfalussy et cohabite avec le système à règlement brut Fedwire géré par le Système de réserve fédérale) et en Suisse (le système à règlement brut Swiss Interbank Clearing est opérationnel depuis 1987).

En Europe, les négociations et réalisations sont très actives dans tous les pays :

- en Grande-Bretagne, après concertation avec la Banque d'Angleterre, le conseil de l'APACS (Association for Payment Clearings Services) a décidé, le 12 janvier 1994, de transformer le système net de gros montant CHAPS en un système brut en temps réel d'ici fin 1995 ;
- en Allemagne, un programme de réduction des risques a été approuvé en novembre 1993 à la fois par le directoire de la Banque fédérale d'Allemagne et par les banques : d'ici 1995, le système net EAF

(Elektronische Abrechnung mit Filetransfer) sera protégé et cohabitera avec le système brut de gros montant géré par la Banque fédérale d'Allemagne (Eiliger Zahlungs Verkehr ou EIL-ZV) ;

– le clearing de l'écu, système de compensation auquel participent 41 banques de l'Union européenne dont 7 banques françaises, a entrepris, sous la vigoureuse impulsion du Comité des gouverneurs des banques centrales des Douze, la mise en œuvre des normes Lamfalussy. Ces mesures sont en cours d'implantation et les modalités de mise en conformité complète (contrôle des limites en temps réel, apport de « collateral ») qui ont été présentées lors du « Comité de clearing » de Lisbonne, le 27 janvier, ont reçu un accueil favorable ;

– tous les autres pays européens, conformément aux décisions arrêtées par le Comité des gouverneurs en septembre 1993 ont entrepris, soit de se doter d'un système à règlement brut (Belgique, Espagne, Grèce, Irlande, Luxembourg, Portugal), soit, lorsqu'ils disposent déjà d'un tel système (Danemark, Italie, Pays-Bas) de le moderniser et de le faire cohabiter, le cas échéant, avec un système net protégé.

2. Situation française

La France ne peut, naturellement, rester à l'écart de cette évolution irréversible et la Banque de France est déterminée à agir en conformité avec le cadre normatif adopté par les banques centrales. Nul ne doit douter de la volonté de la Banque de mener à son terme le processus qui aboutira au renforcement de la sécurité intrinsèque du système de paiement français. Le maintien du statu quo est donc totalement exclu.

La France était en avance avec le projet TBF. Elle est aujourd'hui rejointe et même dépassée par certains pays européens. C'est une raison supplémentaire d'aller ensemble de l'avant.

Quelle est la situation ? Quels sont les facteurs de blocage ? Comment aboutir à un compromis ?

2.1. La situation

Du point de vue des risques interbancaires, la situation du système de paiement français est insatisfaisante alors qu'on enregistre une très rapide progression des opérations de gros montant (1 200 milliards de francs par jour en 1993, contre 800 milliards en 1991) :

– seul un tiers des 40 000 opérations quotidiennes de gros montant sont aujourd'hui dématérialisées. La surveillance et la réduction des risques ne sont pas envisageables dans une organisation traditionnelle reposant sur l'échange d'ordres de paiement sur support papier en chambre de compensation ;

– l'absence de spécialisation des circuits d'échange pose problème du point de vue de la réduction des risques car les mesures de prévention doivent être d'autant plus rigoureuses que le montant des opérations échangées est élevé ;

– la bonne fin des règlements interbancaires repose aujourd'hui pour l'essentiel sur la Banque de France, du fait de la quasi-impossibilité dans laquelle elle se trouverait, au cas où un participant ne pourrait faire face à ses obligations de règlement, d'user du droit dont elle dispose au plan juridique de faire jouer la règle de révocabilité des systèmes de compensation, en raison des effets de chaîne qui pourraient résulter d'une telle décision.

Pour remédier à cette situation, le programme de réduction des risques est fondé sur :

– la dématérialisation de l'ensemble des paiements de gros montant, indispensable pour permettre la mise en œuvre de mesures de protection efficaces contre les risques,

- la différenciation des mesures de prévention en fonction du caractère critique des opérations en cause,
- l'irrévocabilité des paiements échangés en cours de journée par l'intermédiaire du système TBF fonctionnant selon une logique de règlement brut en temps réel.

2.2. Les principales difficultés apparues dans la concertation

Elles concernent :

- les préoccupations d'ordre bancaire, avancées notamment par les trésoriers sur :
 - la contrainte de liquidités, née de l'échange « en brut » de 1 200 milliards de francs par jour,
 - le risque de contrepartie, né du risque de payer sans être certain d'être réglé,
 - l'exclusivité du système TBF, résultant de l'obligation d'utiliser TBF pour l'ensemble des opérations de gros montant et de ses conséquences sur la fluidité des échanges et sur les relations avec les clients ;
- les préoccupations économiques et commerciales portant sur le coût global de la réforme et la crainte d'une remise en cause du « correspondent banking » dans le cadre de RTGS européens interconnectés.

2.3. Les bases d'un compromis nécessaire

Le maintien du statu quo n'est pas possible. Le compromis est nécessaire sur ce dossier d'importance stratégique pour la place. Il faut agir avec pragmatisme mais aussi avec le sens de nos responsabilités internationales car la France ne peut pas être le maillon faible de la chaîne de prévention des risques en Europe.

La Banque de France entend être ferme sur les principes mais souple sur les modalités :

- fermeté sur les principes, fondée sur trois points :
 - irréversibilité du mouvement engagé en France et à l'étranger pour maîtriser les risques,
 - nécessité d'agir en France en conformité avec le cadre normatif adopté par les banques centrales du Groupe des Dix (normes Lamfalussy) et du Groupe des Douze (Rapport Padoa-Schioppa),
 - caractère incontournable de TBF, qui sera le RTGS français permettant de conférer l'irrévocabilité aux opérations de gros montant *qui le justifient* ;
- souplesse sur les modalités, en confirmant le scénario adaptatif fondé sur deux points :
 - la poursuite des travaux de réalisation d'un TBF non exclusif, utilisable au gré des banques en fonction de leurs besoins d'irrévocabilité et pour le règlement définitif des soldes issus des systèmes à règlement net, et permettant l'exécution des ordres sur des positions intrajournalières garanties mais comportant d'importantes souplesses en termes de liquidités (mise en place de pensions livrées),
 - l'ouverture d'une réflexion de place sur la faisabilité d'un système net de gros montant protégé conformément aux normes minimales Lamfalussy.

2.4. Le cadre de la nouvelle orientation de la concertation de place

Le compromis vise :

- à concilier l'autonomie souhaitée (degré de liberté des banques) et la discipline nécessaire (une bonne prévention des risques) ;
- en préservant la continuité du processus de réflexion interbancaire engagé depuis 3 ans, car une pause ou un moratoire serait de nature à démobiliser les équipes et présenterait un risque élevé d'enlisement.

Il est hautement souhaitable en conséquence :

- *sur la méthode*, il est hautement souhaitable en conséquence :

- que soit menée activement la réflexion de place sur la création d'un système net respectant intégralement les normes Lamfalussy. Le groupe de pilotage des banques sur cette question doit donc intensifier ses travaux et bénéficiera de l'expertise et de l'appui de la Banque de France qui jugera de l'adéquation des solutions aux normes internationales (le dossier remis sur table aujourd'hui comporte plusieurs notes détaillées sur le contenu et la portée de ces normes, les dispositifs en vigueur et envisagés aux États-Unis (CHIPS/Fedwire), en Allemagne (EAF2), en Grande-Bretagne (CHAPS), l'état d'avancement de la prévention des risques en Europe...) ;

- que se poursuivent parallèlement les travaux de réalisation du TBF non exclusif.

La Banque de France veillera à la cohérence des deux démarches. Mais, afin de garder la maîtrise de la réforme, elle ne souhaite pas cheviller les deux dossiers en assujettissant la réalisation du système brut aux progrès de la réflexion conduite sur le système net.

- *sur l'étude de faisabilité du système net*, que le groupe de pilotage veille :

- à l'optimisation des délais, des coûts et de l'architecture informatique à mettre en œuvre ; à cet égard, il serait sans doute utile de s'interroger sur l'opportunité de rechercher une mixité permettant de gérer les deux systèmes, brut et net, sur une même plate-forme technique et avec un même opérateur dans le cadre de règles du jeu clairement définies entre les banques commerciales gestionnaires du système net et la banque centrale opérateur de ce système ;

- à la conciliation de l'efficacité opérationnelle et des contraintes découlant des mécanismes de maîtrise des risques (limites bilatérales et multilatérales, règles de partage des pertes et apport de garanties), avec le respect de principes d'accès non discriminatoires et de facturation équitable des services ;

- à l'exhaustivité de l'étude qui doit couvrir l'ensemble des questions relatives à l'organisation d'un système net *protégé* et ne pas se réduire seulement à la dématérialisation des opérations de gros montant actuellement échangées à la chambre de compensation des banquiers de Paris.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 122 – mars 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 – février 1994

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Les études de la Centrale de bilans

Caractéristiques des délais de paiement et du crédit interentreprises de 1988 à 1992

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES

(Tél. : +33 (1) 42 92 35 62 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

Fabrication d'instruments et de matériels de précision 1991-1992

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

Industrie de l'habillement 1991-1992

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

Industrie de la viande 1991-1992

DIRECTION DES ENTREPRISES – OBSERVATOIRE DES ENTREPRISES

(Tél. : +33 (1) 42 92 35 62 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

Bulletin de la Commission bancaire – n° 10 – avril 1994

Secrétariat général de la Commission bancaire
(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 46 19)
Prix du numéro : FRF 110 TTC

***Cahiers régionaux Centre avec supplément sur l'enquête rapide de fin d'année
sur le comportement des entreprises de l'industrie, du bâtiment et des travaux publics –
année 1993***

Banque de France Orléans
Secrétariat régional du Centre
(Tél. : +33 38 77 78 78 – Télécopie : +33 38 77 78 72)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Limousin avec supplément sur le comportement des entreprises –
résultats 1993 et perspectives 1994 – n° 32 – février 1994***

Banque de France Limoges
Secrétariat régional du Limousin
(Tél. : +33 55 11 53 23 – Télécopie : +33 55 11 53 14)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Limousin avec supplément sur le logement en 1993 – n° 33 –
mars 1994***

Banque de France Limoges
Secrétariat régional du Limousin
(Tél. : +33 55 11 53 23 – Télécopie : +33 55 11 53 14)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Nord-Pas-de-Calais avec supplément sur le comportement des entreprises
de l'industrie et du bâtiment-génie civil – n° 1 – mars 1994***

Banque de France Lille
Secrétariat régional du Nord-Pas-de-Calais
(Tél. : +33 20 40 47 69 – Télécopie : +33 20 40 47 99)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Poitou-Charentes avec supplément sur l'enquête sur l'activité des
entreprises — tendances 1993 et perspectives 1994 – n° 34 – mars 1994***

Banque de France Poitiers
Secrétariat régional de Poitou-Charentes
(Tél. : +33 49 55 88 00 – Télécopie : +33 49 55 88 29)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

***Cahiers régionaux Rhône-Alpes avec supplément sur le comportement des entreprises en
Rhône-Alpes – tendances 1993 et perspectives 1994***

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

2. Contributions à des publications extérieures

Politique monétaire et financement de l'immobilier

par Jean-Pierre Patat, adjoint du directeur général des Études
(L'Observateur de l'immobilier – n° 26-27 – mars 1994)

Les chances de Paris-Europlace

par Jean-Pierre Petit, adjoint de direction à la direction générale des Études
(La Synthèse financière – 07/12 mars 1994)

Le risque informatique dans les établissements de crédit

par Pierre-Yves Thoraval, directeur-adjoint au Secrétariat général de la Commission bancaire
(Banque Stratégie – n° 103 – février-mars 1994)

La sécurité informatique des banques en 65 questions

par Pierre-Yves Thoraval, directeur-adjoint au Secrétariat général de la Commission bancaire
(Revue Banque – n° 547 – avril 1994)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Groupe plénier sur les moyens de paiement¹

Exposé introductif de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
sur le projet « Prévention des risques-TBF »,
à Paris, le 22 février 1994

Importance de la coopération franco-allemande dans la construction de l'Union économique et monétaire¹

intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur, lors des rencontres financières Paris-Europlace,
à Francfort, le 25 mars 1994

¹ Publiée dans ce Bulletin

É T U D E E S

COMPENSATION DES OPÉRATIONS DE CHANGE : L'EXPÉRIENCE DE LA PLACE DE PARIS

Dans le cadre de la réflexion sur la relance des marchés de change à Paris, les principales banques de la place ont lancé un projet de compensation des opérations de change destiné à réduire les coûts de règlements et à améliorer leur compétitivité notamment vis-à-vis des banques étrangères. Ce projet est devenu pleinement opérationnel au cours du second semestre 1993.

NATHALIE AUFIAUVE
*Direction des Changes
 Service des Changes*

La compensation (en anglais « netting ») est une méthode de règlement utilisée de longue date dans de nombreux systèmes de paiement nationaux. Elle vise à simplifier les procédures de paiement par le calcul d'une position nette pour chaque participant au système, seuls les règlements relatifs aux soldes nets étant effectués. Depuis quelques années, l'idée a été lancée de recourir à cette méthode dans le domaine des opérations de change : un certain nombre de projets tels que le système de compensation de l'écu, le système FXNET¹ et, plus récemment, la compensation des opérations de change à Paris ont ainsi vu le jour tandis que d'autres projets de plus grande envergure, visant à opérer une compensation multilatérale et multidevises, étaient parallèlement étudiés (principalement ECHO-Netting² et MULTINET³).

¹ Système de compensation bilatérale des contrats de change au comptant et à terme, basé à Londres, opérationnel depuis 1987 et principalement utilisé par des banques anglo-saxonnes

² ECHO pour Exchange Clearing House Organisation : ECHO-Netting vise à opérer une compensation multilatérale de contrats pour des opérations de change au comptant et à terme (2 ans) effectuées sur 24 devises entre les grandes banques internationales. Sa mise en service est prévue pour 1994. La chambre de compensation sera accessible, sous certaines conditions, aux banques actives sur les marchés de change. Le contrat constitutif de la chambre, dont le siège est établi à Londres, a été signé dès le 28 août 1992.

³ Projet américain de compensation multilatérale de contrats de change, actuellement en cours de réalisation et dont les caractéristiques sont, à divers égards, assez proches de celles du projet ECHO-Netting.

Le développement extrêmement rapide des marchés de change au cours des années quatre-vingt est directement à l'origine de cette orientation. Avec un volume de transactions quotidien proche de 1 000 milliards de dollars par jour en période « d'activité normale » (enquête d'avril 1992 réalisée sous l'égide de la Banque des règlements internationaux), les règlements relatifs aux opérations de change représentent en effet une part de plus en plus importante des flux enregistrés dans les systèmes de paiement nationaux : aux États-Unis, cette proportion serait de l'ordre de 55 % (estimation faite en 1990 pour les règlements transitant par le système CHIPS), en Grande-Bretagne de 40 % et en Suisse de 90 %.

À l'origine, le principal objectif de l'organisation d'une compensation des opérations de change est de réduire les coûts relativement élevés afférents à ces paiements internationaux¹. Depuis quelques années, les préoccupations visant à un meilleur contrôle interne des risques de contrepartie ont également contribué à l'intérêt porté par les banques à ce type de procédure. Néanmoins, il n'existe pas, à l'heure actuelle, de système de compensation multilatéral susceptible de couvrir l'ensemble des opérations traitées sur les marchés de change : l'organisation d'un tel système fonctionnant entre banques de divers pays soulève en effet, dans la pratique, de très nombreuses difficultés, tant sur le plan juridique et opérationnel que financier. C'est la raison pour laquelle les principales banques françaises actives sur les marchés de change ont privilégié une démarche pragmatique et choisi de lancer une procédure aux dimensions réduites mais rapidement évolutive.

1. Avantages et risques liés à la compensation internationale

Les objectifs d'une compensation internationale ne sont guère différents de ceux recherchés dans une procédure purement nationale mais les spécificités des opérations de change et l'implication de contreparties situées dans différents pays modifient néanmoins sensiblement le cadre d'analyse.

1.1 Les avantages attendus

Ils sont essentiellement de deux ordres : la réduction du nombre, et donc du coût, des règlements interbancaires d'une part, la diminution des engagements, c'est-à-dire des risques encourus sur les contreparties, d'autre part. De la réalisation de ces deux objectifs pourra résulter une contraction des besoins en liquidité et, éventuellement, des besoins en fonds propres des participants.

1.1.1 La réduction des coûts de règlements

L'importance de cette réduction dépend du type de compensation organisé : dans une *compensation bilatérale*, les participants calculent deux à deux, par date de valeur et devise par devise, le solde de leurs obligations réciproques. Un seul règlement par devise et par couple de contreparties est donc effectué, à l'échéance, par la banque présentant un solde net débiteur dans la devise concernée. Ce type de compensation, dont les mécanismes sont assez simples et reposent le plus souvent sur un contrat signé bilatéralement, fonctionne habituellement sans recourir à une chambre de compensation.

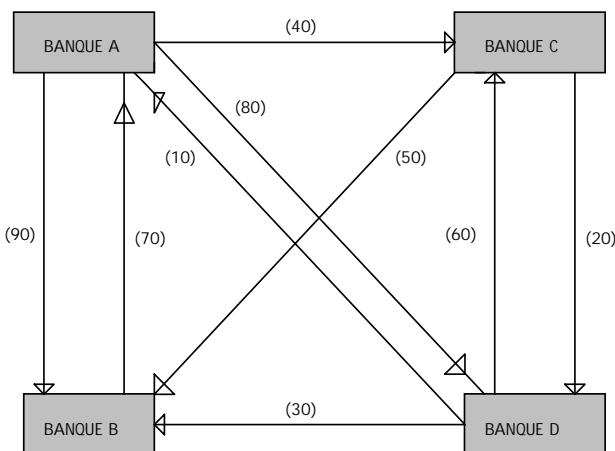
Avec une procédure de *compensation multilatérale*, la totalité des créances et engagements d'une banque vis-à-vis de l'ensemble des autres participants au système sont compensées de manière à obtenir une position nette globale par devise (aussi appelée position « nette nette » car il s'agit de la compensation entre tous les participants des positions nettes bilatérales). Dans la pratique, une compensation multilatérale suppose un minimum d'organisation commune pour en assurer la gestion (notamment pour le calcul des positions nettes), qui s'opère plus facilement en recourant à une chambre de compensation. Chaque banque présentant une position nette globale débitrice n'a alors qu'un seul paiement à effectuer, au bénéfice de la chambre de compensation, pour éteindre son obligation. La

¹ Par rapport à des paiements purement nationaux, les coûts de paiements internationaux sont majorés par les coûts d'accès aux différents systèmes de paiement — ce qui rend nécessaire l'ouverture de comptes de correspondants dans chaque devise concernée — et par les coûts de messages Swift.

chambre de compensation règle, quant à elle, les banques présentant une position nette globale créditrice. Le nombre et la valeur totale des ordres de paiements sont alors considérablement réduits (au maximum un par participant et par devise).

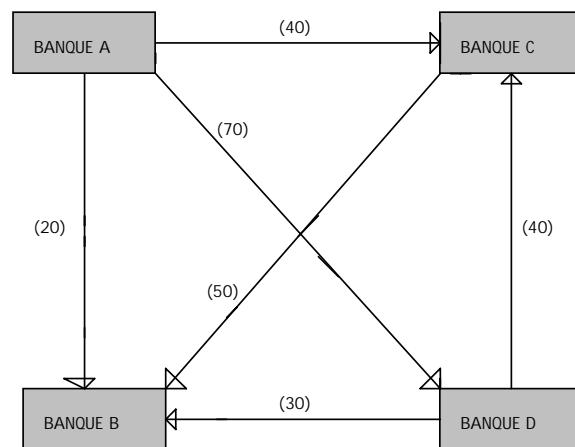
Dans l'exemple illustré par les schémas 1 à 3 et le tableau ci-dessous, la valeur totale des transferts de fonds effectués par les banques est ainsi passée de 450 dans le système sans compensation à 250 dans le système de compensation bilatérale puis à 130 à l'issue de la compensation multilatérale et le nombre des règlements est passé de 9 à 6 puis à 3. Pour des systèmes en vraie grandeur, on estime généralement que, par rapport à une organisation sans compensation, la réduction du nombre des paiements serait de 50 % dans une compensation bilatérale et de l'ordre de 80 % à 90 % dans une compensation multilatérale.

SCHÉMA 1
ORDRES DE PAIEMENT DANS
UN SYSTÈME SANS COMPENSATION



Nombre de couples de contreparties	6
Nombre de règlements	9
Valeur totale des paiements effectués	450

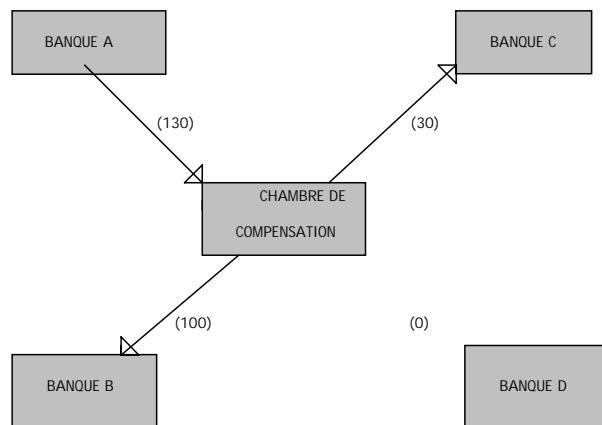
SCHÉMA 2
ORDRES DE PAIEMENT DANS
UN SYSTÈME DE COMPENSATION BILATÉRALE



Nombre de couples de contreparties	6
Nombre de règlements	6
Valeur totale des paiements effectués	250

SCHÉMA 3

**ORDRES DE PAIEMENT DANS UN SYSTEME
DE COMPENSATION MULTILATÉRALE**



Nombre de couples de contreparties	4
Nombre de règlements	3
Valeur totale des paiements effectués par les banques	130

Règlements bruts entre banques avant compensation					
Banques envoyant les paiements	Banques recevant les paiements				Somme des dettes
	A	B	C	D	
A	-	90	40	80	210
B	70	-	0	0	70
C	0	50	-	20	70
D	10	30	60	-	100
Somme des créances	80	170	100	100	450
Position nette de chaque banque vis-à-vis de la chambre de compensation					
Banque	A	B	C	D	Σ Net
Total	- 130	100	30	0	0

Source : tiré de Juncker G. and Summers B. : A Primer on the Settlement of Payments in the United States, Federal Reserve Bulletin, November 1991, p. 852

Le tableau ci-dessus montre le calcul des positions nettes multilatérales. Par construction, le total des positions nettes globales débitrices est égal au total des positions nettes créditrices ; cette présentation met en évidence les problèmes posés par le défaut de paiement d'un des participants.

1.1.2. La diminution des risques de contrepartie

On distingue généralement, en matière d'opérations de change, trois types de risques, qui motivent diverses règles prudentielles et la mise en place, par les banques, de systèmes de « risk management » incluant notamment des limites bilatérales par contrepartie.

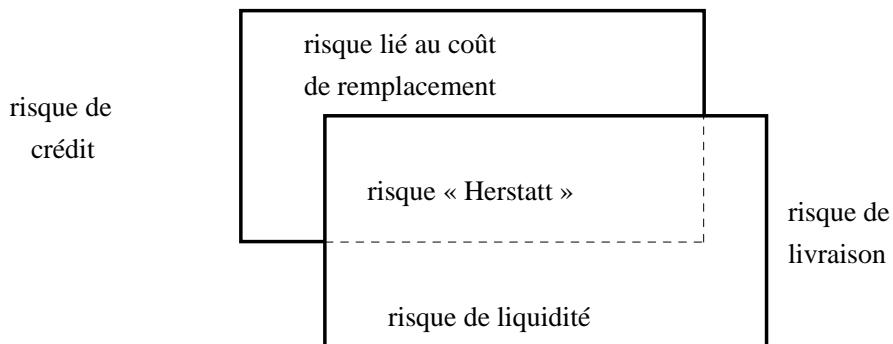
— *Le risque lié au coût de remplacement* se situe entre la date d'engagement de l'opération et sa date de règlement, c'est-à-dire à un moment où aucune des deux contreparties n'a encore procédé au règlement (rappelons que les opérations de change au comptant sont réglées à J + 2). La défaillance de l'une constraint l'autre à conclure sur le marché une opération de remplacement, le cas échéant à des conditions moins avantageuses que l'opération d'origine, donc moyennant un risque de perte que l'on peut exprimer comme un « coût de remplacement ». Schématiquement, ce risque, qui est fonction de la volatilité des cours et taux d'intérêt des devises concernées, est d'autant plus élevé que le terme de l'opération est éloigné.

— *Le risque de règlement multidevises* — aussi appelé risque « Herstatt » à la suite de la faillite de la Banque Herstatt en 1974 — se situe à l'échéance de l'opération : il vise la situation dans laquelle l'une des deux contreparties a irrévocablement payé son « côté » du contrat de change mais n'a pas encore reçu le versement de l'autre contrepartie. Ce deuxième type de risque, qui porte sur le montant du principal de l'opération, résulte, pour l'essentiel, des décalages horaires et des différences d'organisation entre systèmes nationaux de règlement.

Ces deux premières catégories de risques sont généralement regroupées sous le terme de *risque de crédit*, qui est lié à la défaillance d'une contrepartie.

— *Le risque de liquidité* vise, pour sa part, l'incapacité *momentanée* de la contrepartie à livrer les fonds en temps utile lors du règlement, du fait, par exemple, d'erreurs administratives ou de problèmes techniques affectant tel ou tel maillon de la chaîne qui va jusqu'au règlement (back-office, systèmes informatiques, réseau de télétransmission, système de paiement du pays concerné...). Le risque de liquidité peut sembler moins grave que le risque de crédit, dans la mesure où il n'entraîne pas de perte de capital mais seulement un problème de trésorerie. Il est néanmoins parfois malaisé de déterminer a priori si l'on se trouve en présence d'un simple risque de liquidité ou si un incident de règlement contient en germe un risque de crédit.

Risque « Herstatt » et risque de liquidité sont généralement regroupés sous le terme de *risque de livraison*.



La diminution de ces risques par le recours à une procédure de compensation dépend là aussi de la nature du mécanisme mis en place. S'agissant d'opérations de change au comptant dont le terme est par définition très rapproché, le risque de livraison est généralement considéré comme étant le principal risque encouru et a, de ce fait, un poids prépondérant dans la définition des limites d'engagement vis-à-vis des contreparties ; de ce point de vue, la compensation des opérations de change, même s'il s'agit d'un simple « netting » des règlements effectué à l'échéance du contrat, présente l'avantage de réduire

de façon tout à fait substantielle ce risque en diminuant la valeur totale des flux de règlements réalisés entre deux contreparties. Cet avantage a joué un rôle déterminant dans la motivation des banques à l'égard de ce type de projet, le développement de leur activité sur les marchés de change apparaissant, depuis la montée des risques de crédit au cours des années quatre-vingt, de plus en plus contraint par les limites de contreparties.

Par ailleurs, la diminution des risques de contreparties résultant de la mise en œuvre d'une procédure de compensation est susceptible d'entraîner une économie en coût de capital via l'impact de cette réduction sur le calcul des ratios prudentiels. Il s'agit toutefois d'une matière complexe, sur laquelle la doctrine n'est pas encore totalement formée.

1.2. *Les facteurs de risques supplémentaires liés aux systèmes de compensation internationaux*

Ils sont principalement de deux sortes.

1.2.1 Le problème de la validité juridique de la compensation

Les systèmes de compensation, bien qu'ils visent, notamment, à réduire les risques, peuvent, paradoxalement, être facteurs de risques supplémentaires. Ces risques ont été analysés par le Comité Lamfalussy mis en place dans le cadre des travaux des banques centrales du Groupe des Dix (G 10) et dont le rapport fut publié en novembre 1990. La préoccupation sous-jacente des banques centrales était que les systèmes de compensation pourraient, en donnant aux participants l'*illusion* d'une réduction des risques de crédit et de liquidité, les inciter à des comportements moins prudents, ce qui aurait pour résultat d'accroître les risques — notamment le risque systémique — au lieu de les réduire. Le rapport Lamfalussy conclut que les systèmes de compensation transfrontières peuvent effectivement améliorer la sécurité et l'efficacité des règlements interbancaires à la condition expresse qu'ils respectent un ensemble de normes minimales. Celles-ci, au nombre de six (voir encadré ci-après), mettent particulièrement l'accent sur :

- la validité juridique de la compensation : l'éventualité d'une remise en cause de la compensation (« *unwinding* ») à la fin d'une journée, en raison de la défaillance d'un débiteur, pourrait, par les réactions en chaîne qu'elle entraînerait, avoir des conséquences très graves sur les autres participants et, par suite, sur le fonctionnement des systèmes de paiement ;
- la solidité des procédures de gestion des risques de crédit et de liquidité, ce qui suppose une claire identification des risques encourus et des responsabilités de chaque participant.

Normes minimales pour les systèmes de compensation

1. Les systèmes de compensation devraient avoir une base juridique solide dans toutes les juridictions concernées.
2. Les participants à un système de compensation devraient avoir une idée précise de l'incidence de ce dernier sur chacun des risques financiers afférents au processus de compensation.
3. Les systèmes de compensation multilatérale devraient être dotés, pour la gestion des risques de crédit et de liquidité, de procédures clairement définies précisant les responsabilités respectives de l'agent de compensation et des participants. Ces procédures devraient également garantir que toutes les parties sont à la fois incitées et aptes à gérer et à restreindre chacun des risques qu'elles encourrent et que des limites sont fixées au niveau maximal de risque de crédit auquel chaque participant peut être exposé.
4. Les systèmes de compensation multilatérale devraient permettre, pour le moins, d'assurer l'exécution en temps voulu des règlements journaliers dans le cas où le participant présentant la position débitrice nette la plus élevée serait dans l'incapacité de s'exécuter.
5. Les systèmes de compensation multilatérale devraient comporter des critères d'admission objectifs et dûment publiés, permettant un accès sur une base non discriminatoire.

6. Tous les systèmes de compensation devraient s'assurer de la fiabilité opérationnelle des systèmes techniques et de la disponibilité de moyens de secours permettant de mener à bien les opérations journalières requises.

(Extrait du rapport Lamfalussy)

S'agissant d'une compensation mettant en jeu des contreparties implantées dans divers pays, le problème de la validité juridique de la compensation pourra s'avérer particulièrement épineux puisqu'il faudra s'assurer que les montants nets issus de la compensation seront juridiquement contraignants non seulement dans le pays d'accueil de la chambre de compensation mais également dans tous les pays où sont établies des banques participantes et ceci particulièrement en cas de redressement judiciaire prononcé à l'encontre d'une contrepartie. La législation des différents pays étant loin d'être harmonisée dans ce domaine, les banques de certains pays risquent de se trouver exclues de fait d'une procédure de compensation internationale.

C'était, en particulier le cas de la législation française jusque tout récemment. Conscientes de ce que les dispositions de la loi relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises pouvaient être perçues, notamment par les observateurs étrangers, comme étant de nature à affaiblir la sécurité des systèmes de règlements interbancaires et risquaient de poser des difficultés pour l'accès des banques françaises à des systèmes internationaux de compensation, les autorités monétaires françaises ont, dans le cadre des travaux du groupe plénier sur les moyens de paiement, préparé un projet de loi visant à éviter les remises en caisse de la compensation à l'occasion d'un redressement judiciaire. Ce projet de loi a été adopté fin décembre 1993, levant ainsi les incertitudes relatives à la validité de la compensation en droit français.

1.2.2. L'irrévocabilité des paiements et le risque Herstatt

Même si le dispositif mis en place est très rigoureux et permet une bonne protection du système contre le risque de défaillance d'un participant, la chambre de compensation et les participants restent soumis à des risques de crédit et de liquidité en raison des spécificités des règlements internationaux. En effet, la difficulté particulière de la procédure de règlement dans un contexte multidevises résulte de l'absence d'un mécanisme de type « livraison contre paiement » qui permettrait un règlement *irrévocable* et *simultané* des deux côtés d'une opération de change. Il existe un décalage temporel ou « risque Herstatt » pendant lequel celle des deux contreparties, banque ou chambre de compensation qui a effectué le premier paiement, se trouve exposée, jusqu'à réception irrévocabile du paiement réciproque, à un risque de crédit qui porte sur le montant total du solde net à régler.

Ce décalage temporel résulte d'une part de la diversité d'organisation des systèmes nationaux de paiements, l'irrévocabilité du règlement pouvant être acquise immédiatement ou seulement en fin de journée¹ et d'autre part de l'existence des fuseaux horaires. Ainsi pour les trois devises traitées le plus activement sur les marchés de change, à savoir le dollar, le yen et le deutschemark, il n'y a, à l'heure actuelle, aucun chevauchement dans les plages horaires de fonctionnement des systèmes de paiement respectifs, l'heure limite pour effectuer un règlement en deutschemark (officiellement 8 heures de Francfort) correspondant à une heure où le Japon est déjà fermé et où les États-Unis ne sont pas encore ouverts.

¹ Les règlements des soldes nets par devise vont, dans la pratique, mettre en jeu des systèmes nationaux de paiement dont les modalités de fonctionnement peuvent être fort différentes. S'il s'agit d'un système à règlement brut en temps réel, les paiements sont imputés — au fur et à mesure qu'ils sont présentés ou après une courte période de stockage — de façon irrévocabile sur les comptes tenus par la banque centrale. La chambre de compensation bénéficiaire du paiement est donc, dès la notification du crédit, définitivement assurée de la disponibilité des fonds. S'il s'agit d'un système à règlement net, il en va autrement : ceux-ci comportent généralement une clause de révocabilité qui a pour objet en cas de défaillance d'un participant, de protéger la banque centrale contre le risque de crédit encouru dans sa fonction d'agent de règlement. La mise en jeu de cette clause consiste, soit à annuler totalement la compensation pour la recommencer sans le participant défaillant, soit à l'annuler partiellement de manière à écarter uniquement les opérations de ce dernier. La chambre de compensation n'est donc assurée de la disponibilité des fonds que lorsque l'irrévocabilité est définitivement acquise, le plus souvent tout à fait en fin de journée de règlement.

Risque de règlement multidevises : l'exemple de la faillite de la Banque Herstatt

Les risques résultant du règlement non simultané des deux côtés d'un contrat de change ont particulièrement été mis en lumière le 26 juin 1974 lorsque la Banque Herstatt, une banque allemande de faible dimension mais très active sur les marchés de change, a été mise en liquidation. Cette décision, qui a eu pour effet immédiat de suspendre tous les paiements, a été rendue publique vers 16 heures 15, bien après la fermeture du système de paiement allemand (fin de matinée) de telle sorte que tous les paiements en deutschemarks effectués ce jour-là à destination ou en provenance du compte de la banque Herstatt étaient irrévocables. En revanche, les paiements en dollars ont été interrompus, mais de façon progressive : le correspondant en dollars de la Banque Herstatt a en effet immédiatement gelé tous les ordres de paiements précédemment transmis par la Banque Herstatt mais a continué d'accepter les paiements en dollars effectués en sa faveur. Ceux-ci ont été suspendus par les banques donneurs d'ordre, au fur et à mesure qu'elles ont pris connaissance de la faillite de la Banque Herstatt. Cette interruption des paiements et les pertes occasionnées par la différence de traitement entre virements débiteurs et créditeurs sur le compte en dollars de la Banque Herstatt ont provoqué d'importantes perturbations dans le système de règlement interbancaire américain CHIPS en raison de réactions en chaîne successives et de la crainte d'une extension des pertes à d'autres participants.

En raison de la difficulté à maîtriser ces risques supplémentaires et compte tenu des incertitudes qui, jusque dans un passé tout récent, planaient sur la validité juridique de la compensation en droit français, les banques françaises étaient assez peu impliquées dans les systèmes de compensation des opérations de change¹. Partant de ce constat, elles ont lancé leur propre expérimentation.

2. L'expérience de la place de Paris

Le projet de la place

Dans le cadre des réflexions sur la relance des marchés de change de Paris, les principales banques de la place actives en ce domaine ont lancé, au cours du second semestre 1992, un projet de compensation des opérations de change s'appuyant sur une démarche simple mais évolutive. Leurs principales motivations étaient les suivantes.

– La réalisation d'un netting de dimension réduite constitue un excellent terrain d'apprentissage permettant de créer un savoir faire de la place en matière de compensation, de contribuer au dynamisme de la place de Paris et de faciliter l'accès des banques françaises aux systèmes de compensation étrangers (d'où elles se trouvaient quasiment exclues en raison de l'opinion négative qui prévalait à l'époque chez beaucoup d'observateurs étrangers quant à la validité de la compensation en droit français).

– À plus long terme, l'élargissement de la compensation à un plus grand nombre de participants et de devises devrait permettre de réduire substantiellement les risques de livraison. Or la dégradation des risques bancaires au cours des années récentes a, dans la plupart des établissements, entraîné une redéfinition beaucoup plus stricte de ces limites qui sont de ce fait souvent devenues très contraignantes pour l'activité change.

Parallèlement le recours à une démarche progressive et pragmatique avait pour but d'aboutir rapidement à un début de réalisation concrète, tout en limitant l'investissement d'origine et en maîtrisant à chaque étape les implications financières.

A contrario, tous les éléments de simplification contenus dans cette démarche sont autant de facteurs réduisant les gains attendus d'une compensation. C'est pourquoi l'accent était mis parallèlement sur le caractère évolutif du projet, tout son intérêt reposant sur son extension dans un horizon rapproché.

¹ Une seule banque française participe au projet ECHO-netting.

Compte tenu de ces objectifs et de la démarche adoptée, les banques de la place se sont accordées pour démarrer le projet sur les bases suivantes :

- une compensation de paiements,
- effectuée de façon bilatérale (ce qui évite le recours à une chambre de compensation),
- entre banques de la place,
- s'appliquant aux opérations de change au comptant assorties d'une date de valeur « normale » (J + 2),
- et portant sur les quatre principales devises échangées à Paris : le franc, le dollar, le deutschemark et l'écu.

Pour des raisons pratiques, la mise en oeuvre technique de cette compensation s'est appuyée sur le système SWIFT qui propose à ses utilisateurs, via son service « Accord », la réconciliation automatique (« matching ») de leurs confirmations d'opérations de change et, de façon optionnelle, une fonction de « netting » bilatéral. Cette plate-forme technique présente en outre l'avantage d'être compatible avec celle retenue dans le projet ECHO-netting.

Compte tenu de sa dimension initiale relativement réduite, ce projet a rapidement débouché sur un commencement de réalisation :

- un groupe de travail juridique a mis au point, courant septembre 1992, un contrat cadre de compensation bilatérale, approuvé par le comité juridique de l'Association française des banques mi-novembre 1992 ;
- deux banques (Crédit lyonnais et Indosuez) ont démarré à titre expérimental une procédure de compensation bilatérale au cours du même mois.

Au cours du second semestre 1993, le projet de compensation des opérations de change à Paris a enregistré des progrès très sensibles, devenant véritablement opérationnel :

- quatre grandes banques, parmi les plus actives sur les marchés de change parisiens, le Crédit lyonnais, la Banque Indosuez, la Banque nationale de Paris et la Banque Morgan compensent désormais quotidiennement, sur une base bilatérale, leurs règlements d'opérations de change au comptant portant sur quatre devises (le dollar, le deutschemark, le franc français et l'écu) ;
- les volumes d'opérations compensées se sont sensiblement accrus (environ 2 000 par mois au début de 1994). La procédure de compensation est par ailleurs parfaitement rodée puisque le pourcentage des opérations rejetées est inférieur à 1 %.

La diminution du nombre des paiements, par rapport à une procédure de règlements non compensés, est estimée, selon les participants, entre 60 % et 90 % et la diminution des risques de contrepartie à environ 50 %.

Plusieurs établissements importants prévoient de se joindre au système courant 1994, une fois l'adaptation de leurs procédures informatiques achevée. Enfin, l'extension à d'autres devises ou d'autres types de contrats (options, swaps) est actuellement à l'étude.

STRUCTURE DE LA DETTE OBLIGATAIRE AU 31 DÉCEMBRE 1993

Cette étude comprend une vue d'ensemble suivie de deux parties, l'une consacrée à la dette émise sur le marché intérieur et l'autre relative aux emprunts en eurofrancs ou en euro-écus (mais cotés à la Bourse de Paris), ce qui permet d'appréhender de façon satisfaisante la dette obligataire en francs ou en écus des résidents.

CLAUDE MEILLER

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

1. Vue d'ensemble : encours¹ en francs et en écus

(coté à la Bourse de Paris)

Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait près de 3 700 milliards de francs à fin décembre 1993 contre un peu plus de 2 600 milliards à fin 1990. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression, entre ces deux dates, de la part émise sur le marché international (passée de 3 % à 10 %) ainsi que le faible accroissement relatif de la dette libellée en écus, qui représentait près de 4 % de l'encours global à fin 1993 contre moins de 3 % trois ans auparavant.

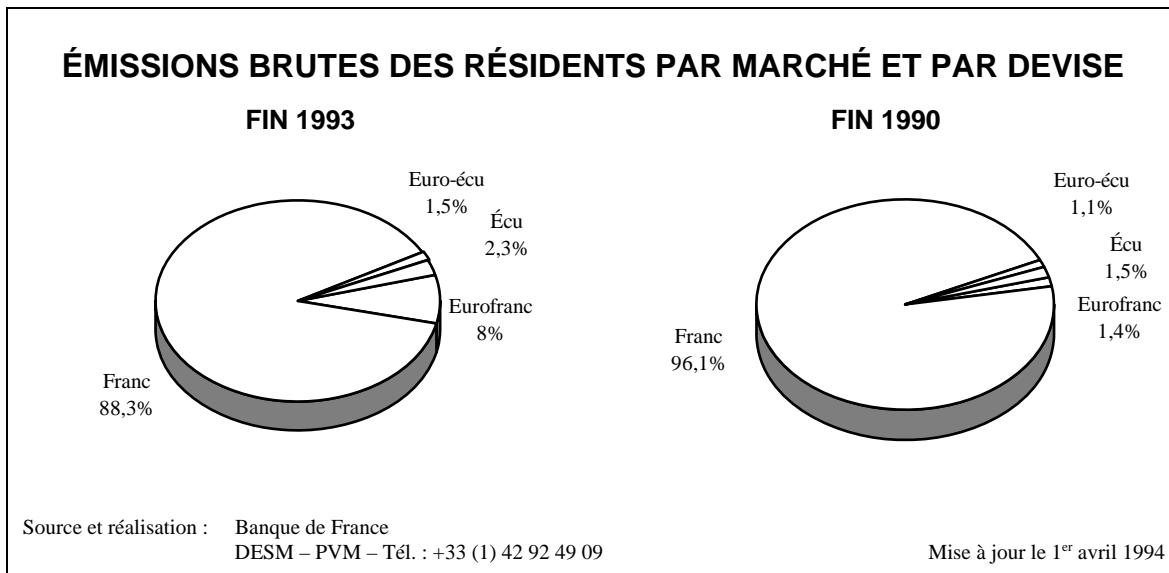
¹ Compte tenu de la connaissance souvent tardive des opérations de rachat en bourse ou de conversion d'obligations en actions, les données relatives aux encours présentent un degré d'approximation plus marqué que celles concernant les flux d'émissions.

DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)					
Encours en valeur nominale					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Fin 1985	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993
DETTE ÉMISE EN FRANCS SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
par les résidents	1 369	2 512	2 700	2 892	3 224
par les non-résidents.....	12	28	31	32	30
DETTE ÉMISE EN ÉCUS (b) SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR					
par les résidents	0	38	53	70	84
par les non-résidents.....	0	1	1	1	1
DETTE ÉMISE EN FRANCS SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
par les résidents	nd	37	96	171	292
par les non-résidents.....	nd	39	71	111	185
DETTE ÉMISE EN ÉCUS SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL					
par les résidents	nd	28	44	56	53
par les non-résidents.....	nd	13	12	12	12
TOTAL	nd	2 696	3 008	3 345	3 881
DETTE ÉMISE PAR LES RÉSIDENTS	nd	2 615	2 893	3 189	3 653
DETTE ÉMISE PAR LES NON-RÉSIDENTS	nd	81	115	156	228

(a) Cotée à la Bourse de Paris
 (b) Sur la base d'une contre-valeur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date
 nd : non disponible

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

Mise à jour le 1^{er} avril 1994



2. La dette obligataire intérieure

OBLIGATIONS ÉMISES SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR (a) Encours en valeur nominale

(en milliards de francs)

	Fin 1985	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993
VENTILATION PAR CATÉGORIE D'ÉMETTEURS					
ÉTAT	357,3	855,3	944,8	1 080,0	1 378,8
dont : – organismes repris	-	38,1	34,7	17,5	14,1
– dette libellée en écus (b)	-	38,4	53,2	69,3	83,9
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS	747,9	1 312,9	1 381,2	1 439,9	1 456,7
dont : – banques	314,1	563,0	580,7	597,9	599,6
– sociétés financières	77,0	170,9	194,8	219,9	235,2
– institutions financières spécialisées	291,5	501,4	516,7	522,8	516,7
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	213,9	349,1	394,8	412,5	443,6
dont : – GEN (y compris PTT)	134,2	205,6	234,6	259,3	283,4
AUTRES ÉMETTEURS	61,4	60,5	62,7	62,2	60,4
TOTAL	1 380,5	2 577,8	2 783,5	2 994,7	3 339,5
dont : – titres subordonnés	6,7	83,1	111,0	129,4	139,1
– emprunts Codevi	22,0	48,9	51,6	51,8	52,7
VENTILATION PAR TYPE DE TAUX					
TAUX FIXES	1 015,3	1 812,6	2 056,2	2 339,1	2 775,8
TAUX VARIABLES OU RÉVISABLES	342,5	740,2	703,7	632,5	540,8
taux variables monétaires	50,9	229,2	229,3	219,6	192,6
taux révisables monétaires	2,5	98,0	93,9	77,9	50,9
taux variables obligataires	118,9	271,8	251,9	230,9	213,7
taux révisables obligataires	170,2	141,2	128,6	104,1	83,5
TITRES PARTICIPATIFS	22,7	25,0	23,6	23,0	22,9

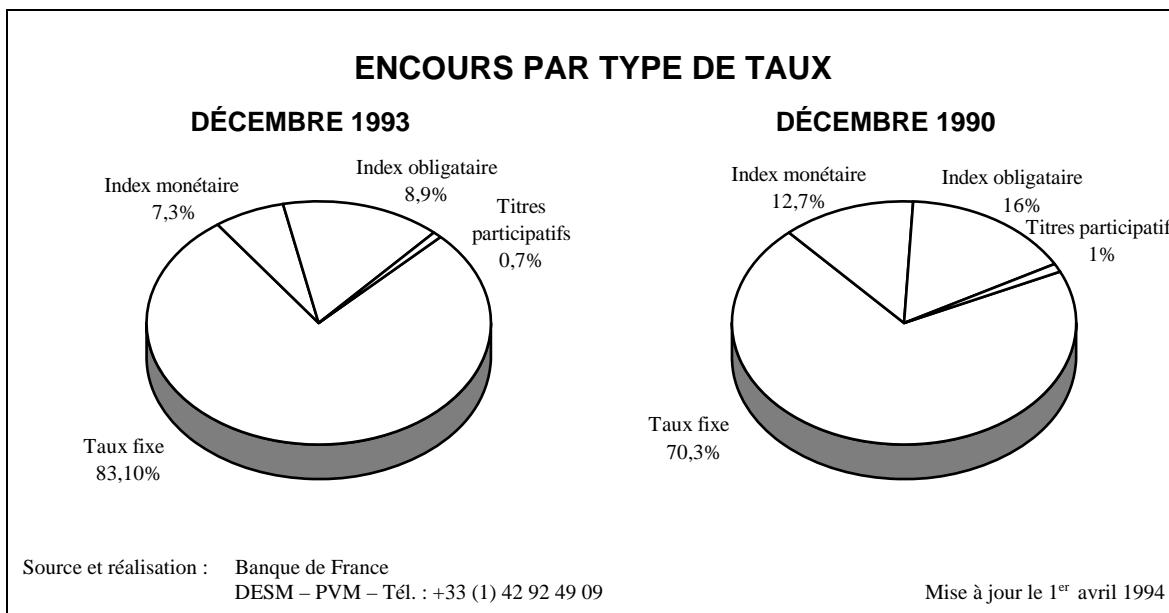
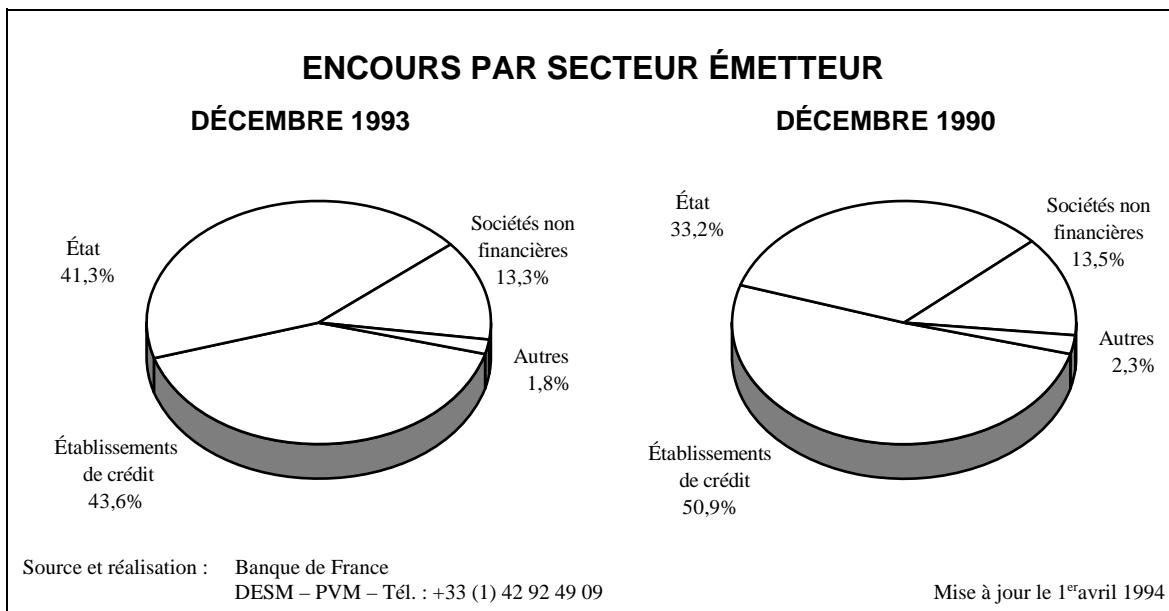
(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs

(b) Sur la base d'une contrevaluer de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date

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

Mise à jour le 1^{er} avril 1994

À fin décembre 1993, l'encours (exprimé en valeur nominale) de la dette émise sur le marché obligataire intérieur s'élevait à près de 3 350 milliards de francs, contre un peu moins de 2 600 milliards trois ans plus tôt.



L'évolution, entre ces deux dates, de la ventilation de l'encours par secteur émetteur reflète l'accroissement de la dette publique. Toutefois, la progression de la part relative de l'État, qui dépasse 41 % de l'encours total à fin décembre 1993, doit être nuancée en raison du développement des volumes émis par les établissements de crédit et les sociétés non financières sur le marché de l'eurofranc.

La répartition par type de taux met en évidence la primauté donnée à partir de 1990 aux émissions à taux fixe¹. Les émissions d'emprunts à taux variable ou révisable n'ont atteint que 9 milliards de francs

¹ Cette primauté a résulté notamment des anticipations de baisse des taux à long terme, du développement des contrats d'échange de taux d'intérêt ainsi que la suppression de « l'obligation de l'obligation » : les émissions à taux variable (monétaire) que les banques destinaient aux OPCVM court terme ont depuis lors quasiment disparu.

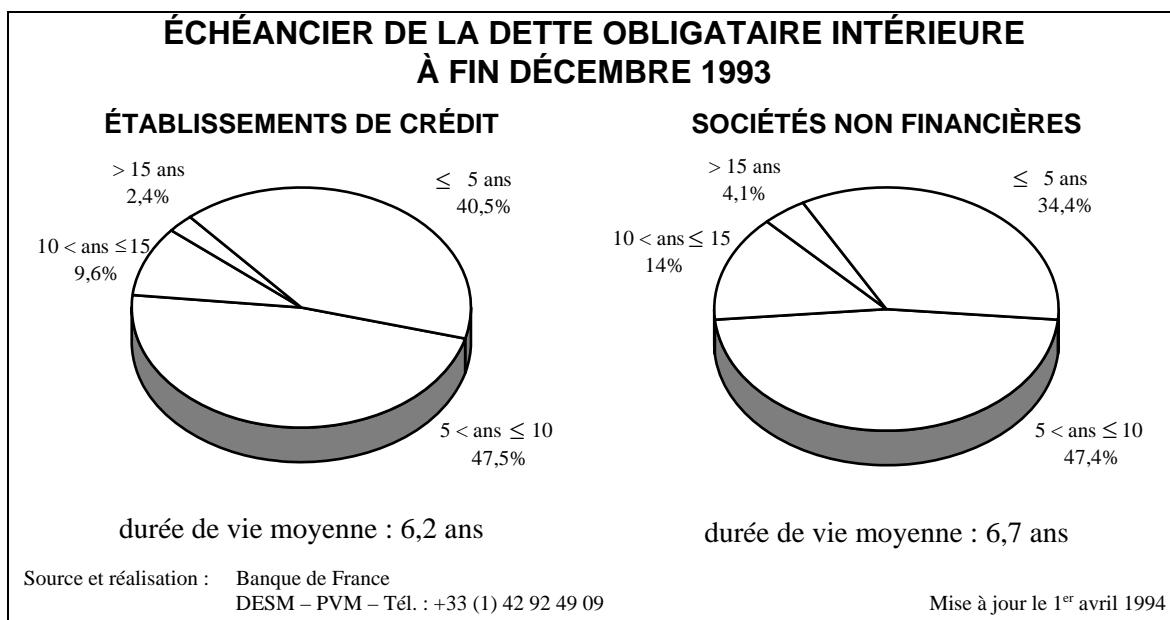
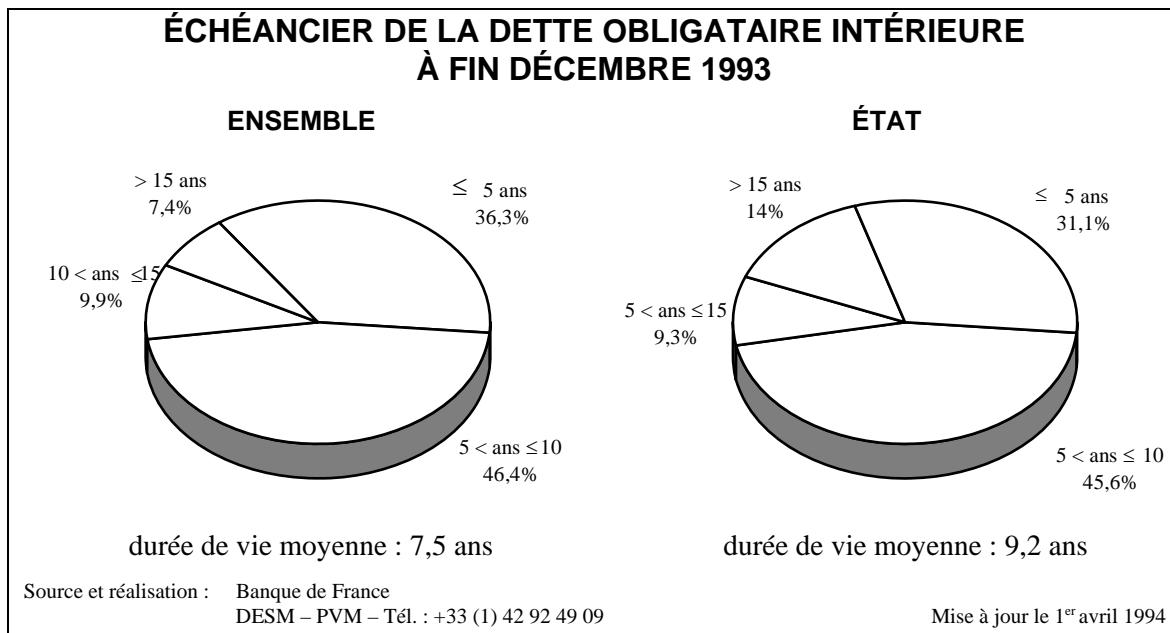
en 1993 (5 milliards en 1992), soit moins de 2 % de l'ensemble des émissions. En outre, une part importante du stock de ces emprunts émis pour l'essentiel au début des années quatre-vingt est régulièrement amortie depuis 1992. Plus d'une centaine de lignes sont ainsi venues à échéance en 1993 pour un montant global de 80 milliards de francs environ (dont 27 milliards au titre de l'amortissement de l'OAT TRB mars 1993)¹. Par ailleurs, l'amplification de la baisse des taux d'intérêt à long terme a de nouveau incité quelques grands émetteurs à effectuer de vastes opérations de restructuration de leur dette obligataire. Ainsi, après l'Etat, EDF et la RATP en 1992, le Crédit foncier de France a réalisé en fin d'année une importante offre publique d'échange concernant en partie d'anciens emprunts à taux variable ou révisable. Globalement, ces transferts d'encours ont atteint plus de 14 milliards de francs en 1993 (du fait notamment du lissage de l'amortissement de l'OAT mars 1993 TRB puis des rachats en bourse d'OAT TMB 1999 effectués par le Trésor en fin d'année).

OBLIGATIONS ÉMISES SUR LE MARCHÉ INTÉRIEUR (a) Échéancier à fin décembre 1993						
	(en milliards de francs)					
	Encours	Durée de vie moyenne	≤ 5 ans	5 < ans ≤ 10	10 < ans ≤ 15	> 15 ans
TOTAL	3 339,4	7,5	1 211,7	1 550,3	331,3	246,1
dont :						
ÉTAT	1 364,7	9,2	423,9	622,9	126,6	191,4
Organismes repris	14,1	2,0	13,6	0,5	-	0,0
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT						
ET ASSIMILÉS	1 456,7	6,2	589,7	691,8	140,1	35,0
dont : – banques	599,6	6,4	226,2	307,9	34,1	31,4
– sociétés financières	235,1	6,7	85,0	122,2	24,9	3,1
– institutions fin. spécialisées	516,7	5,7	258,2	185,9	72,2	0,5
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	443,6	6,7	152,6	210,4	62,2	18,3
dont – GEN (y compris PTT)	283,4	7,3	75,5	141,4	59,4	7,1
(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs. Les titres participatifs et les titres subordonnés à durée indéterminée (TSIDI) sont pondérés par une durée de vie de 20 ans pour le calcul de la durée de vie moyenne.						
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09	Mise à jour le 1 ^{er} avril 1994					

La ventilation de l'encours à fin décembre 1993 suivant la durée restant à courir met en évidence le poids des emprunts dont l'échéance est comprise entre 5 ans et 10 ans (plus de 46 %). D'une année à l'autre, l'importance de cette tranche a toutefois été réduite (elle excédait 51 % à fin 1992) en raison principalement de l'émission du Grand emprunt d'Etat en juillet 1993 (110 milliards de francs à 4 ans d'échéance). De ce fait, la part de l'encours venant à échéance au cours des cinq prochaines années a progressé de 32 % à fin 1992 à plus de 36 % un an plus tard alors que celle de la dette à plus de 10 ans restait stable à hauteur de 17 %. On remarque également la structure atypique de l'échéancier de la dette publique dont la durée de vie résiduelle est supérieure de près de 3 ans à celle de la dette des autres émetteurs (9,2 ans, contre un peu plus de 6 ans pour les établissements de crédit et les sociétés non financières), en raison de l'importance acquise par les titres à plus de 15 ans d'échéance (14 %, contre respectivement 2,4 % et 4,1 %). Cette structure découle de la politique d'émission suivie depuis plusieurs

¹ À fin décembre 1993, la durée de vie moyenne de la dette intérieure à taux variable ou révisable (540 milliards de francs en valeur nominale) était légèrement supérieure à 5 ans, les trois quarts des emprunts concernés venant à échéance au cours des six prochaines années.

années par le Trésor visant à développer, parallèlement à celui d'une OAT « notionnelle » à 10 ans d'échéance, les gisements d'OAT longues¹, de 15 ans à 30 ans d'échéance, recherchées notamment par les investisseurs non résidents.



¹ La durée de vie moyenne des OAT émises en 1993 est proche de 13 ans alors qu'elle est inférieure à 10 ans pour les emprunts émis par les établissements de crédit et les sociétés non financières. On observe également une réduction de plus de 4 ans de la durée de vie moyenne des émissions obligataires de l'État (plus de 17 ans en 1992) imputable au succès rencontré par le Grand emprunt dont le montant prévu (40 milliards de francs) a été presque triplé, ainsi qu'aux orientations différentes retenues par le Trésor lors des adjudications d'OAT. En effet, plus de 60 % des montants servis ont concerné une OAT « notionnelle » (de 7 ans à 10 ans) contre 37 % en 1992, alors que 13 % seulement portaient sur une échéance supérieure à 15 ans (41 % en 1992).

3. La dette obligataire émise en francs ou en écus sur le marché international

(cotée à la Bourse de Paris)

OBLIGATIONS ÉMISES SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL(a) Encours en valeur nominale

(en milliards de francs)

	Fin 1985	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993
OBLIGATIONS EN EUROFRANCS OU EN EURO-ÉCUS (b)					
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS	2,8	42,4	105,5	166,2	235,3
dont : – banques	0,0	12,1	41,2	54,1	67,6
– sociétés financières	0,0	1,5	1,5	5,1	9,9
– institutions financières spécialisées	2,8	28,8	62,8	107,0	154,7
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	3,0	22,2	33,9	58,7	102,1
dont : – GEN (y compris PTT)	0,0	13,0	21,7	36,1	63,9
NON-RÉSIDENTS ET DIVERS	13,6	52,4	83,3	125,2	204,3
TOTAL	19,4	117,0	222,7	350,1	541,8
OBLIGATIONS EN EUROFRANCS					
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS	2,8	23,8	74,1	124,4	196,0
dont : – banques	0,0	8,8	36,5	50,3	64,8
– sociétés financières	0,0	1,5	1,5	5,1	9,9
– institutions financières spécialisées	2,8	13,5	36,1	69,0	118,3
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES	3,0	13,3	21,7	45,6	89,0
dont : – GEN (y compris PTT)	0,0	4,0	9,5	23,0	50,8
NON-RÉSIDENTS ET DIVERS	5,2	39,2	70,8	112,4	191,5
TOTAL	11,0	76,2	166,5	282,4	476,6

(a) Cotées à la Bourse de Paris

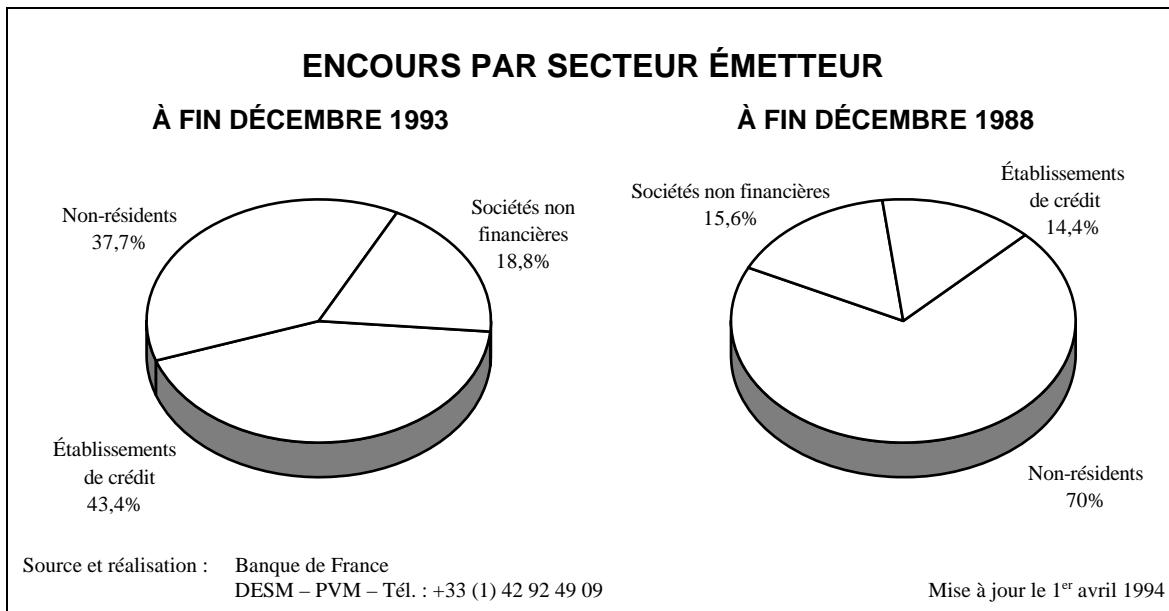
(b) Sur la base d'une contrevaleur de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date

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

Mise à jour le 1^{er} avril 1994

À fin décembre 1993, l'encours (exprimé en valeur nominale) de la dette émise sur ces compartiments du marché international s'élevait à près de 550 milliards de francs (contre 350 milliards à fin 1992), soit près de 16 % de l'encours relatif aux emprunts émis sur le marché intérieur. La dette en eurofrancs atteignait plus de 475 milliards de francs (contre 282 milliards à fin 1992), soit près de 15 % de l'encours correspondant des emprunts intérieurs (10 % un plus tôt).

De 1988 à 1993, la ventilation par secteur émetteur reflète l'accroissement de la part relative des établissements de crédit au détriment de celle des non-résidents qui ont toutefois accru sensiblement en 1993 leurs émissions en eurofrancs (82 milliards de francs, contre 45 milliards en 1992). L'encours des emprunts émis par les sociétés non financières, en forte hausse également depuis deux ans, avoisine 20 % de l'encours total. Depuis 1992, la dette des grandes entreprises nationales reste légèrement supérieure à celle des autres sociétés non financières malgré les nombreuses émissions des « corporates ».



OBLIGATIONS ÉMISES SUR LE MARCHÉ INTERNATIONAL
Échéancier à fin décembre 1993 (a)

(en milliards de francs)

	Encours	Durée de vie moyenne	≤ 5 ans	5 < ans ≤ 10	10 < ans ≤ 15	> 15 ans
TOTAL	541,8	6,7	210,5	256,4	57,2	17,8
<i>dont :</i>						
NON-RÉSIDENTS.....	197,8	5,8	91,7	90,8	15,0	0,3
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS.....	235,3	6,4	91,5	104,6	36,8	2,5
<i>dont : – banques</i>	67,6	4,8	43,3	18,7	5,6	0,0
– sociétés financières.....	9,9	9,4	0,5	6,9	0,0	2,5
– institutions financières spécialisées	154,7	6,8	47,7	75,8	31,2	0,0
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES.....	102,1	9,3	26,7	55,8	4,7	15,0
<i>dont : – GEN (y compris PTT)</i>	63,9	11,6	9,5	34,7	4,7	15,0

(a) Cotées à la Bourse de Paris

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél : +33 (1) 42 92 49 09Mise à jour le 1^{er} avril 1994

La ventilation de l'encours à fin décembre 1993 suivant la durée restant à courir met en évidence, comme sur le marché intérieur, le poids de la dette dont l'échéance est comprise entre 5 ans et 10 ans¹ (47 % environ sur chacun des compartiments contre 40 % sur le marché international à fin 1992). À l'inverse, la part de la dette à moins de 5 ans d'échéance a régressé de 50 % à moins de 40 % d'une fin d'année à l'autre, alors que celle à plus de 10 ans progressait pour atteindre près de 15 % à fin décembre 1993.

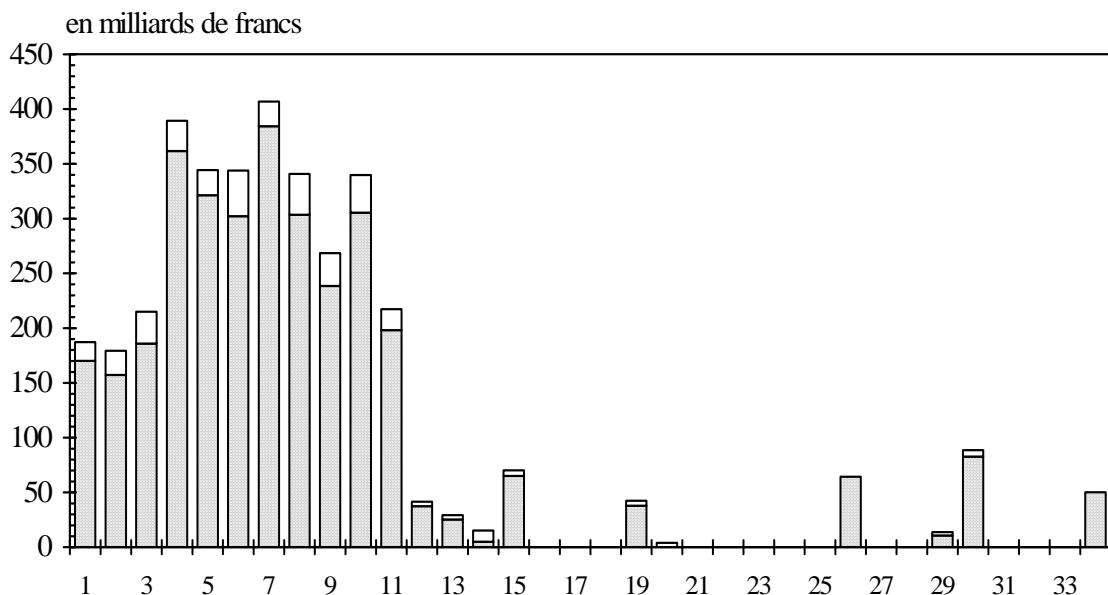
Toutefois, la structure de l'échéancier de la dette des sociétés non financières apparaît atypique : elle présente en effet une durée de vie résiduelle supérieure de 3 ans en moyenne à celle de la dette des autres émetteurs (9 ans contre 6 ans pour les établissements de crédit et les non-résidents). Ceci tient à la politique d'émission suivie par les grandes entreprises nationales qui n'ont quasiment pas émis, comme déjà en 1992, d'emprunt à moins de 5 ans sur ce compartiment (2 milliards de francs sur un total de 28 milliards). Elles ont, au contraire, privilégié les échéances longues, voire très longues avec les emprunts émis notamment par la SNCF (4 milliards d'eurofrancs à 20 ans puis 3 milliards à 30 ans d'échéance). Aussi, la durée de vie résiduelle des emprunts de ce secteur ressort-elle en moyenne à près de 12 ans sur ce compartiment alors qu'elle n'est que de 7 ans sur le marché intérieur. Ceci confirme le transfert sur le compartiment international de certaines émissions importantes qui, en raison de leur montant mais surtout de leur durée (longue), étaient jusqu'alors émises sur le marché intérieur. À l'inverse, avec une durée de vie moyenne de leur dette en eurofrancs sensiblement inférieure à 5 ans, les banques privilégièrent dans l'ensemble plus particulièrement les « fenêtres » de l'euromarché pour leurs émissions les plus courtes (à moins de 5 ans d'échéance) dont la majorité pouvait toutefois, depuis le 1^{er} janvier 1993, être réalisée sur le marché intérieur.

¹ Cette évolution, que traduit l'allongement de 6 mois de la maturité moyenne de la dette en eurofrancs de même que le rapprochement, d'une année sur l'autre, des durées de vie moyennes des émissions effectuées sur le marché intérieur (un peu moins de 10 ans) et sur le compartiment de l'eurofranc (8 ans et demi), reflète le degré important de convergence atteint désormais par ces deux marchés à la suite des nombreuses mesures prises ces dernières années pour en harmoniser les réglementations (notamment les réductions de 7 à 5 ans en 1992 puis de 5 à 3 ans en 1993 de la durée minimale des obligations émises sur le marché intérieur avec appel public à l'épargne).

ANNEXE 1

**DETTE INTÉRIEURE ET EXTÉRIEURE EN FRANCS ET EN ÉCUS
DES ÉMETTEURS RÉSIDENTS (a)
Échéancier à fin décembre 1993**

□ Intérieure □ Globale



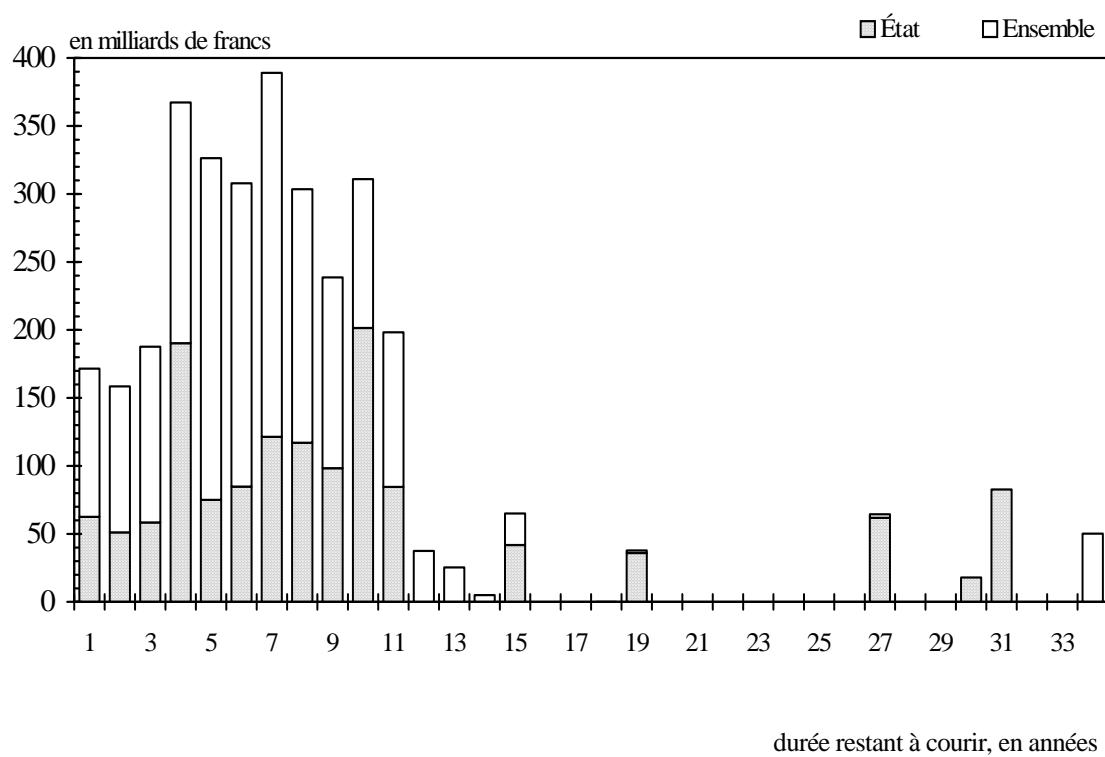
(a) Cotée à la Bourse de Paris

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

Mise à jour le 1^{er} avril 1994

ANNEXE 2

DETTE INTÉRIEURE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)
Échéancier à fin décembre 1993



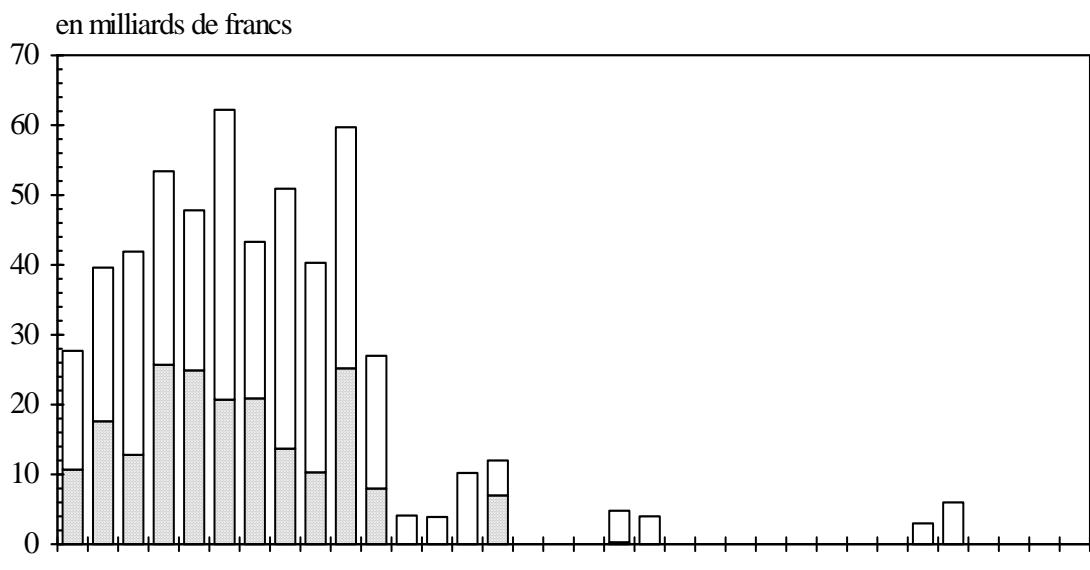
(a) Cotée à la Bourse de Paris

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09Mise à jour le 1^{er} avril 1994

ANNEXE 3

**DETTE EN EUROFRANCS ET EN EURO-ÉCUS (a)
Échéancier à fin décembre 1993**

□ Non-résidents □ Ensemble



durée restante à courir, en années

(a) Cotée à la Bourse de Paris

Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09Mise à jour le 1^{er} avril 1994

LOCALISATION ET PERFORMANCES : LA SITUATION DES ENTREPRISES INDUSTRIELLES RÉGIONALES EN 1992

Pour la troisième fois, *à la demande du Groupe d'études et de réflexion inter-régional, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France* a étudié l'influence de la localisation géographique sur les performances économiques et financières des entreprises de France métropolitaine¹, plus particulièrement des PMI² localisées en Île-de-France. Il s'agit de sociétés *mono-établissements ou pluri-établissements*, que l'on compare à leurs homologues des départements urbains et ruraux dont la taille et le secteur d'activité sont similaires.

BERNARD PARANQUE
*Direction des Entreprises
 Observatoire des Entreprises*

Les premiers résultats obtenus sur l'exercice 1988 avaient fait apparaître une influence complexe de la localisation sur les modalités de répartition de la valeur ajoutée et les rentabilités des entreprises. En 1990, la singularité économique et financière des PMI de l'Île-de-France avait quelque peu évolué par rapport à 1988. Il s'avérait en effet que ces entreprises avaient subi plus tôt que leurs homologues urbaines et rurales le retournement conjoncturel³. Elles avaient pu toutefois réaliser des rentabilités voisines de celles des PMI urbaines et rurales, mais au détriment de leurs investissements qu'elles avaient soit réduits, soit reportés dans le temps.

¹ « L'influence de la localisation sur les performances des entreprises françaises », mai 1991, Mireille Bardos, Denis Beau et Bernard Paranque

« Performances et localisation : la situation des PMI de l'Île-de-France en 1990 », septembre 1992, Bernard Paranque

² C'est-à-dire les entreprises employant moins de 500 salariés

³ Voir INSEE Première – n° 214 – juillet 1992

L'étude engagée en 1993 sur les comptes 1992 a poursuivi et approfondi cette recherche. Ainsi, ont été étudiées, sans conditions particulières de taille ou de secteur, les entreprises industrielles régionales mono-établissements ou pluri-établissements dans la même région selon leur nature¹ : rurale, urbaine ou mixte.

1. Un recul généralisé des performances économiques amorcé dès 1990 dans les PMI de l'Île-de-France

Sur la période 1990-1992, dans un contexte général de recul des performances économiques et financières lié à une baisse d'activité, un certain nombre de différences significatives apparaissent d'une localisation à l'autre.

– Les PMI franciliennes sont plus ouvertes à la concurrence internationale avec un taux d'exportation toujours plus élevé que dans les PMI urbaines et rurales (16,8 % sur 1990-1992, contre 13,8 % et 11,7 %). Cette concurrence a peu d'incidence sur la création d'emplois comme sur l'intensité de la croissance qui sont, sur la période, similaires d'une zone à l'autre.

– Le rendement apparent de la main-d'œuvre et, dans une moindre mesure, l'efficacité du capital sont plus importants en Île-de-France que dans les départements urbains et ruraux. Cependant, cet avantage est partiellement perdu du fait d'un coût unitaire de la main-d'œuvre également plus élevé en Île-de-France.

– Le taux de marge des PMI franciliennes, de proche qu'il était, en 1990 et 1991, de celui des firmes des autres zones, devient plus faible en 1992. Cette érosion provient, certes, de l'alourdissement des frais de personnel mais aussi, et surtout, du retournement conjoncturel qui a particulièrement handicapé les PMI franciliennes. À cet égard, on observe un alourdissement de la contrainte de solvabilité en Île-de-France.

Néanmoins, en contrôlant l'évolution de leur endettement et de leur investissement, les PMI franciliennes réalisent des rentabilités voisines de celles de leurs concurrentes des autres zones.

2. La majorité des PMI sont dans une situation d'attente

Une typologie a été réalisée de la période 1990-1992 afin de mettre en évidence des classes d'entreprises homogènes du point de vue de leurs caractéristiques économiques et financières, indépendamment de leur localisation.

Quatre classes d'entreprises ont alors été définies.

– La *classe 1*, la plus importante, réunit des entreprises peu exportatrices et peu capitalistiques. La rentabilité est moyenne, et leur structure de production est moins jeune que celles des autres PMI. On peut les qualifier « *d'attentistes* ». Il s'agit d'entreprises plutôt localisées en *zone rurale*, relevant principalement du secteur des biens intermédiaires. Elles créent peu, voire pas du tout, d'emploi malgré une activité plus forte que celle constatée sur l'ensemble de l'échantillon.

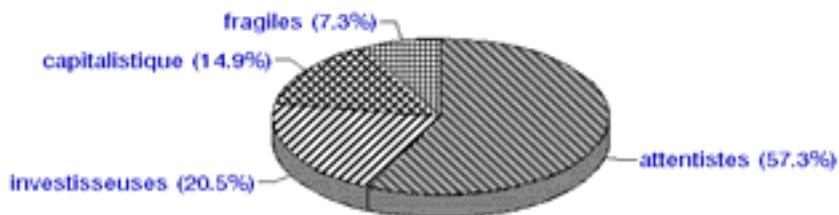
– La *classe 2* regroupe des PMI qui investissent fortement et accroissent leur potentiel productif. Rentables, elles bénéficient d'une efficacité du capital élevée et d'un taux de marge plus important que l'ensemble des sociétés de l'échantillon. Cette classe, qu'on dénomme « *investisseuses* »,

¹ Cette nature est définie à partir du recensement général de la population en 1990, en fonction du pourcentage de la population par département qui réside dans les agglomérations de plus de 20 000 habitants. Si ce pourcentage est inférieur à 50 %, le département est qualifié de rural, d'urbain dans le cas contraire, suivant la méthode de l'INSEE à ce sujet. On aura alors trois natures de régions : urbaine, rurale et, dans le cas où les départements ruraux et urbains sont en nombre équivalent, mixte.

rassemble surtout des PMI de moins de 100 salariés, des biens d'équipement, ayant connu une forte hausse de la valeur ajoutée et des effectifs, sans que la localisation ait une influence particulière.

– Les entreprises de la *classe 3* sont autonomes, rentables et plus capitalistiques que les autres PMI. Elles peuvent être qualifiées de « *capitalistiques* », toutefois elles investissent peu sur la période. Cette classe est composée essentiellement de PMI de plus de 500 salariés, du secteur de l'agro-alimentaire, plutôt installées en *Île-de-France*, qui ont connu une certaine hausse de la valeur ajoutée sans toutefois parvenir à embaucher.

Typologie des PMI



Source et réalisation : Banque de France
OBSRDE – Tél. : +33 (1)42 92 56 58

Mise à jour le 8 avril 1994

– La *classe 4* rassemble des entreprises particulièrement contraintes par leur solvabilité. À ce titre, elles peuvent être qualifiées de « *fragiles* ». Dans cette classe, se concentrent essentiellement, des PMI de l'*Île-de-France*, du secteur des biens d'équipement, avec une activité et des effectifs en recul.

En définitive, la majorité des PMI de notre échantillon, et plus particulièrement les rurales, sont dans une situation d'attente.

3. Une plus grande diversité de situations dans la région de l'Île-de-France mais les régions rurales se distinguent

Pour affiner l'étude de l'influence de la localisation, le champ de la recherche a été élargi à l'ensemble des entreprises industrielles exerçant leur activité dans une même région en les différenciant selon la nature de la région : urbaine, rurale ou mixte.

Une nouvelle typologie a été alors réalisée qui a permis d'identifier 5 classes.

Classe	Dénomination	Nature	Taille	Secteur	Région	Comportement de croissance
1	capitalistiques	Mixte (a)	GE (b)	IAA (c) BI	Île-de-France Haute-Normandie Alsace Poitou-Charentes Provence-Alpes-Côte d'Azur	« hausse de la VA seule »
2	financières	Urbaine	GPMI GE	BE	Pays de la Loire Nord-Pas-de-Calais Île-de-France	« hausse des effectifs seuls »
3	investisseuses	ns (d)	PPMI	BE BI	Pays de la Loire	« hausse de la VA et des effectifs »
4	autonomes	rurale	PPMI	BCC	Centre Franche-Comté	« baisse de la VA et des effectifs » « hausse de la VA seule »
5	fragiles	urbaine	ns	BCC	Midi-Pyrénées Île-de-France	« baisse de la VA et des effectifs »

(a) Poids de l'indicateur dans la classe quand il est supérieur à sa part dans l'échantillon total.
 (b) PPMI : petites PMI (moins de 100 salariés), GPMI : grandes PMI (de 100 à 500 salariés), GE : grandes entreprises (plus de 500 salariés) ;
 (c) IAA : industries agro-alimentaires, BI : biens intermédiaires, BE : biens d'équipement, BCC : biens de consommation courante
 (d) ns : non significatif, VA : valeur ajoutée

Source et réalisation : Banque de France
 OBSRDE - Tél. : +33 (1) 42 92 56 58

Mise à jour le 8 avril 1994

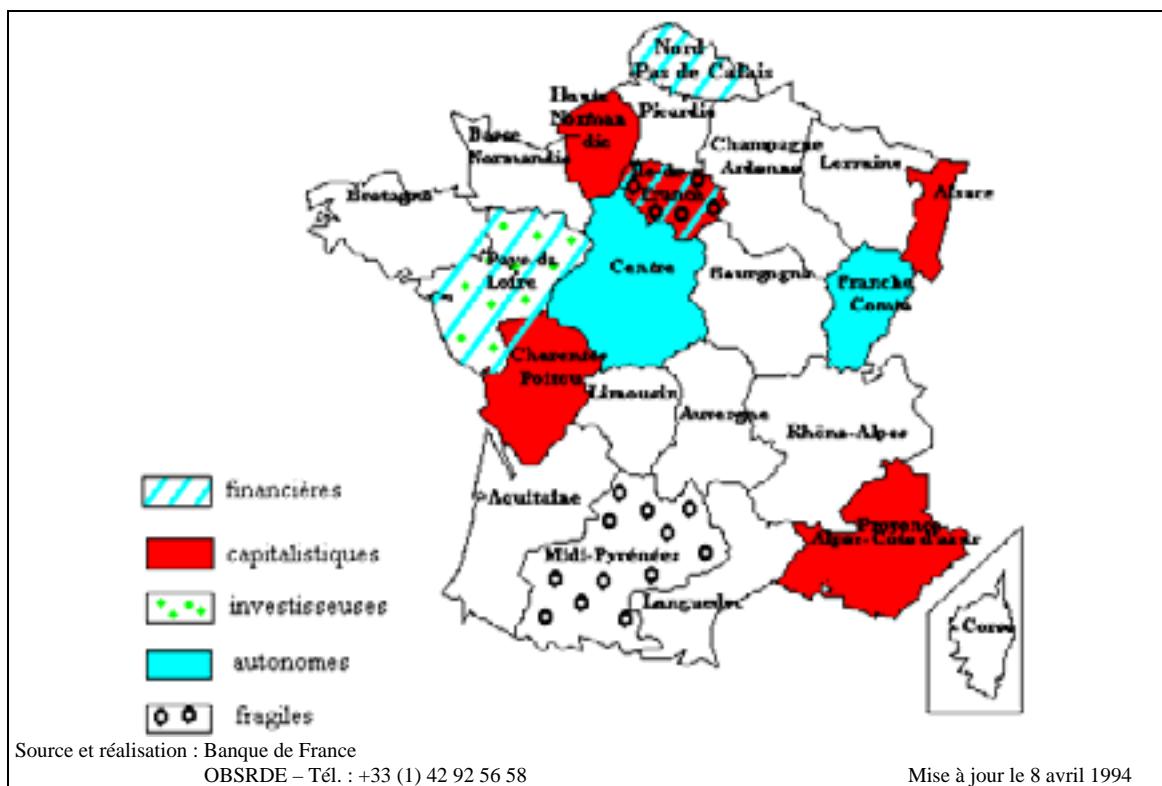
Les entreprises de la *classe 1* relèvent principalement des industries agro-alimentaires et des biens intermédiaires. Il s'agit d'entreprises exportatrices. Elles accroissent leur valeur ajoutée et emploient plus de 500 personnes. Elles sont principalement localisées en région mixte. On retrouve plus particulièrement, dans cette classe, les firmes d'Alsace, de Poitou-Charentes, de Haute-Normandie et de Provence-Alpes-Côte d'Azur, mais aussi de l'Île-de-France. La *classe 1* peut être *qualifiée de « capitalistique »*. Le taux d'équipement par salarié et le rendement apparent de la main-d'œuvre sont supérieurs à la moyenne globale de l'échantillon. L'efficacité du capital et le taux d'accumulation sont, en revanche, moindres. Pour finir, les rentabilités sont plus faibles dans cette classe que dans l'ensemble de l'échantillon.

Les firmes de la *classe 2* occupent plus de 100 salariés et sont surtout urbaines (de l'Île-de-France et du Nord-Pas-de-Calais). Elles appartiennent plutôt au secteur des biens d'équipement et ont augmenté leurs effectifs alors que leur activité n'évoluait que faiblement. L'importance de la croissance externe dans les entreprises de la *classe 2* permet de définir cette dernière comme «*financières*». Elles sont fortement exportatrices et leur taux d'investissement immatériel est plus élevé.

Dans la *classe 3*, on retrouve des PMI de moins de 100 salariés, des entreprises des biens d'équipement et des biens intermédiaires, ayant augmenté leur valeur ajoutée et qui sont plutôt localisées en Pays de Loire. Il s'agit d'entreprises qui réalisent d'importants efforts de renouvellement du potentiel productif en embauchant de manière plus soutenue que les autres firmes. À cet égard on les appelle les «*investisseuses*». Rentables et efficaces, elles maîtrisent la contrainte de solvabilité malgré un taux d'endettement élevé.

La *classe 4* réunit des entreprises peu endettées dont les effectifs ont diminué, y compris en cas de progression de la valeur ajoutée, et qui relèvent principalement du secteur des biens de consommation courante. Elles sont de petite taille et plutôt rurales (Franche-Comté et Centre). Les entreprises de la *classe 4* sont dites «*autonomes*».

Le secteur des biens de consommation courante est aussi présent dans la *classe 5*, qui réunit des entreprises dont l'activité et l'emploi reculent. Elles sont plutôt urbaines (Île-de-France) mais aussi localisées en Midi-Pyrénées. Les prélèvements financiers, rapportés à l'excédent brut global, très élevés permettent de qualifier ces entreprises de «*fragiles*». On relève que l'effort d'investissement immatériel est important et même un peu plus élevé que les firmes de la classe 2.



À l'issue de trois études sur l'influence de la localisation sur les performances économiques et financières des entreprises, il apparaît que les PMI franciliennes étaient plus dynamiques en 1988, période de croissance de l'économie, que la plupart de leurs concurrentes implantées en zone urbaine ou rurale. Toutefois la grande diversité des situations individuelles, dans un cas comme dans l'autre, avait montré l'absence de liaisons simples et directes entre localisation et performances.

En 1990, touchées plus fortement par le retournement conjoncturel, les PMI de l'Île-de-France ont reporté dans le temps tout ou partie de leur projet d'investissement afin de restaurer leur autonomie financière et de réduire la contrainte de rentabilité. À cet égard, leur effort de renouvellement du potentiel productif de plus élevé avant 1990 est devenu similaire à celui des PMI urbaines et rurales, alors que leur rentabilité financière est demeurée voisine.

En 1992, la faiblesse de la croissance, voire la récession, a touché toutes les entreprises. De ce fait les écarts qu'on peut constater d'une localisation à l'autre concernent la formation des résultats et des rentabilités, et non ces résultats ou ces rentabilités en tant que tels. Autrement dit face à une situation économique similaire et compte tenu de leur spécificité économique et financière particulière, les PMI ont pu globalement dégager des performances, certes en recul, mais peu différentes selon leur localisation.

Ce constat se retrouve globalement quand on étudie non plus les seules PMI mais l'ensemble des entreprises industrielles à condition qu'elles exercent leur activité à partir d'une seule région. Une typologie réalisée sur cette population d'entreprises montre une coupure assez nette entre le Nord et le Sud de la Loire : au Nord les régions paraissent plus typées alors qu'au Sud, hormis Midi-Pyrénées (« fragiles ») et Provence-Alpes-Côte d'Azur (« capitalistiques »), les régions sont plus « neutres ».

Cependant cette coupure ne coïncide pas avec une nature de région particulière et donc confirme l'absence d'un déterminisme dans un sens ou dans l'autre lié à la concentration urbaine.

LA CLIENTÈLE DES PRINCIPAUX ÉTABLISSEMENTS DÉPOSITAIRES DE TITRES

Résultats trimestriels à fin septembre 1993

Les résultats de l'enquête-titres au troisième trimestre 1993 reflètent notamment la bonne orientation des marchés boursiers et l'évolution contrastée des encours de titres d'OPCVM.

Les mesures gouvernementales adoptées au début de l'été ont incité les personnes physiques à transférer les capitaux investis en OPCVM monétaires vers l'emprunt d'État et d'autres placements de type obli-gataire. *On observe ainsi qu'en un an* (septembre 1992 – septembre 1993), *la part relative des titres d'OPCVM monétaires français déte-nue par les ménages a fléchi d'environ six points*, celle des actions cotées a perdu également 4 points alors qu'à l'inverse la part des obli-gations progressait de 2,6 points. Par ailleurs, des transferts importants ont eu lieu en faveur des plans d'épargne en actions (PEA) ¹.

Sur le *marché des actions*, de fortes hausses ont été enregistrées. L'indice INSEE affichait à la fin du mois d'août, une hausse de 19,4 % par rapport au début de l'année 1993. À la fin du trimestre cependant, les effets conjugués du ralentissement de la baisse des taux d'intérêt à court terme et de la révision à la baisse des résultats des sociétés ont momentanément entraîné une légère diminution du cours des actions.

Le *marché obligataire* est resté orienté à la hausse tout au long du troisième trimestre 1993, dans un climat d'anticipations de baisse des taux.

Les retraits effectués sur les *Sicav monétaires*, qui avaient été amor-

¹ Les PEA recensés dans cette enquête représentaient 130,6 milliards de francs, soit 6,2 % du portefeuille global des ménages, en progression de 72,3 % par rapport au deuxième trimestre.

cés en juin et s'étaient poursuivis en juillet parallèlement au placement du grand emprunt d'État, ont continué ensuite et sont à l'origine d'une forte diminution de l'encours des Sicav court terme au troisième trimestre 1993 (– 57,8 milliards de francs¹ contre + 65 mil-liards au deuxième trimestre et + 2,9 milliards au troisième trimestre 1992).

Les *Sicav obligataires*, qui ont recueilli 33 milliards de francs¹ de souscriptions nettes au cours de la même période, ont apparemment constitué pour les investisseurs une alternative aux Sicav monétaires.

À la fin du troisième trimestre 1993, *selon l'enquête-titres, les ménages restaient les premiers détenteurs de valeurs mobilières* (toutes catégories confondues) avec 44 % des portefeuilles analysés. Ils détenaient 69 % des titres d'OPCVM français (66 % des titres d'OPCVM court terme), 29 % des actions françaises cotées et 30 % des obligations françaises.

Le repli observé sur l'encours des titres monétaires a été le fait des ménages et n'a pas concerné les sociétés, pour qui ces valeurs sont toujours utilisées comme un instrument de gestion de trésorerie. La part relative des OPCVM monétaires, qui atteignait près de 21 % dans le portefeuille des sociétés à fin septembre 1993, a progressé en effet de plus de trois points en un an (septembre 1992 à septembre 1993).

À la fin du troisième trimestre 1993, on dénombrait dans l'enquête 14,7 millions de comptes-titres dont 2,5 millions de PEA. Le portefeuille moyen des ménages était d'environ 142 000 francs contre 137 000 francs à fin juin et en augmentation d'environ 7 % par rapport à septembre 1992. Le montant moyen des PEA recensés dans l'enquête atteignait pour sa part 52 800 francs contre 32 000 francs à fin juin 1993.

L'enquête du troisième 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 41 % des actions françaises cotées, 49 % des obligations françaises et 64 % des titres d'OPCVM.

¹ Selon Europerformance.

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		
	(en pourcentage)	
	Juin 1993	Septembre 1993
PAR RAPPORT À LA CAPITALISATION BOURSIERE (PARIS)		
Actions françaises cotées.....	40,2	40,8
Obligations françaises.....	48,7	48,6
PAR RAPPORT À L'ACTIF NET DES OPCVM		
Titres d'OPCVM français.....	63,6	63,9
OPCVM court terme.....	61,1	61,8
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82	Mise à jour le 18 mars 1994	

À échantillon constant, la représentativité de l'enquête à fin septembre 1993 s'est légèrement améliorée par rapport à juin 1993 pour les actions cotées et pour 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 BOURSIERE			
	Échantillon de l'enquête		Capitalisation boursière
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993
Actions françaises cotées	33,8	34,7	38,2
Obligations françaises	66,2	65,3	61,8
TOTAL	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 18 mars 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>					
	Juin 1993	Septembre 1993	Variations en pourcentage Septembre 1993/ Juin 1993	Structures en pourcentage	
				Juin 1993	Septembre 1993
ACTIONS					
Françaises cotées.....	889 329	987 941	11,1	18,2	19,3
Françaises non cotées.....	71 690	64 186	- 10,5	1,5	1,3
Étrangères.....	211 351	210 453	- 0,4	4,3	4,1
OBLIGATIONS					
Françaises.....	1 745 621	1 856 206	6,3	35,8	36,3
Étrangères.....	127 283	146 396	15,0	2,6	2,9
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS					
OPCVM court terme	1 074 685	1 041 656	- 3,1	22,0	20,4
Autres titres d'OPCVM.....	725 668	779 885	7,5	14,9	15,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS...	33 948	31 539	- 7,1	0,7	0,6
TOTAL.....	4 879 575	5 118 262	4,9	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 compris, 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 18 mars 1994	

Au cours du troisième trimestre 1993, l'encours total des portefeuilles de l'enquête a progressé de 4,9 % contre 4 % au deuxième trimestre. En un an (septembre 1992 à septembre 1993), l'augmentation des portefeuilles atteint 18 % environ.

Les évolutions qui sont intervenues au troisième trimestre ont sensiblement modifié la structure de l'ensemble des portefeuilles par rapport à ce qu'elle était en juin 1993. Les titres d'OPCVM français, dont la part relative a diminué de 1,3 point, ne sont plus majoritaires dans les portefeuilles recensés par l'enquête. Ils sont devancés de peu par les obligations françaises (36,3 % contre 35,6 %).

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 pourcentage Juin 1993/Mars 1993	Enquête-titres en pourcentage Décembre 1993/Mars 1993
	Juin 1993	Septembre 1993			
Actions françaises cotées	2 214,8	2 422,6	9,4	11,8	11,1
Obligations françaises	3 583,5	3 815,8	6,5	4,7	6,3
Titres d'OPCVM français (b)	2 829,8	2 849,2	0,7		1,2
dont OPCVM court terme	1 759,0	1 685,6	- 4,2		- 3,1
Valeurs étrangères				5,8	5,4

(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 18 mars 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 nettes¹.

Au troisième trimestre 1993, l'augmentation des portefeuilles d'actions cotées dans l'enquête est du même ordre que celle de l'indice INSEE des cours boursiers (respectivement + 11,1 % et + 11,8 %). Le volume des acquisitions nettes de ces valeurs semble donc avoir été faible. On observe, par ailleurs, que l'évolution résultant de l'enquête-titres est supérieure à celle de la capitalisation boursière (11,1 % contre 9,4 %).

La progression de l'encours des obligations françaises telle qu'elle ressort de l'enquête est supérieure de 1,6 point à celle de l'indice de cours du Crédit Lyonnais. Le volume des acquisitions nettes semble donc avoir été significatif. L'enquête-titres et la capitalisation boursière ont évolué au même rythme (+ 6,3 % et + 6,5 %).

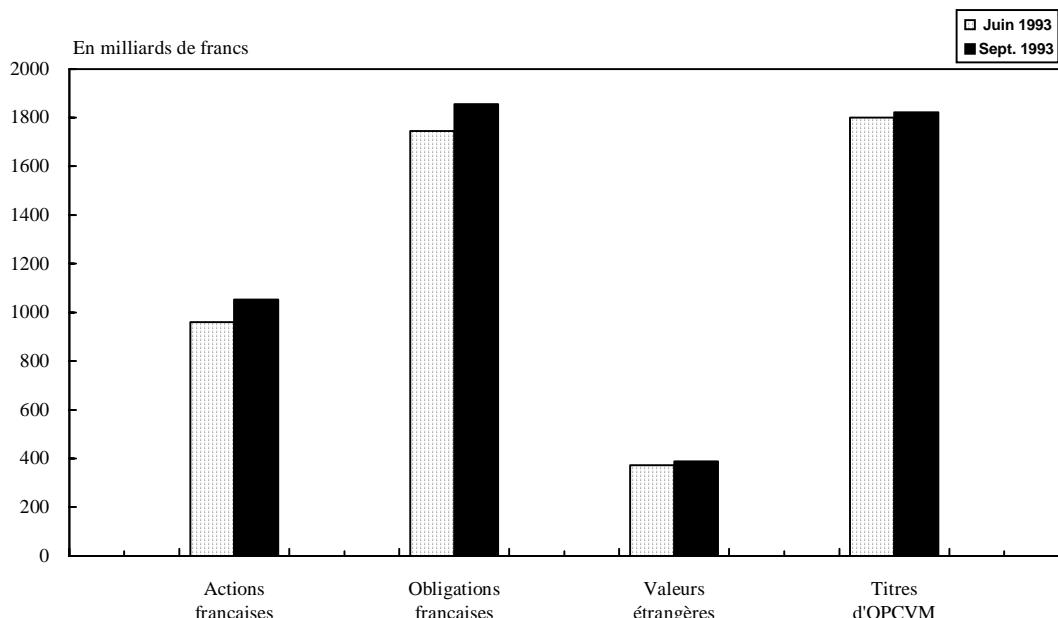
La progression de l'encours global des portefeuilles en titres d'OPCVM français recensés par l'enquête a été plus rapide que celle de l'actif net de ces organismes² (1,2 % contre 0,7 %). Pour les titres d'OPCVM court terme, l'évolution apparaît négative dans l'un et l'autre cas (- 3,1 % et - 4,2 %).

Enfin, les portefeuilles de valeurs étrangères ont augmenté de 5,4 % dans l'enquête, soit une évolution équivalente à celle de l'indice INSEE (+5,8 %).

¹ Souscriptions + achats – ventes, pour les actions
 Souscriptions + achats – ventes – remboursements, pour les obligations
 Souscriptions – demandes de rachat, pour les titres d'OPCVM

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

ÉVOLUTION DES PORTEFEUILLES DE LA CLIENTÈLE TITRES



Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 18 mars 1994

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								
(en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers (a)	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
ACTIONS								
Françaises cotées	241 997	255 721	162 188	176 051	29 219	38 646	7 000	7 657
Françaises non cotées	21 577	22 458	35 406	34 368	1 510	1 863	460	470
Étrangères	47 428	49 817	40 550	42 193	8 979	9 519	1 144	1 119
OBLIGATIONS								
Françaises	439 569	522 388	80 260	74 715	333 811	349 533	20 443	22 646
Étrangères	9 676	10 285	8 955	7 803	20 746	34 328	480	576
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM court terme	699 753	655 483	205 132	212 546	57 887	58 230	51 308	50 924
Autres titres d'OPCVM	514 381	556 699	71 186	76 788	59 983	61 320	25 766	27 457
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS								
25 783	23 480	3 480	3 515	1 030	1 019	120	125	
TOTAL	2 000 164	2 096 331	607 157	627 979	513 165	554 458	106 721	110 974

(a) 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 18 mars 1994

ENCOURS DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS								
(en millions de francs aux cours de bourse de fin de trimestre)								
	Non-résidents		Établissements de crédit et assimilés (a)		OPCVM		TOTAL	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
ACTIONS								
Françaises cotées	238 902	288 712	98 967	102 531	111 056	118 623	889 329	987 941
Françaises non cotées	1 195	1 091	10 400	2 801	1 142	1 135	71 690	64 186
Étrangères	11 981	12 608	64 237	57 679	37 032	37 518	211 351	210 453
OBLIGATIONS								
Françaises	192 334	179 999	122 656	119 254	556 548	587 671	1 745 621	1 856 206
Étrangères	49 429	50 264	13 303	11 764	24 694	31 376	127 283	146 396
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM court terme	7 443	6 777	29 541	33 113	23 621	24 583	1 074 685	1 041 656
Autres titres d'OPCVM	6 168	7 271	23 700	25 047	24 484	25 303	725 668	779 885
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS..								
1 254	1 222	1 385	1 283	896	895	33 948	31 539	
TOTAL	508 706	547 944	364 189	353 472	779 473	827 104	4 879 575	5 118 262

(a) 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 18 mars 1994

Au troisième trimestre 1993, les portefeuilles recensés dans l'enquête ont connu une progression globale de près de 5 %, qui s'est accompagnée d'évolutions contrastées selon les différents secteurs.

Les obligations et les actions françaises ont contribué en parts sensiblement égales à l'augmentation des placements (environ 2 points chacunes). La contribution des OPCVM français n'a atteint que 0,4 % dans la mesure où l'encours des OPCVM court terme avait diminué de 3 %. Il est intéressant de noter que sur un an, les obligations françaises, les actions françaises et les titres d'OPCVM français ont contribué respectivement pour 6,5 points et 2 fois 5 points à l'évolution globale des placements qui a atteint 18 %.

Le portefeuille des ménages, qui rassemble 44 % des valeurs de l'enquête, a progressé de 4,8 % au cours de la période considérée et de 14,8 % au cours des douze mois écoulés. Les obligations françaises ont contribué pour plus de 4 % à cette évolution (0,7 % pour les actions), alors que le fléchissement des encours des titres d'OPCVM court terme était à peine compensé par l'augmentation des encours des SICAV et FCP à moyen et long terme. Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'actions françaises ont diminué de 0,7 % et les portefeuilles obligataires ont augmenté de 1,6 %.

Dans ce portefeuille, le PEA bancaire représentait 130,6 milliards de francs (sur une collecte totale hors liquidités de 145,1 milliards¹), répartis entre 29 % d'actions, 39,0 % d'obligations du grand emprunt d'État et 32,0 % 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, aux obligations 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				Poids du PEA dans les portefeuilles-titres en pourcentage	
	Encours des portefeuilles-titres (a)		Encours des PEA (a)			
	En millions de francs	En pourcentage	En millions de francs	En pourcentage		
Actions	183 537	24,8	25 732	26,8	14,0	
Obligations	411 963	55,8	37 536	39,0	9,1	
Titres d'OPCVM « actions »....	143 570	19,4	32 836	34,2	22,9	
TOTAL	739 070	100,0	96 104	100,0	13,0	

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

Mise à jour le 18 mars 1994

Il ressort du tableau précédent que la part des obligations est prépondérante dans les portefeuilles-titres et dans les PEA (55,8 % et 39 %).

Si l'on élimine la composante « obligations » du PEA pour ne retenir que les produits de type « actions » on observe que la part des titres d'OPCVM « actions » et celle des actions est inversée dans les portefeuilles-titres et dans les PEA (la part des titres d'OPCVM étant prépondérante dans les PEA, environ 56 %).

On remarque, 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 22,9 % et 14 % à fin septembre 1993).

Le portefeuille des sociétés (13,2 % des valeurs de l'enquête) a progressé de 3,4 % au troisième trimestre (20 % sur l'année). Les actions cotées et les OPCVM court terme ont contribué à hauteur de 2,3 % et 1,2 % à cette évolution, mais, hors plus-values, les encours d'actions françaises ont diminué

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

de 3,3 %. Corrigés des indices de cours, les portefeuilles d'obligations françaises ont également diminué (− 11,6 %).

L'encours total détenu par les *non-résidents* (11,5 % des valeurs de l'enquête) a subi une forte augmentation au cours du trimestre sous-revue (+ 7,7 %) qu'il convient toutefois de nuancer par le fait que la diminution au deuxième trimestre avait atteint presque 4 %.

Les actions cotées ont contribué pour 9,8 % à cette augmentation (alors que les portefeuilles obligataires diminuaient de 6,4 %), mais, hors plus-values les encours d'actions ont, en revanche, diminué de 2 %. Sur l'année, les actions françaises cotées ont contribué pour les trois-quarts à l'évolution globale des encours (+ 24 %).

Le portefeuille des *entreprises d'assurance et caisses de retraite* (11,6 % des valeurs de l'enquête) a augmenté de 8 % (30 % environ sur l'année). Corrigés des plus-values, les encours d'obligations françaises sont demeurés inchangés par rapport à juin 1993 et les encours d'actions françaises cotées ont progressé de plus de 20 %.

Par rapport à juin 1993, l'encours total des *OPCVM*, qui détiennent 17,4 % des valeurs de l'enquête, a progressé de 6,1 % (soit une progression d'environ 21 % de septembre 1992 à septembre 1993, à laquelle les obligations françaises ont contribué pour près de 15 points). Si l'on élimine les effets de la valorisation, les encours d'actions cotées ont diminué de 5 % et les encours d'obligations ont progressé à peine de 1 %.

Enfin, le portefeuille des *associations et groupements divers* (2,3 % des valeurs de l'enquête) s'est accru de 4 % seulement au cours du troisième trimestre 1993 (environ 38 % sur douze mois). Les encours de titres d'*OPCVM* court terme se sont contractés pour la première fois (− 0,8 point). L'évolution des encours n'est donc due qu'à celles des portefeuilles d'obligations (+ 10,8 %) et des titres d'*OPCVM* à moyen et long terme (+ 6,6 %).

2.2. Structure des portefeuilles des groupes de porteurs

	STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS					
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
ACTIONS						
Françaises cotées	12,1	12,2	26,7	28,0	5,7	7,0
Françaises non cotées	1,1	1,1	5,8	5,5	0,3	0,3
Étrangères	2,4	2,4	6,7	6,7	1,7	1,7
OBLIGATIONS						
Françaises	22,0	24,9	13,2	11,9	65,0	63,0
Étrangères	0,5	0,5	1,5	1,2	4,0	6,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme	35,0	31,3	33,8	33,8	11,3	10,5
Autres titres d' <i>OPCVM</i>	25,7	26,6	11,7	12,2	11,7	11,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS						
TOTAL	1,3	1,1	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 18 mars 1994						

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES DES GROUPES DE PORTEURS						
(en pourcentage)						
	Associations et groupement divers (a)		Non-résidents		OPCVM	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
ACTIONS						
Françaises cotées	6,6	6,9	47,0	52,7	14,2	14,3
Françaises non cotées	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1
Étrangères	1,1	1,0	2,4	2,3	4,8	4,5
OBLIGATIONS						
Françaises	19,2	20,4	37,8	32,8	71,4	71,1
Étrangères	0,4	0,5	9,7	9,2	3,2	3,8
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme	48,1	45,9	1,5	1,2	3,0	3,0
Autres titres d'OPCVM	24,1	24,7	1,2	1,3	3,1	3,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS						
0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) 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 18 mars 1994

Quelques différences de structure apparaissent à fin septembre 1993 par rapport à juin dans les portefeuilles des différents agents économiques.

– Le fléchissement de la part des titres d'OPCVM court terme déjà observé pour les ménages à partir du premier trimestre, s'est accentué (– 3,7 points contre – 1 point au second trimestre). Le même phénomène apparaît chez les entreprises d'assurance et caisses de retraite (– 0,8 point) et les associations et groupements divers (– 2,2 points). En contrepartie, la part des obligations dans les portefeuilles des ménages et des associations a augmenté respectivement de 2,9 points et 1,2 point.

– La part des obligations françaises dans le portefeuille des sociétés d'assurance a fléchi de 2 points, essentiellement au profit de celle des actions (+ 1,3 point).

– Enfin, l'augmentation de la part des actions françaises cotées dans le portefeuille des non-résidents (+ 5,7 points) compense la diminution de celle des obligations françaises (– 5 points).

Entre septembre 1992 et septembre 1993, la part des titres d'OPCVM français dans le portefeuille des ménages a diminué de près de 4 points (dont – 6 points pour les OPCVM court terme) alors qu'elle augmentait de 2 points dans le portefeuille des sociétés. Une autre différence significative apparaît dans le portefeuille des non-résidents, où la part des actions cotées a progressé de 5 points environ au détriment des obligations françaises.

2.3. *Détention des valeurs selon les groupes de porteurs*

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

	DÉTENTION DES VALEURS SELON LES GROUPES DE PORTEURS					
	(en pourcentage)					
	Actions		Françaises cotées		Françaises non cotées	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
Ménages	30,6	28,9	35,2	36,6	32,2	32,6
Sociétés.....	20,5	19,9	57,8	56,0	27,6	27,6
Entreprises d'assurances et caisses de retraite.....	3,7	4,4	2,5	3,0	6,1	6,2
Associations et groupement divers	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7
Non-résidents.....	30,2	32,6	1,9	1,8	8,1	8,3
OPCVM.....	14,1	13,4	1,9	1,8	25,2	24,6
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 18 mars 1994

	DÉTENTION DES VALEURS SELON LES GROUPES DE PORTEURS					
	(en pourcentage)					
	Titres d'OPCVM		Français court terme		Français « autres »	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
Ménages	67,0	65,0	73,3	73,8	79,2	77,6
Sociétés.....	19,6	21,1	10,1	10,2	10,7	11,6
Entreprises d'assurances et caisses de retraite.....	5,5	5,8	8,5	8,1	3,2	3,4
Associations et groupement divers	4,9	5,0	3,7	3,6	0,4	0,4
Non-résidents.....	0,7	0,7	0,9	1,0	3,9	4,0
OPCVM.....	2,3	2,4	3,5	3,4	2,8	3,0
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 18 mars 1994

DÉTENTION DES VALEURS SELON LES GROUPES DE PORTEURS

(en pourcentage)

	Obligations				TOTAL	
	Françaises		Étrangères			
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
Ménages.....	27,1	30,1	8,5	7,6	44,3	44,0
Sociétés.....	4,9	4,3	7,9	5,8	13,4	13,2
Entreprises d'assurances et caisses de retraite.....	20,6	20,1	18,2	25,5	11,4	11,6
Associations et groupement divers	1,3	1,3	0,4	0,4	2,4	2,3
Non-résidents.....	11,9	10,4	43,4	37,3	11,3	11,5
OPCVM.....	34,3	33,8	21,7	23,3	17,3	17,4
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 18 mars 1994

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

Les non-résidents dont la part relative d'*actions françaises cotées* atteint désormais 32,6 % (contre 30,2 % à fin juin et 33,8 % à fin septembre 1992) ont, pour cette catégorie de valeurs, devancé les ménages de 3,7 points au troisième trimestre 1993.

Les *obligations françaises* sont toujours détenues majoritairement par les OPCVM (33,8 %). Les ménages dont la part relative a augmenté de 3 points au cours du trimestre considéré (et de 2,6 points sur douze mois), arrivent en seconde position (30,1 %).

Les *titres d'OPCVM français* sont détenus par les ménages à hauteur de 68,7 % contre 69,5 % à fin juin soit une diminution de 0,8 point qui atteint 4 points sur douze mois. Les ménages détiennent 65 % des titres d'OPCVM court terme (– 2 points par rapport à fin juin 1993 et – 6 points par rapport à fin septembre 1992), et près de 74 % des titres d'OPCVM à moyen et long terme (– 1,7 point par rapport à septembre 1992).

Les sociétés qui arrivent en deuxième position, détiennent 16,4 % des OPCVM français contre 15,8 % à fin juin, soit un gain de 1,5 point sur un an (3,2 points pour les titres à court terme).

DÉTENTION DE VALEURS D'ÉTAT PAR GROUPES DE PORTEURS

(en pourcentage)

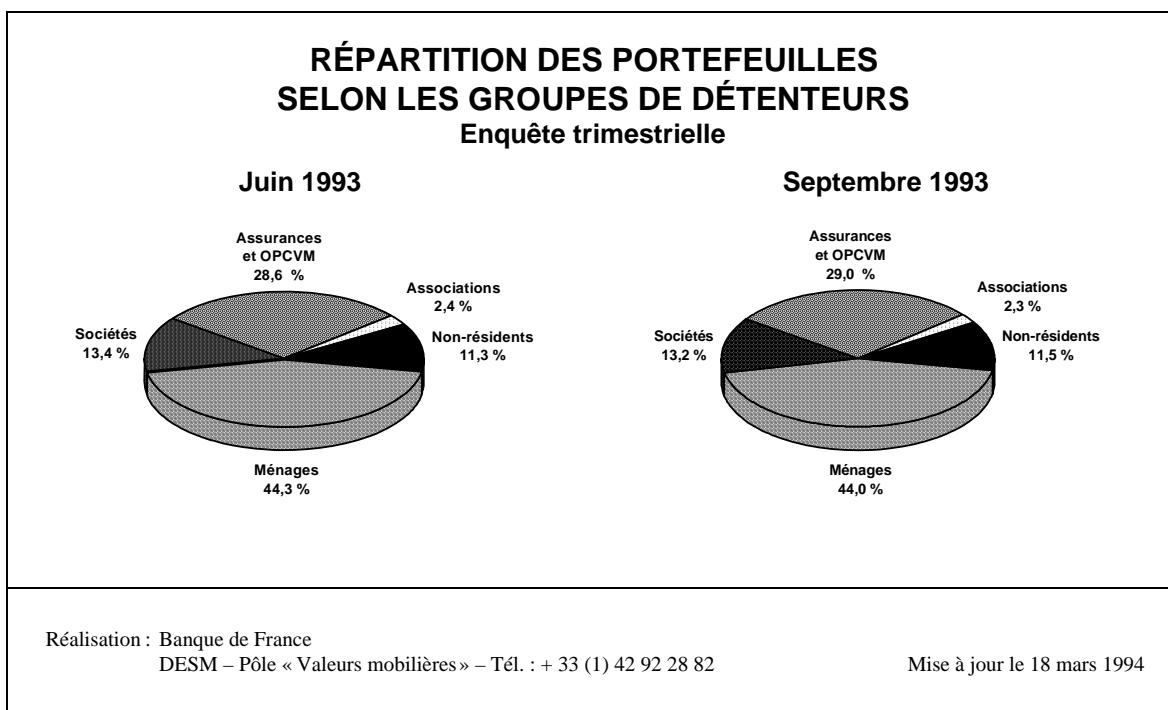
	Juin 1993	Septembre 1993
Ménages.....	6,9	15,6
Sociétés	4,5	3,1
Entreprises d'assurance et caisses de retraite	8,7	8,0
Associations et groupements divers.....	0,5	0,7
Non-résidents	34,8	29,4
Établissements de crédit et assimilés.....	12,2	12,0
OPCVM	32,5	31,2
TOTAL	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 18 mars 1994

Parmi les obligations, les valeurs d'État (voir tableau ci-dessus) qui représentent à fin septembre 1993 31,3 % des obligations recensées dans l'enquête, sont détenues essentiellement par les non-résidents (29,4 %) dont la part s'est réduite de 5,4 point en un trimestre (et d'environ 6 points sur l'année) et par les OPCVM (- 1,3 point). La diminution des parts relatives de ces secteurs s'est faite au profit de celle des ménages (+ 8,7 point) qui ont souscrit massivement au grand emprunt d'État de juillet 1993.



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 troisième trimestre 1993, 75 % des encours de titres d'OPCVM recensés dans l'enquête, contre 77 % au trimestre précédent.

¹ Les OPCVM dont l'établissement est gestionnaire

PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM (a)								
<i>(encours en millions de francs)</i>								
	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>Court terme</i>								
– monétaires.....	519 446	472 803	153 243	154 561	29 165	27 458	31 910	27 709
– autres.....	33 110	33 999	5 578	6 036	5 213	4 948	2 228	1 622
<i>Moyen et long terme</i>								
– obligataires.....	243 877	265 265	18 690	20 276	13 696	13 679	5 955	6 777
– autres.....	133 699	143 589	18 059	20 402	14 735	14 251	5 323	5 792
Autres titres d'OPCVM	17 547	18 294	14 254	13 938	15 412	15 298	4 175	4 246
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	25 783	23 480	3 480	3 515	1 030	1 019	120	125
TOTAL	973 462	957 430	213 304	218 728	79 251	76 653	49 711	46 271

(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 18 mars 1994

PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM (a)								
<i>(encours en millions de francs)</i>								
	Non-résidents		Établissements de crédit et assimilés		OPCVM		TOTAL	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>Court terme</i>								
– monétaires.....	4 583	3 910	25 362	24 841	15 043	13 955	778 752	725 237
– autres.....	599	544	2 914	2 866	1 537	681	51 179	50 696
<i>Moyen et long terme</i>								
– obligataires.....	1 816	2 149	11 877	13 249	4 531	4 370	300 442	325 765
– autres.....	992	1 284	1 931	2 039	4 051	3 020	178 790	190 377
Autres titres d'OPCVM	1 623	1 757	3 719	3 579	11 010	11 264	67 740	68 376
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS..	1 254	1 222	1 385	1 283	896	895	33 948	31 539
TOTAL	10 867	10 866	47 188	47 857	37 068	34 185	1 410 851	1 391 990

(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 18 mars 1994

L'encours des portefeuilles de titres d'OPCVM (hors ceux des établissements de crédit) a diminué de 1,4 % au troisième trimestre après avoir enregistré une augmentation de près de 6 % au trimestre précédent.

Les titres d'OPCVM monétaires ont diminué de 7 % au troisième trimestre alors qu'ils avaient encore progressé de près de 2 % entre mars et juin 1993. Les titres d'OPCVM obligataires et les autres titres à moyen et long terme (actions essentiellement) ont augmenté de 8,3 % et 6,5 % (12,3 % et 6,5 % au deuxième trimestre).

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

– Le *portefeuille des ménages*, qui a diminué de 1,6 % alors qu'il avait progressé de 3,4 % au deuxième trimestre. Poursuivant leur évolution négative qui avait commencé au deuxième trimestre (– 1,4 %), les encours en titres d'OPCVM monétaires ont diminué de 9 % au troisième trimestre.

La progression soutenue des titres d'OPCVM obligataires (+ 8,8 %) et « autres » (+ 7,4 %) a compensé partiellement la baisse des encours des titres monétaires.

– Le *portefeuille des sociétés*, qui est le seul à avoir enregistré une progression (+ 2,5 % et + 11,6 % au deuxième trimestre). Les OPCVM à moyen et long terme, et dans une moindre mesure les OPCVM monétaires, ont contribué à cette évolution.

– Le *portefeuille des associations et groupements divers*, qui a diminué de près de 7 % (+ 15,8 % au second trimestre). Pour la première fois au troisième trimestre, l'encours des OPCVM monétaires de ce secteur a diminué (– 13,2 %) annulant largement la progression du deuxième trimestre (+ 10 %). L'encours des OPCVM obligataires, en revanche, a continué de progresser (+ 13,8 %).

Au troisième trimestre, selon Europerformance, la variation des Sicav court terme (– 57,8 milliards de francs) était à imputer aux souscriptions nettes de rachats négatives (– 84,4 milliards de francs) compensées en partie par les performances des marchés sur lesquels sont investies les Sicav (+ 24,3 milliards de francs).

Pour les *Sicav obligataires*, la progression de près de 46 milliards de francs d'un trimestre à l'autre, représentant une variation de 11,2 %, était due pour près des trois quarts à l'effet « souscriptions » (nettes de rachats). Enfin, pour les Sicav « actions et diversifiées », l'augmentation de 16,4 milliards de francs représentait essentiellement les performances des placements (+ 17,6 milliards) diminuées de la variation négative des souscriptions.

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)

(en pourcentage)

	Ménages		Sociétés		Entreprises d'assurance et caisses de retraite		Associations et groupements divers	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS								
OPCVM « maison »								
<i>Court terme</i>								
– monétaires	53,4	49,4	71,8	70,7	36,8	35,8	64,2	59,9
– autres	3,4	3,6	2,6	2,8	6,6	6,5	4,5	3,5
<i>Moyen et long terme</i>								
– obligataires	25,1	27,7	8,8	9,3	17,3	17,8	12,0	14,6
– autres	13,7	15,0	8,5	9,3	18,6	18,6	10,7	12,5
Autres titres d'OPCVM	1,8	1,9	6,7	6,4	19,4	20,0	8,4	9,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	2,6	2,5	1,6	1,6	1,3	1,3	0,2	0,3
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 18 mars 1994								

STRUCTURE DES PORTEFEUILLES EN TITRES D'OPCVM PAR GROUPES DE PORTEURS (a)

(en pourcentage)

	Non-résidents		OPCVM		TOTAL	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM « maison »						
<i>Court terme</i>						
– monétaires	42,2	36,0	40,6	40,8	55,2	52,1
– autres	5,5	5,0	4,1	2,0	3,6	3,6
<i>Moyen et long terme</i>						
– obligataires	16,7	19,8	12,2	12,8	21,3	23,4
– autres	9,1	11,8	10,9	8,8	12,7	13,7
Autres titres d'OPCVM	14,9	16,2	29,7	33,0	4,8	4,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	11,5	11,2	2,4	2,6	2,4	2,3
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 18 mars 1994						

La part relative des titres d'OPCVM monétaires a diminué dans les portefeuilles de tous les agents à l'exception de celui des OPCVM eux mêmes, où elle s'est maintenue. Comme au trimestre précédent, les réductions les plus fortes ont concerné les secteurs des ménages et des associations et groupements divers (– 4 % et – 4,3 %). Cette baisse a été compensée dans les mêmes proportions par une hausse des titres à moyen et long terme.

2.5. Détection 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	68,9	68,6	84,5	75,6	27,4	79,2	71,4
Juin 1993	67,5	71,1	84,9	76,2	28,2	77,6	71,2
SOCIÉTÉS							
Mars 1993	20,3	11,6	6,5	10,2	22,3	10,7	15,6
Juin 1993	22,1	12,6	6,5	10,8	21,5	11,6	16,3
ENTREPRISES							
D'ASSURANCE ET CAISSES DE RETRAITE							
Mars 1993	3,9	10,8	4,7	8,3	24,1	3,2	5,8
Juin 1993	3,9	10,3	4,4	7,6	23,6	3,4	5,7
ASSOCIATIONS ET GROUPEMENTS DIVERS							
Mars 1993	4,2	4,6	2,1	3,0	6,5	0,4	3,6
Juin 1993	4,0	3,4	2,2	3,1	6,6	0,4	3,4
NON-RÉSIDENTS							
Mars 1993	0,6	1,2	0,6	0,6	2,5	3,9	0,8
Juin 1993	0,6	1,1	0,7	0,7	2,7	4,0	0,8
OPCVM							
Mars 1993	2,0	3,2	1,6	2,3	17,2	2,8	2,7
Juin 1993	2,0	1,4	1,4	1,6	17,4	3,0	2,5
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 18 mars 1994

À la fin du troisième trimestre 1993, les ménages détenaient 71,2 % de l'ensemble des titres d'OPCVM y compris les OPCVM étrangers (pratiquement sans changement par rapport au deuxième trimestre) ; les sociétés, second détenteur de ces valeurs, en détenaient 16,3 % contre 15,6 % au deuxième trimestre.

2.6. Compte-titres moyen selon les groupes de porteurs

COMPTE-TITRES MOYEN DES GROUPES DE PORTEURS					
	Ménages		Sociétés		Non-résidents
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993
Actions	21 371	22 229	1 039 199	1 091 569	5 014 681
Obligations	30 871	36 101	389 311	356 570	4 809 481
OPCVM	85 205	83 745	1 220 966	1 265 438	295 714
TOTAL.....	137 447	142 075	2 649 476	2 713 577	10 119 876
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82					
Mise à jour le 18 mars 1994					

Au 30 septembre 1993, on dénombrait dans l'enquête 14 754 892 comptes-titres, dont 2 472 262 PEA (16,8 % du total des comptes-titres). Dans ce total, le nombre de PEA ouverts par les banques d'affaires représentait à peine 1 %, contre 32 % pour les trois grandes banques et 67 % pour les autres établissements.

Entre juin et septembre 1993, la valeur du compte-titres moyen des ménages a progressé plus vite qu'au deuxième trimestre (3,4 % contre 2 %). À fin septembre 1993, il s'élevait à 142 075 francs en augmentation de 6,7 % sur douze mois. À la même date, la valeur du PEA moyen était d'environ 52 800 francs.

Le montant du compte-titres moyen des sociétés a, sur la même période, augmenté de 2,4 % et celui des non-résidents a diminué de 1,5 %. En un an, le portefeuille des sociétés a progressé d'environ 20 % et celui des non-résidents a diminué de 24 %.

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						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
ACTIONS						
actions françaises	21,6	23,0	16,5	16,6	10,5	10,5
actions étrangères	9,3	8,9	3,4	3,4	1,2	1,3
OBLIGATIONS						
obligations françaises	4,2	5,8	20,0	23,8	24,5	27,1
obligations étrangères	0,6	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS						
OPCVM court terme	33,4	29,4	27,5	24,3	39,6	35,6
OPCVM autres	28,9	30,3	28,9	28,8	23,5	24,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS						
TOTAL.....	2,0	2,0	3,2	2,8	0,1	0,1
	TOTAL.....	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 18 mars 1994						

Au troisième trimestre 1993, les titres d'OPCVM français étaient toujours majoritaires dans le portefeuille des ménages, quel que soit l'établissement dépositaire. Leur part relative avait cependant sensiblement baissé par rapport au trimestre précédent (– 2,6 points pour les banques d'affaires, les sociétés de bourse et les « autres établissements » et – 3,2 points pour les trois grandes banques), au profit des obligations françaises.

De septembre 1992 à septembre 1993, le fléchissement des titres d'OPCVM a atteint environ 5 points chez les « autres établissements », 3 points chez les trois grandes banques et à peine 1 point chez les banques d'affaires et sociétés de bourse.

¹ Classification par groupes homogènes de la Commission bancaire

3.2. Structure du portefeuille des sociétés

PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS						
	Banques d'affaires ou de portefeuilles et sociétés de bourse		Les trois grandes banques		Autres établissements	
	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Juin 1993	Septembre 1993
	Actions françaises.....	55,2	56,0	25,0	25,6	24,1
ACTIONS	actions étrangères	16,8	16,4	3,7	3,9	2,5
OBLIGATIONS	obligations françaises.....	7,7	7,1	10,1	9,5	20,0
	obligations étrangères.....	0,2	0,3	2,7	2,4	1,1
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	OPCVM court terme.....	11,9	11,1	45,5	45,6	37,6
	OPCVM autres	8,0	8,9	11,6	11,8	14,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	TOTAL.....	0,1	0,2	1,3	1,3	0,2
	TOTAL.....	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(en pourcentage)

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

Mise à jour le 18 mars 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 (de l'ordre de 20 % dans le premier cas, et supérieure à 50 % dans le second cas).

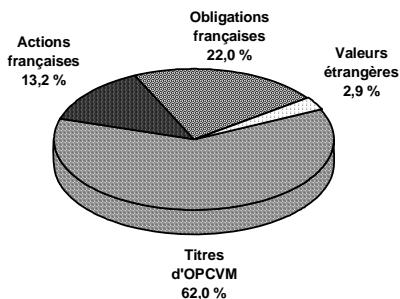
En revanche, les actions françaises et étrangères sont largement majoritaires au sein des portefeuilles des sociétés clientes des banques d'affaires et des sociétés de bourse (72 %, contre moins de 30 % dans les deux autres catégories d'établissements).

La diminution de la part des titres d'OPCVM observée dans le portefeuille des ménages entre le deuxième et le troisième trimestre 1993 ne s'est pas produite pour les sociétés ; chez les « autres établissements », on constate même une augmentation de 1,5 % de la part des titres d'OPCVM.

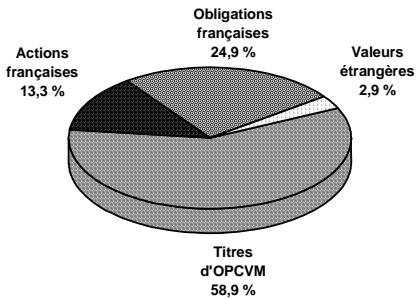
COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES MÉNAGES

Enquête trimestrielle

JUIN 1993



SEPTEMBRE 1993



Réalisation : Banque de France

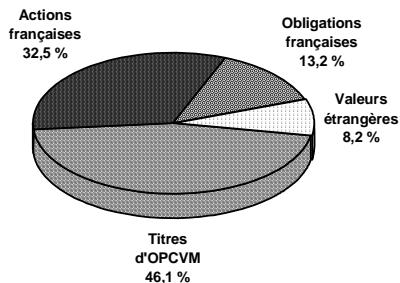
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 18 mars 1994

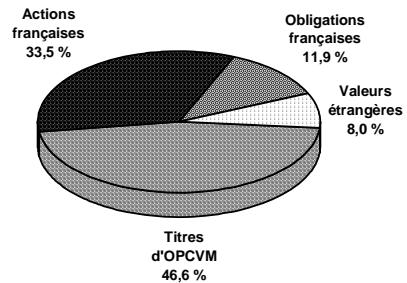
COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES SOCIÉTÉS

Enquête trimestrielle

JUIN 1993



SEPTEMBRE 1993



Réalisation : Banque de France

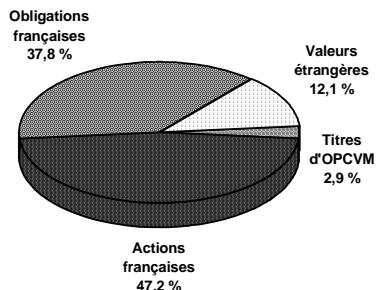
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 18 mars 1994

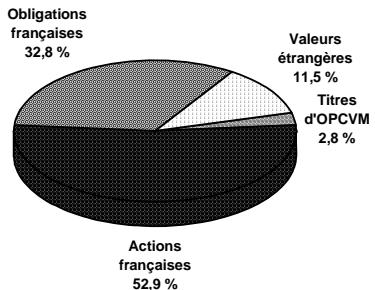
COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DES NON-RÉSIDENTS

Enquête trimestrielle

JUIN 1993



SEPTEMBRE 1993



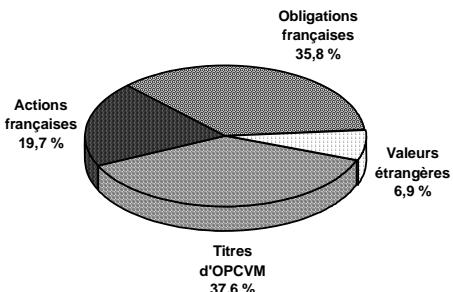
Réalisation : Banque de France
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82

Mise à jour le 18 mars 1994

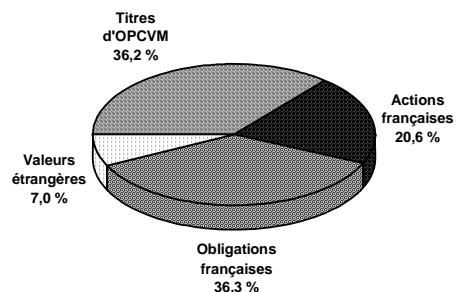
COMPOSITION DU PORTEFEUILLE DE L'ENSEMBLE DES PORTEURS

Enquête trimestrielle

JUIN 1993



SEPTEMBRE 1993



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

Mise à jour le 18 mars 1994

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN DÉCEMBRE 1993

Selon les dernières données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, *les capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) ont connu, au quatrième trimestre 1993, une progression de 24 % par rapport au troisième trimestre. L'encours recensé dans l'enquête s'élevait à fin décembre à 166,7 milliards de francs* (contre 59,7 milliards de francs à la fin de l'année précédente). Il se répartissait à hauteur de 31,4 % en actions, 37,8 % en titres d'OPCVM « actions » et 30,8 % en obligations d'État. *Le nombre des PEA ouverts était, à la même date, de 2,74 millions*, en progression de 8,4 % par rapport à fin septembre.

Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA atteignait 60 815 francs à fin décembre contre 53 033 francs à la fin du trimestre précédent et 27 126 francs à fin décembre 1992 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 146 000 francs. On constate, par ailleurs, que les PEA les plus importants sont concentrés chez les banques d'affaires¹ et les sociétés de bourse, et qu'ils atteignaient en moyenne 311 300 francs à fin décembre (74 400 francs chez les

¹ Le concept « Banques d'affaires ou de portefeuilles », qui est utilisé dans la suite de cette note, fait référence à la classification par groupes homogènes de la Commission bancaire.



trois grandes banques et 50 200 francs chez les « autres établissements »).

Les mesures gouvernementales prises en juin, consistant à exonérer jusqu'à la fin de l'année 1993 les plus-values sur cessions de titres d'OPCVM monétaires ou obligataires de capitalisation réinvestis dans un PEA, sont à l'origine de la progression exceptionnelle des capitaux placés en valeurs mobilières dans les PEA au second semestre 1993 (selon l'enquête, 89,3 milliards de francs contre 17,7 milliards au premier semestre).

Les informations contenues dans cette étude donnent la mesure précise du PEA à fin décembre 1993 et permettent d'apprécier l'impact des mesures prises durant l'été 1993.

MONIQUE CHOCRON
LYDIE MARCHAND

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

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires¹.

Les renseignements qui y figurent concernent l'évolution des titres placés sous dossiers PEA au cours de l'année 1993 et plus particulièrement celle du quatrième trimestre. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages résultant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions » et obligations — dont ils sont issus.

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

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

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

1. Résultats globaux

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

COMPOSITION ET ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES					
	En millions de francs			Variation en pourcentage	
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993	Décembre 1993/ Septembre 1993	Décembre 1993/ Décembre 1992
Actions.....	27 576	38 399	52 398	36,5	90,0
Obligations émises par l'État	53 266	51 377	-	- 3,5	-
OPCVM « actions ».....	32 118	42 384	62 919	48,4	95,9
TOTAL	59 694	134 049	166 694	24,4	179,2
Nombre de PEA.....	2 200 599	2 527 659	2 740 982	8,4	24,6

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

Mise à jour le 29 mars 1994

En décembre, par rapport à septembre 1993, la valeur des titres placés sous dossier PEA a progressé de 24,4 %, s'élevant, dans les établissements couverts par l'enquête, à 166,7 milliards de francs auxquels il faut ajouter un montant très important de liquidités¹ (environ 8,5 milliards). Le nombre de plans ouverts atteignait par ailleurs 2,7 millions.

La possibilité donnée aux particuliers entre juin et décembre 1993, de céder, en suspension de taxation sur les plus-values, des titres d'OPCVM de taux, obligataires ou monétaires de capitalisation, en vue d'acquérir sous dossier PEA des titres du grand emprunt d'État (eux-mêmes admis en règlement d'actions de sociétés privatisées) ou des produits à caractère action, explique le gonflement des encours aux troisième et quatrième trimestres 1993 (+ 56,7 milliards de francs et + 32,6 milliards).

On observe qu'au quatrième trimestre 1993, l'évolution des OPCVM « actions » a été plus importante que celle des actions (+ 48,4 %, contre + 36,5 %). Parallèlement, les statistiques d'Européformance indiquent que les souscriptions nettes ont été largement positives sur les SICAV investies en actions françaises (19,4 milliards de francs contre – 1,7 milliard au troisième trimestre).

Sur un an (décembre 1992 – décembre 1993), l'évolution des actions et des OPCVM « actions » inclus dans les PEA a été sensiblement équivalente (+ 90 % et + 96 %). On remarque que le nombre de PEA a augmenté beaucoup plus faiblement au quatrième trimestre que le montant des capitaux placés (8,4 %, contre 24,4 %). Le montant unitaire des PEA est donc largement supérieur à fin décembre à ce qu'il était à fin septembre 1993 (+ 14,7 %).

Par ailleurs, la progression des encours des PEA a été renforcée par un effet de valorisation au cours du trimestre considéré (+ 8,3 % selon l'indice INSEE des valeurs françaises à revenu variable et + 27,1 % sur l'année).

¹ La représentativité de l'enquête peut être appréciée à la lumière des données de la direction du Trésor sur le montant total des PEA à fin décembre, qui s'élève à 200 milliards de francs.

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

ENCOURS DES PORTEFEUILLES-TITRES			
(en millions de francs)			
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993
Actions.....	293 619	334 339	367 157
Obligations	560 479	569 237	
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	497 233	597 558	656 903
TOTAL	790 852	1 492 376	1 593 297

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

Mise à jour le 29 mars 1994

Les encours des portefeuilles-titres présentés dans cette note ont été établis à partir des données trimestrielles connues par les enquêtes-titres. Une utilisation fine de ces données a permis d'exclure des portefeuilles de référence, les OPCVM court terme et les valeurs étrangères et de ne retenir, par conséquent, que les actions, les obligations et les titres d'OPCVM à moyen et long terme, dont les titres d'OPCVM « actions », éligibles au PEA, sont une composante.

STRUCTURE DES ENCOURS DES PORTEFEUILLES-TITRES ET DES PEA BANCAIRES						
	Portefeuilles-titres			PEA bancaires ^(a)		
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993
Actions.....	37,1	22,4	23,1	46,2	28,7	31,4
Obligations	37,6	35,7			39,7	30,8
Titres d'OPCVM à moyen et long terme ^(b)	62,9	40,0	41,2	53,8	31,6	37,8
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Cf. « Composition des PEA bancaire: » en millions de francs, paragraphe 1.1
 (b) Titres d'OPCVM « actions » pour les PEA bancaire:

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

Mise à jour le 29 mars 1994

En structure, dès l'origine du PEA, la part des titres d'OPCVM (à moyen et à long terme pour les portefeuilles titres et « actions » pour les PEA) a été plus importante que celle des actions dans les portefeuilles-titres et dans les PEA (41,2 % et 37,8 %, contre 23,1 % et 31,4 % à fin décembre 1993).

*Pour un sous-échantillon de banques participant à l'enquête*¹, on a comparé aux encours des PEA, les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions »). On a alors observé que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 9 points pour les deux derniers trimestres de 1993).

Par ailleurs, si l'on élimine la composante « obligations » des PEA et des portefeuilles-titres pour ne retenir que les produits de type « actions », on remarque que la part des titres d'OPCVM « actions » et celle des actions est pratiquement inversée dans le PEA et dans les portefeuilles-titres (la part des titres d'OPCVM « actions » étant prépondérante dans les PEA, environ 57 %).

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES (Sous-échantillon)						
	en millions de francs			en pourcentage		
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993
Actions.....	210 030	218 671	240 269	63,4	27,1	28,3
Obligations		443 847	446 782		55,1	52,6
Titres d'OPCVM « actions ».....	121 138	143 785	162 624	36,6	17,8	19,1
TOTAL	331 168	806 303	849 675	100,0	100,0	100,0

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

Mise à jour le 29 mars 1994

ENCOURS ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES (Sous-échantillon)						
	Encours en millions de francs			Structure des encours en pourcentage		
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993
Actions.....	19 016	26 470	36 242	42,0	26,7	29,7
Obligations émises par l'État.....		38 853	37 466		39,2	30,7
Titres d'OPCVM « actions ».....	26 222	33 708	48 382	58,0	34,1	39,6
TOTAL	45 238	99 031	122 090	100,0	100,0	100,0

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

Mise à jour le 29 mars 1994

Il ressort du tableau précédent qu'à fin décembre 1993, la part des OPCVM « actions » l'emporte sur celle des autres titres au sein des dossiers PEA (39,6 %, contre 30,7 % pour les obligations et 29,7 % pour les actions détenues en direct). Les obligations d'État qui occupaient la première place au troisième trimestre montrent un encours en diminution et perdent 8,5 points de détention, au profit des OPCVM « actions » (+ 5,5 points) et des actions (+ 3 points).

¹ Établissements fournissant une décomposition plus fine de leur portefeuille-titres et gérant dans l'enquête PEA environ 69 % des encours d'actions françaises, 77 % des encours de titres d'OPCVM à moyen et long terme et 73 % des obligations françaises détenues par les ménages

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES			
	<i>(en pourcentage)</i>		
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993
Actions.....	9,1	12,1	15,1
Obligations		8,8	8,4
Titres d'OPCVM « actions »	21,6	23,4	29,8
TOTAL	13,7	12,3	14,4
Total des portefeuilles(a)	2,9	5,7	6,9

(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères

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

Mise à jour le 29 mars 1994

À la fin de l'année 1993, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 7 % des portefeuilles-titres contre 3 % seulement à la fin de l'année précédente.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été dès l'origine plus grande pour les titres d'OPCVM « actions » que pour les actions gérées en direct. Cet écart atteint presque 15 points au 31 décembre 1993, contre 11,3 points au trimestre précédent et 12,5 points un an auparavant.

L'importance relative des obligations gérées dans le cadre du PEA s'est légèrement réduite au dernier trimestre de l'année 1993 (- 1,9 milliard de francs correspondant à - 0,4 %), en raison des arbitrages qui ont dû être effectués en faveur d'actions de sociétés privatisées.

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

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN					
	Compte-titres moyen			PEA moyen	
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993	Décembre 1992	Septembre 1993
Actions.....	20 346	22 132	23 078	12 531	15 192
Titres d'OPCVM	84 829	86 904	81 265	14 595	16 768
Obligations et valeurs étrangères.....	37 565	43 245 (a)	41 594 (a)		21 073
TOTAL.....	142 740	152 281	145 938	27 126	53 033
(a) dont valeurs étrangères :	– Septembre 1993 : 6 143 – Décembre 1993 : 5 814				

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

Mise à jour le 29 mars 1994

Au 31 décembre 1993, on dénombrait 15 909 235 comptes-titres, dont 2 740 982 PEA, soit 17,2 % du total.

Selon l'enquête, un peu plus de 540 000 PEA ont été ouverts au cours de l'année 1993, dont près de 40 % au cours du quatrième trimestre. Les mesures gouvernementales incitant les ménages à réinvestir le produit des cessions de SICAV monétaires dans un PEA ont donc eu un fort impact.

La comparaison entre le montant moyen d'un PEA et celui d'un compte-titres n'incluant que les valeurs éligibles au PEA (actions, OPCVM « actions », obligations) n'est pas réalisable actuellement. L'information sur le nombre de comptes-titres dans l'enquête n'est, en effet, disponible que pour la totalité du portefeuille de valeurs mobilières des ménages. On ne peut comparer le PEA moyen qu'à la valeur du compte-titres moyen de l'enquête, qui inclut des valeurs non éligibles au PEA.

C'est ainsi que le montant moyen d'un PEA représentait à fin décembre 1993 près de 42 % de celui des comptes-titres (respectivement 60 815 francs, contre 145 938 francs). En réalité, il existe de grandes disparités de ce point de vue selon la catégorie socioprofessionnelle des ménages et, comme on le voit dans la seconde partie de la note, selon les catégories d'établissements dépositaires.

L'importance du compte-titres moyen s'est accrue de 2,2 % au cours de l'année 1993 alors que celle du PEA moyen progressait de 124,2 %. Hors obligations, la progression du PEA moyen atteint 55 % sur l'année et 31,6 % au quatrième trimestre 1993.

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

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

Le tableau ci-après montre que la part des obligations d'État dans la composition des PEA des trois groupes d'établissements (30 % environ à fin décembre 1993) a diminué de manière significative au cours du dernier trimestre, ces titres ayant notamment servi, comme le prévoyait la loi, au paiement des actions des sociétés privatisées. Chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, la part relative des obligations a perdu 12 points au bénéfice des autres titres, à part sensiblement égale. Chez les deux autres groupes qui ont perdu plus de 8 points chacun, le transfert s'est fait principalement au profit des titres d'OPCVM « actions » (+ 7 points chez les « autres établissements » et + 5 points chez les trois grandes banques).

**COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES
PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS**

(en millions de francs et en pourcentage)

	Décembre 1992		Septembre 1993		Décembre 1993	
	en millions de francs	en pourcentage	en millions de francs	en pourcentage	en millions de francs	en pourcentage
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE						
Actions.....	2 488	89,5	3 903	51,9	5 646	58,1
Obligations émises par l'État.....			3 201	42,6	2 971	30,6
OPCVM « actions ».....	292	10,5	414	5,5	1 098	11,3
TOTAL.....	2 780	100,0	7 518	100,0	9 715	100,0
Nombre de PEA.....	15 844		25 620		31 204	
LES TROIS GRANDES BANQUES						
Actions.....	10 038	42,7	13 916	25,8	18 869	29,2
Obligations émises par l'État.....			21 812	40,4	20 646	32,0
OPCVM « actions ».....	13 460	57,3	18 209	33,8	25 002	38,8
TOTAL.....	23 498	100,0	53 937	100,0	64 517	100,0
Nombre de PEA.....	706 392		801 061		867 199	
AUTRES ÉTABLISSEMENTS						
Actions.....	15 050	45,0	20 580	28,4	27 883	30,2
Obligations émises par l'État.....			28 253	38,9	27 760	30,0
OPCVM « actions ».....	18 366	55,0	23 761	32,7	36 819	39,8
TOTAL.....	33 416	100,0	72 594	100,0	92 462	100,0
Nombre de PEA.....	1 478 363		1 700 978		1 842 579	

Source : Organismes divers

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 29 mars 1994

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Décembre 1993/ Septembre 1993	Décembre 1993/ Décembre 1992
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions.....	44,7	126,9
Obligations émises par l'État.....	- 7,2	-
OPCVM « actions ».....	165,2	276,0
TOTAL.....	29,2	249,5
Nombre de PEA.....	21,8	96,9
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions.....	35,6	88,0
Obligations émises par l'État.....	- 5,3	-
OPCVM « actions ».....	37,3	85,8
TOTAL.....	19,6	174,6
Nombre de PEA.....	8,3	22,8
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions.....	35,5	85,3
Obligations émises par l'État.....	- 1,7	-
OPCVM « actions ».....	55,0	100,5
TOTAL.....	27,4	176,7
Nombre de PEA.....	8,3	24,6
Source : Organismes divers		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 29 mars 1994

La progression des PEA, qui avait été exceptionnelle au cours du troisième trimestre dans les trois groupes d'établissements en raison du placement du grand emprunt d'État (de + 70 % à + 80 % environ), a été également très forte au quatrième trimestre 1993 sous l'effet des mesures prises par le Gouvernement durant l'été. Les banques d'affaires gérant des montants relativement faibles par rapport aux deux autres catégories d'établissements ont obtenu les meilleurs résultats (+ 29 %) alors que les deux autres groupes enregistraient des progressions de l'ordre de 27 % pour les « autres établissements » et de 20 % pour les trois grandes banques.

L'augmentation du nombre de PEA a été plus importante chez les banques d'affaires (+ 21,8 %) que chez les deux autres groupes d'établissements (+ 8,3 %). Il apparaît donc que le dispositif du PEA a été largement utilisé par la clientèle la plus aisée pour y transférer et y gérer la composante actions des portefeuilles.

Néanmoins, compte tenu de leur poids prédominant, les « autres établissements » ont ouvert au quatrième trimestre 141 601 PEA, contre 66 138 pour les trois grandes banques et 5 584 pour les banques d'affaires et sociétés de bourse, ce qui représente respectivement 39 %, 41 % et 36 % des PEA ouverts dans l'année dans chaque catégorie d'établissements.

La structure du nombre de comptes-PEA par groupes d'établissements est restée stable (1 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 32 % pour les trois grandes banques et 67 % pour les autres établissements). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent (25 % de l'ensemble), les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert plus de PEA que les autres réseaux.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT			
	Décembre 1992	Septembre 1993	Décembre 1993 (en pourcentage)
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE			
Actions.....	7,8	11,3	15,2
Obligations		38,2	34,1
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	0,8	0,9	2,2
TOTAL.....	4,0	8,5	10,1
Total des portefeuilles (a).....	2,2	5,7	7,1
LES TROIS GRANDES BANQUES			
Actions.....	9,3	11,2	13,0
Obligations		12,2	11,3
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	7,5	8,4	10,9
TOTAL.....	8,2	10,4	11,6
Total des portefeuilles (a).....	3,5	7,2	8,4
AUTRES ÉTABLISSEMENTS			
Actions.....	9,8	11,8	15,1
Obligations		7,6	7,4
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	6,6	7,1	9,8
TOTAL.....	7,7	8,2	9,9
Total des portefeuilles (a).....	2,6	5,1	6,5
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères			
Source : Organismes divers			
Réalisation : Banque de France			
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : + 33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 29 mars 1994

En décembre 1992, la pénétration des PEA était sensiblement de même importance chez les trois grandes banques et chez les autres établissements (de l'ordre de 8 %), et nettement inférieure chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse (4 %).

À fin décembre 1993, l'écart s'était considérablement réduit, les PEA représentant 11,6 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM à moyen et long terme dans les trois grandes

banques, 9,9 % dans les « autres établissements » et 10,1 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentaient, à fin décembre 1993, 8,4 % pour les trois grandes banques, 7,1 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse et 6,5 % pour les « autres établissements ».

2.3. Comparaison de la valeur du compte-titres moyen et du PEA moyen selon le type d'établissement dépositaire¹

À fin décembre 1993, la valeur moyenne du PEA était d'environ 41 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 41,5 % dans les « autres établissements » et 39,0 % dans les trois grandes banques.

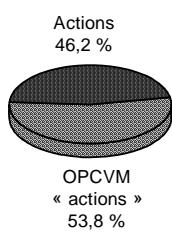
Les PEA gérés par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisaient par une forte proportion d'actions (58 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » représentaient environ 40 % du PEA moyen des trois grandes banques et des « autres établissements ».

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

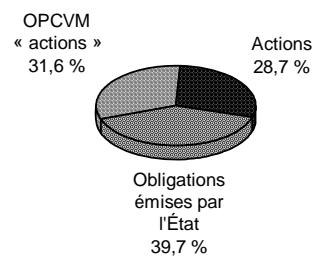
ANNEXE 1

ÉVOLUTION DE LA RÉPARTITION DU PEA

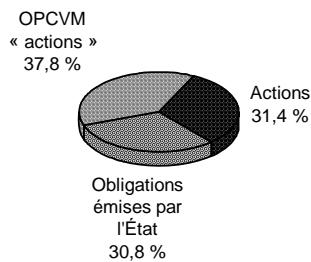
DÉCEMBRE 1992



SEPTEMBRE 1993



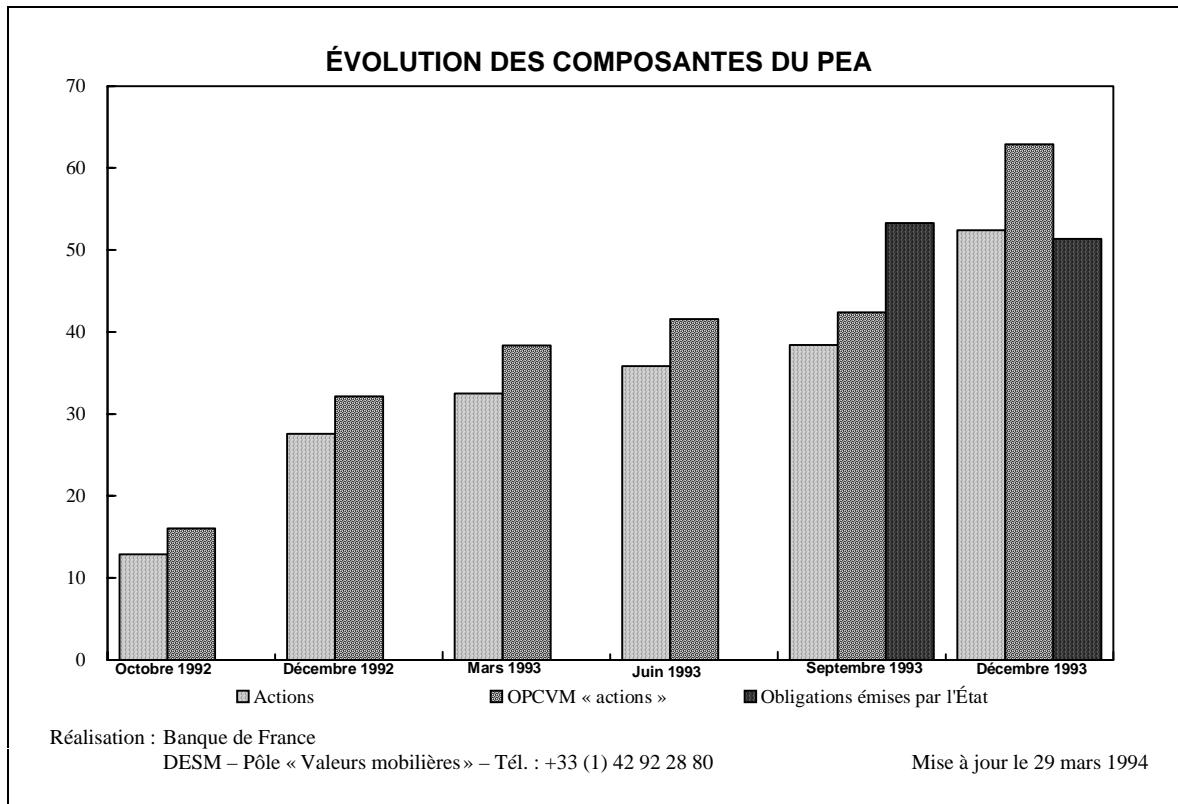
DÉCEMBRE 1993



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

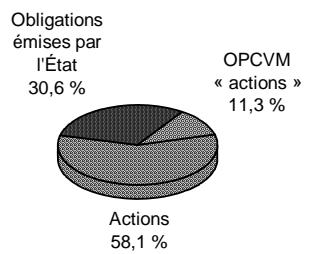
Mise à jour le 29 mars 1994

ANNEXE 2

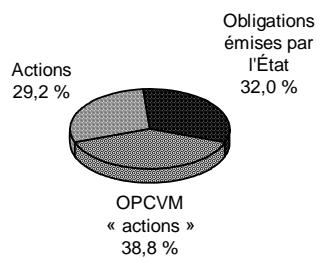


ANNEXE 3

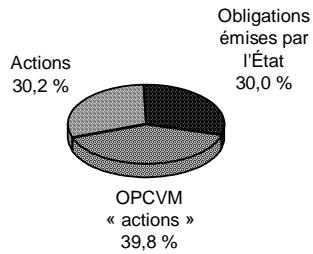
RÉPARTITION DU PEA À FIN DÉCEMBRE 1993

BANQUES D'AFFAIRES OU DE
PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE

LES TROIS GRANDES BANQUES



AUTRES ÉTABLISSEMENTS



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

Mise à jour le 29 mars 1994

E

N

Q

U

Ê

T

E

S

ENQUÊTE SUR LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES EN 1993

L'enquête sur le comportement des entreprises en 1993 a été menée par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France auprès de 7 024 firmes des secteurs de l'industrie et du bâtiment-génie civil. Collectées dès le début de l'année, sans attendre l'arrêté des comptes de l'exercice, les données recueillies comportent une large part d'évaluation : elles doivent donc être interprétées avec prudence, notamment en ce qui concerne l'investissement et l'excédent brut d'exploitation. Les chefs d'entreprise interrogés ont également fait part de leurs intentions d'investissement pour 1994 et de l'influence qu'exerçaient sur leur choix les perspectives d'évolution de la demande, leur niveau d'endettement ainsi que le niveau des taux d'intérêt. Les résultats de cette enquête sont résumés dans ce document.

SYLVIE CARAT
*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

Vue d'ensemble

Les entreprises industrielles (cf. tableau ci-après)

Le *chiffre d'affaires* des entreprises interrogées a fléchi de près de 5 % en 1993, chiffre très proche de l'évolution en volume de la production industrielle. Le recul a été particulièrement marqué dans l'automobile et le matériel de transport terrestre (- 8 %) ainsi que dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels (- 7 % dans chaque cas). L'effritement a été limité dans les biens de consommation (- 2 % environ) et la stabilité a prévalu dans les industries agro-alimentaires. Par ailleurs, la baisse a été d'autant plus marquée que la taille de l'entreprise était importante (- 6 % pour les grandes entreprises — de plus de 500 salariés —, contre - 4 % pour les moyennes et - 3 % pour les petites — moins de 100 salariés —).

Les *exportations* ont également diminué de 5 %, chiffre comparable à celui issu des comptes nationaux. Leur contraction a surtout été sensible dans les biens d'équipement professionnels et dans l'automobile et les transports terrestres (- 9 %), ainsi que dans les biens de consommation (- 6 %) ; elle a été modérée dans les biens intermédiaires (- 2 %). Une nette progression a été enregistrée dans les industries agro-alimentaires (+ 5 %).

Les entreprises de moins de 100 salariés ont réalisé des progrès sur les marchés étrangers, leurs exportations s'inscrivant globalement en hausse de 1 %, mais 11 % dans les industries agro-alimentaires et 13 % dans les biens intermédiaires. À l'inverse, les exportations ont fléchi de 4 % pour les moyennes entreprises et de 7 % pour les grandes.

Les *effectifs* se sont réduits de 4,5 %. Le recul le plus fort a été observé dans les biens d'équipement professionnels (- 8 %), alors qu'il était limité dans les industries agro-alimentaires (- 1,6 %). La réduction des effectifs a été d'autant plus élevée que la taille des entreprises était importante.

L'*excédent brut d'exploitation* s'est de nouveau dégradé (- 17 %), fortement dans l'automobile et le matériel de transport terrestre (- 33 %), dans les biens d'équipement professionnels (- 28 %) et dans les biens intermédiaires (- 21 %). Une quasi-stabilité a prévalu dans les industries agro-alimentaires (- 1,5 %).

Ce mouvement était, là encore, fortement corrélé avec la taille des entreprises (- 23 % pour les grandes entreprises, contre - 12 % pour les moyennes et - 10 % pour les petites).

Les *investissements* ont enregistré une nouvelle baisse en valeur (- 16 %), chiffre identique à celui issu de l'enquête INSEE sur l'investissement. Cette détérioration a affecté toutes les entreprises quelles que soient leur taille et leur activité.

En 1994, en revanche, l'investissement devrait se redresser (de l'ordre de 4 %), une reprise nette étant attendue dans l'automobile et le matériel de transport terrestre et, dans une moindre mesure, dans les biens de consommation.

Plus d'un tiers des entreprises interrogées considèrent que la demande exerce une incidence négative sur leur projet ; un quart estiment que le niveau de l'endettement a une influence défavorable sur leurs dépenses d'équipement et seulement 7 % affirment que les taux d'intérêt constituent un frein.

Les entreprises du bâtiment-génie civil (cf. tableau ci-après)

La production a reculé de 5 % en 1993, après une baisse de 3 % en 1992. Les effectifs se sont à nouveau contractés (– 4,2 % en 1993, après – 2,8 % en 1992).

Les dépenses d'investissement ont nettement chuté en 1993 (– 24 %, après – 15 % en 1992), de façon relativement uniforme selon la taille ou le secteur d'activité des entreprises.

En 1994, un recul limité de l'investissement est envisagé, sauf dans le gros œuvre du bâtiment, où l'on s'attend à une reprise.

L'excédent brut d'exploitation a diminué de 19 % en 1993 (– 7 % en 1992).

1. Les entreprises industrielles

INDUSTRIE ventilation des résultats aux niveaux 40 et 15 de la nomenclature						
(Variation en pourcentage entre 1992 et 1993)						
Secteurs	Ventes	Exporta-tions	Effectifs	Investis-ments	Prévision d'investis- sement	Excédent brut d'exploita-tion
T 02 Industrie de la viande et du lait	- 1	9	0	- 25	3	2
T 03 Autres industries agricoles et alimentaires	2	3	- 3	- 15	- 4	- 3
U 02 Industries agro-alimentaires (IAA)	0	5	- 2	- 18	- 2	- 2
T 07 Minéraux et métaux ferreux	- 12	- 7	- 3	- 25	- 16	- 53
T 08 Minéraux, métaux non ferreux	- 8	- 6	- 5	- 5	- 11	- 96
T 09 Matériaux de construction	- 5	- 6	- 5	- 19	- 14	- 10
T 10 Industrie du verre	- 6	- 1	- 4	- 4	19	- 23
T 11 Chimie de base	- 6	1	- 4	- 23	- 6	- 17
T 13 Fonderie et travail des métaux	- 7	- 2	- 4	- 21	2	- 22
T 21 Papier et carton	- 7	- 8	- 8	- 6	5	- 23
T 23 Caoutchouc et matières plastiques	- 5	- 3	- 4	- 20	- 7	- 20
U 04 Biens intermédiaires (BI)	- 7	- 2	- 4	- 16	- 5	- 21
T 14 Construction mécanique	- 6	- 7	- 5	- 26	7	- 11
T 15 Construction électrique et électronique	- 7	- 9	- 11	- 7	0	- 25
T 17 Construction navale et aéronautique	- 12	- 12	- 4	- 45	- 11	- 99
U 05 Biens d'équipement professionnels et ménagers (BEPM)	- 8	- 9	- 8	- 16	1	- 28
U 05 Automobiles et autres matériels de transport terrestre (ATT)	- 8	9	- 5	- 19	28	- 33
T 12 Parachimie et pharmacie	1	- 3	- 1	- 11	16	- 5
T 18 Textile et habillement	- 6	- 10	- 5	- 25	- 3	- 15
T 19 Cuir et chaussure	- 7	- 7	- 6	8	- 12	- 11
T 20 Bois et ameublement ; industries diverses	- 2	- 5	- 3	- 21	- 7	- 3
T 22 Imprimerie, presse, édition	0	1	- 2	1	28	- 3
U 06 Biens de consommation	- 2	- 6	- 3	- 12	12	- 7
INDUSTRIE	- 5	- 5	- 4,5	- 16	4	- 17

1.1. Évolution comparée du chiffre d'affaires et des exportations

SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						ENSEMBLE DES ENTREPRISES			
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS					
	CHIFFRES D'AFFAIRES HORS TAXES									
1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993			
IAA.....	4	- 1	5	0	6	2	5	0		
BI.....	- 1	- 6	- 3	- 8	- 4	- 7	- 3	- 7		
BEPM.....	- 2	- 2	- 3	- 8	- 2	- 9	- 2	- 8		
ATT.....	- 16	- 6	7	- 10	4	- 8	3	- 8		
BC.....	1	- 3	0	- 1	4	- 1	2	- 2		
INDUSTRIE	0	- 3	0	- 4	1	- 6	1	- 5		
SECTEURS	EXPORTATIONS									
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993		
IAA.....	0	11	8	- 1	1	3	3	5		
BI.....	- 5	13	- 2	- 6	- 2	- 5	- 3	- 2		
BEPM.....	2	- 2	0	- 6	3	- 11	2	- 9		
ATT.....	2	- 30	1	- 18	7	- 8	7	- 9		
BC.....	0	- 9	4	- 2	7	- 5	4	- 6		
INDUSTRIE	- 1	1	1	- 4	3	- 7	2	- 5		

1.1.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

Le chiffre d'affaires global, qui avait très légèrement progressé en 1992 (+ 1 %), a diminué de 5 % en 1993. Le recul a été d'autant plus marqué que la taille de l'entreprise était importante : – 6 % pour les entreprises de plus de 500 salariés, – 4 % pour les entreprises dont les effectifs sont compris entre 100 et 500 salariés et – 3 % pour les entreprises de moins de 100 salariés.

Les exportations ont suivi, globalement, une évolution parallèle : – 5 % pour l'ensemble de l'industrie, après + 2 % en 1992. Les petites unités de moins de 100 salariés ont toutefois enregistré quelques progrès (+ 1 %), alors que les ventes à l'étranger reculaient de 4 % pour les entreprises de taille moyenne et de 7 % pour les grandes.

1.1.2. Évolution par secteur d'activité

Industries agro-alimentaires (IAA)

Le chiffre d'affaires s'est, dans l'ensemble, stabilisé. Il a augmenté de 2 % dans les grandes entreprises, est demeuré inchangé dans les moyennes et a diminué de 1 % dans les petites.

Les exportations ont continué de progresser (+ 5 %, après + 3 % en 1992). Les performances les meilleures ont été enregistrées dans les petites unités (+ 11 %), ainsi que dans les industries de la viande et du lait (+ 9 %).

Biens intermédiaires (BI)

Le chiffre d'affaires a de nouveau fléchi (– 7 %, après – 3 %). Le recul a concerné indifféremment l'ensemble des entreprises, quel que soit la taille ou le secteur d'activité, à l'exception des minerais et des métaux ferreux et non ferreux, où la baisse a été légèrement supérieure à la moyenne.

Les exportations ont également baissé (– 2 %, après – 3 %). Ce repli a été le fait des entreprises de taille moyenne (– 6 %) et grande (– 5 %), alors que de nets progrès étaient enregistrés dans les petites (+ 13 %). La contraction des ventes à l'étranger a touché tous les secteurs d'activité, à l'exception de la chimie de base (+ 1 %). Elle a été, toutefois, limitée dans l'industrie du verre, le travail des métaux ainsi que le caoutchouc et les matières plastiques.

Biens d'équipement professionnels et ménagers (BEPM)

Le recul du chiffre d'affaires s'est accentué (– 8 %, après – 2 % en 1992). La dégradation a été plus marquée pour les moyennes et grandes entreprises (respectivement – 8 % et – 9 %) que pour les petites (– 2 % comme l'année précédente). Elle a été sensible dans la construction navale et aéronautique.

Les exportations, qui avaient progressé en 1992, ont connu une évolution parallèle à celle du chiffre d'affaires (– 9 %, après + 2 %). Là encore, le recul a surtout été le fait des grandes entreprises (– 11 %, contre – 6 % pour les moyennes et – 2 % pour les petites).

Automobiles et autres matériels de transport terrestre (ATT)

Les ventes, qui s'étaient redressées en 1992, ont nettement reculé (– 8 %, après + 3 %), de façon indifférenciée selon la taille des entreprises. La baisse a été particulièrement nette pour les véhicules utilitaires, alors qu'une forte progression était enregistrée dans le matériel ferroviaire roulant.

Les exportations ont enregistré un recul encore plus marqué (– 9 %, après + 7 %). Les résultats les plus mauvais ont été enregistrés dans les unités petites et moyennes (respectivement – 30 % et – 18 %, contre – 8 % chez les grandes) et pour les véhicules utilitaires. Une très faible progression des ventes à l'étranger a été observée dans le matériel ferroviaire roulant.

Biens de consommation (BC)

Le chiffre d'affaires, en hausse de 2 % en 1992, a diminué globalement de 2 %, le recul étant plus net dans le textile et l'habillement (- 6 %) ainsi que dans le cuir et la chaussure (- 7 %). La stabilité a prévalu dans l'imprimerie et la presse et une très faible progression (+ 1 %) a été notée dans la parachimie et la pharmacie.

Dans ce secteur, le repli des exportations a été plus marqué encore (- 6 %, après + 4 %). Ce sont les entreprises de taille moyenne qui ont enregistré les moins mauvais résultats (- 2 %, contre - 9 % pour les petites et - 5 % pour les grandes). Les ventes à l'étranger ont sensiblement chuté dans le textile et l'habillement.

1.2. Évolution des effectifs

SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						(variation en pourcentage)	
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS		ENSEMBLE DES ENTREPRISES	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
IAA.....	2,5	0,5	0,2	- 2,1	- 1,7	- 2,8	0,2	- 1,6
BI.....	- 2,0	- 2,1	- 2,1	- 5,0	- 3,8	- 5,3	- 2,7	- 4,1
BEPM.....	- 1,5	- 3,1	- 4,3	- 6,1	- 5,6	- 10,7	- 4,2	- 7,6
ATT.....	- 3,6	- 4,6	- 0,7	- 7,5	- 3,4	- 4,2	- 3,1	- 4,6
BC.....	- 2,0	- 2,5	- 3,0	- 3,7	- 3,2	- 3,8	- 2,6	- 3,2
INDUSTRIE	- 1,5	- 2,3	- 2,6	- 4,6	- 4,0	- 6,3	- 2,8	- 4,5

1.2.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

Les effectifs employés dans l'industrie ont continué de flétrir (- 4,5 % en 1993, après - 2,8 % en 1992). La baisse a été d'autant plus marquée que la taille des entreprises était importante.

1.2.2. Évolution par secteur d'activité

Les suppressions d'emplois ont affecté tous les secteurs industriels.

Industries agro-alimentaires

L'emploi, stable dans les petites unités, a reculé dans les moyennes et les grandes. Le recul a concerné toutes les branches à l'exception de l'industrie de la viande et du lait, où les effectifs n'ont pratiquement pas varié.

Biens intermédiaires

Le recul général de l'emploi (- 4 %) a été plus marqué dans les entreprises de tailles moyenne et grande (respectivement - 5 % et - 5,3 %, contre - 2,1 % pour les petites).

Il a touché indifféremment toutes les branches du secteur.

Biens d'équipement professionnels et ménagers

Le recul des effectifs a été important (- 7,6 %, contre - 4,2 %), particulièrement dans les grandes entreprises (- 10,7 %, contre - 6,1 % pour les moyennes et - 3,1 % pour les petites). Il a été également plus marqué dans la construction électrique et électronique (- 11 %).

Automobiles et autres matériels de transport terrestre

Les réductions d'effectifs (−4,6 %, après −3,1 %) ont été plus fortes dans les entreprises de taille moyenne (−7,5 %) que dans les petites (−4,6 %) et les grandes (−4,2 %). Elles ont touché l'ensemble des branches du secteur de façon identique.

Biens de consommation

Le fléchissement des effectifs s'est poursuivi (−3,2 %, après −2,6 %), affectant davantage les entreprises de tailles moyenne et grande (−3,7 % et −3,8 %) que les petites (−2,5 %).

Il a été moins marqué, toutefois, dans la parachimie et la pharmacie (−1 %).

1.3. Évolution des dépenses d'investissement

INVESTISSEMENTS PHYSIQUES								
SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						(variation en pourcentage)	
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS		ENSEMBLE DES ENTREPRISES	
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
IAA.....	- 19	- 16	- 7	- 18	- 5	- 20	- 10	- 18
BI.....	2	- 9	- 6	- 16	- 14	- 20	- 8	- 16
BEPM.....	5	- 27	- 16	- 15	- 17	- 14	- 13	- 16
ATT.....	- 2	- 1	- 14	- 16	- 2	- 19	- 2	- 19
BC.....	- 5	- 9	- 13	- 16	- 19	- 12	- 11	- 12
INDUSTRIE.....	- 4	- 12	- 10	- 16	- 12	- 18	- 9	- 16
(a) 1994 : prévisions								

1.3.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

Les investissements des entreprises de l'échantillon réalisés soit par acquisition d'immobilisations corporelles, soit dans le cadre de contrats de crédit-bail, ont accusé un nouveau recul en 1993 (−16 % en valeur, après −9 % en 1992 et 1991).

Comme en 1992, le recul de l'investissement a été d'autant plus accentué que la taille de l'entreprise était importante. Il a concerné, de façon identique, les différents secteurs.

Les prévisions relatives à 1994 font état d'une reprise de l'investissement (+4 %), sous l'influence du dynamisme des entreprises de plus de 100 salariés (+6 %, contre −2 % pour les petites).

1.3.2. Évolution par secteur d'activité

Industries agro-alimentaires

Les investissements ont nettement fléchi (−18 %, après −10 % en 1992), notamment dans l'industrie de la viande et du lait.

Le mouvement de baisse se réduirait fortement en 1994 (−2 %), une reprise de l'investissement étant même attendue dans l'industrie de la viande et du lait.

Biens intermédiaires

Le recul de l'investissement s'est aggravé (−16 %, après −8 % en 1992), surtout dans les entreprises de tailles moyenne et grande (−16 % et −20 %, contre −9 % pour les petites).

Il a été, en outre, limité dans le minerai et les métaux non ferreux, l'industrie du verre et le papier-carton.

Une légère baisse est encore attendue pour 1994 (- 5 %), mais elle recouvre une reprise, sensible dans l'industrie du verre, mais plus modérée dans le papier-carton et le travail des métaux.

Biens d'équipement professionnels et ménagers

La baisse des investissements (- 16 %) a été particulièrement forte pour les petites entreprises (- 27 %). Le secteur le plus touché a été la construction navale et aéronautique. Une stabilisation de l'ensemble de l'investissement est attendue pour 1994, avec un recul persistant dans la construction navale et aéronautique et une reprise dans la construction mécanique.

Automobiles et autres matériels de transport terrestre

Le recul de l'investissement (- 19 %) a été particulièrement fort dans le secteur des véhicules utilitaires (- 49 %), ainsi que dans le matériel ferroviaire roulant (- 27 %).

La forte reprise attendue en 1994 concerne particulièrement la construction de véhicules utilitaires.

Biens de consommation

La baisse globale de l'investissement (- 12 %) est la résultante d'évolutions sectorielles assez contrastées : recul important dans le textile et l'habillement, le bois et l'ameublement, ainsi que la parachimie ; stabilité dans l'imprimerie, la presse et l'édition ; enfin, progression dans la pharmacie.

Une nette reprise de l'investissement est attendue pour 1994, notamment dans l'édition, la pharmacie et la parachimie.

1.4. Facteurs influençant les projets d'investissement en 1994

Comme les années précédentes, il a été demandé aux entreprises participant à l'enquête d'indiquer si leurs projets d'investissement pour 1994 étaient ou non influencés par certains facteurs (niveau des taux d'intérêt ou de l'endettement, perspectives de demande), en précisant si l'incidence de chacun d'eux était nulle, favorable ou défavorable.

1.4.1. Contrairement aux opinions exprimées les années précédentes, le niveau des taux d'intérêt ne constitue plus un obstacle majeur à l'investissement

Seulement 7 % des entreprises estiment que les taux d'intérêt ont une incidence défavorable sur leurs projets d'investissement pour 1994 (contre près de la moitié il y a un an et un tiers les deux années précédentes) ; 36 % au contraire évoquent une incidence favorable.

La distribution des réponses n'est guère affectée par le secteur d'activité ou la taille de l'entreprise, l'incidence positive des taux d'intérêt étant, toutefois, moins citée par les grandes entreprises que l'an passé.

1.4.2. En 1994, les trois quarts des entreprises affirment ne pas subir de contrainte dans leur décision d'investir, liée à leur niveau d'endettement (contre deux tiers seulement il y a un an), ce pourcentage étant légèrement supérieur pour les petites entreprises

L'incidence négative de l'endettement apparaît cependant plus forte pour les grandes entreprises des secteurs des biens intermédiaires, des biens d'équipement professionnels et ménagers et surtout de l'automobile et des matériels de transport terrestre.

1.4.3. Ce sont les perspectives d'évolution de la demande qui continuent de peser le plus fortement sur les décisions d'investissement, de façon toutefois moins marquée qu'en 1993

Près de 35 % des entreprises leur accordent un effet dissuasif (contre 49 % en 1993) et un tiers une incidence nulle.

L'influence restrictive de la demande est un peu plus marquée dans les grandes entreprises et dans les branches des biens intermédiaires et des biens d'équipement. Elle jouerait par contre un rôle plutôt favorable dans les industries agro-alimentaires et dans l'automobile.

INFLUENCE DES FACTEURS SUR LES PROJETS D'INVESTISSEMENT EN 1994 DANS L'INDUSTRIE									
Ventilation par taille d'entreprise									
	Perspectives d'évolution de la demande			Niveau d'endettement			Niveau des taux d'intérêt		
	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable
Moins de 100 salariés..	36	33	31	27	50	23	41	49	10
De 100 à 499 salariés ..	35	32	33	22	57	21	41	53	5
500 salariés et plus.....	27	32	40	15	54	30	29	66	5
Ensemble des entreprises	32	33	35	21	54	25	36	57	7

INFLUENCE DES FACTEURS SUR LES PROJETS D'INVESTISSEMENT EN 1994 DANS L'INDUSTRIE									
Ventilation par secteur									
	Perspectives d'évolution de la demande			Niveau d'endettement			Niveau des taux d'intérêt		
	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable
IAA.....	42	37	21	24	57	19	42	52	6
BI.....	29	32	39	21	50	29	36	56	9
BEPM.....	28	28	44	18	59	23	33	63	4
ATT.....	37	39	24	11	37	52	30	63	7
BC.....	34	35	31	26	54	20	39	54	7
Ensemble des industries	32	33	35	21	54	25	36	57	7

1.5. Évolution de l'excédent brut d'exploitation (EBE)

SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT						(variation en pourcentage)	
	MOINS DE 100 SALARIÉS		DE 100 À 499 SALARIÉS		500 SALARIÉS ET PLUS			
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
IAA.....	- 11	4	- 3	- 5	0	- 2	- 3	- 2
BI.....	- 7	- 16	- 13	- 19	- 16	- 28	- 12	- 21
BEPM.....	- 9	- 9	- 9	- 19	- 8	- 36	- 9	- 27
ATT.....	- 12	13	2	- 16	- 11	- 36	- 11	- 33
BC.....	- 2	- 9	- 5	- 5	- 3	- 5	- 3	- 7
INDUSTRIE	- 7	- 10	- 8	- 12	- 9	- 23	- 8	- 17

1.5.1. Évolution globale et par taille d'entreprise

En 1993, l'excédent brut d'exploitation a enregistré une baisse sensible (– 17 %, après – 8 % en 1992). Cette dégradation a davantage touché les grandes entreprises (– 23 %) que les moyennes (– 12 %), et les petites (– 10 %).

1.5.2. Évolution par secteur d'activité

Les reculs ont été particulièrement nets dans l'automobile et autres matériels de transport (– 33 %), dans les biens d'équipement professionnels et ménagers (– 27 %) et, dans une moindre mesure, dans les biens intermédiaires (– 21 %).

Industries agro-alimentaires

Le recul de l'excédent brut d'exploitation a surtout affecté les entreprises de taille moyenne. Dans les petites unités, l'EBE a, au contraire, légèrement progressé.

Les résultats ont continué de s'améliorer dans l'industrie de la viande mais ont fléchi de façon sensible dans les boissons et les alcools.

Biens intermédiaires

La baisse, générale, a cependant été d'autant plus forte que la taille de l'entreprise était importante.

Les secteurs les plus touchés ont été la production de métaux ferreux et non ferreux puis, dans une moindre mesure, les industries du verre, du papier-carton, du caoutchouc et des matières plastiques.

Biens d'équipement professionnels et ménagers

Le fléchissement de l'excédent brut d'exploitation (– 27 %, après – 9 %) a été particulièrement fort dans les grandes entreprises (– 36 %, contre – 19 % pour les moyennes et – 9 % pour les petites). Il a plus particulièrement affecté la construction aéronautique.

Automobiles et autres matériels de transport terrestre

L'importance du recul de l'excédent brut d'exploitation (– 33 % pour l'ensemble du secteur, après – 11 % en 1992) apparaît fortement corrélée avec la taille des entreprises : la baisse a été, en effet, de 36 % pour les grandes entreprises et de 16 % pour les moyennes ; les petites ont enregistré, quant à elles, une hausse de 13 %. Le fléchissement a été, en outre, plus marqué pour les voitures particulières et les véhicules utilitaires que pour les équipementiers.

Biens de consommation

La dégradation de l'excédent brut d'exploitation a été limitée (– 7 %, après – 3 %) et n'a guère varié avec la taille des entreprises. Les secteurs les plus touchés ont été le textile, l'habillement et l'industrie du cuir.

2. Les entreprises du bâtiment et génie civil (BGC)

	BÂTIMENT ET GÉNIE CIVIL									
	PRODUCTION		EFFECTIFS		INVESTISSEMENTS			EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION		(variation en pourcentage)
	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1994 (a)	1992	1993	
Génie civil	- 5	- 5	- 4	- 4	- 4	- 24	- 8	- 2	- 8	
Gros œuvre du bâtiment.....	- 3	- 7	- 4,2	- 5,8	- 31	- 24	11	3	- 28	
Second œuvre du bâtiment	- 1	- 4	- 1,2	- 3,3	- 15	- 24	- 15	- 13	- 23	
Bâtiment-génie civil.....	- 3	- 5	- 2,8	- 4,2	- 15	- 24	- 6	- 7	- 19	
Entreprises employant :										
– moins de 100 salariés.....	- 2	- 5	- 1,9	- 3,2	- 16	- 25	- 6	- 7	- 24	
– de 100 à 499 salariés	- 2	- 4	- 3,7	- 6,4	- 21	- 25	- 5	- 7	- 11	
– 500 salariés et plus.....	- 4	- 8	- 5,3	- 6,6	- 6	- 17	- 9	- 4	- 9	
(a) 1994 : prévisions										

La production s'est inscrite à nouveau en recul en 1993 (− 5 %, contre − 3 % en 1992). Ce mouvement, qui a affecté tous les secteurs, a été plus marqué dans les grandes entreprises. Les unités de tailles petite et moyenne ont pu maintenir leur production dans le génie civil, alors que les grandes entreprises ont, comme l'année précédente, mieux résisté dans le gros œuvre.

Les effectifs ont diminué à nouveau particulièrement dans les grandes entreprises du génie civil (− 7,3 %) et les moyennes entreprises du gros œuvre du bâtiment (− 9,5 %). L'érosion a été faible pour les petites unités du génie civil (− 1,2 %).

L'excédent brut d'exploitation s'est fortement contracté (− 19 %, contre − 7 % en 1992), particulièrement pour les petites entreprises. Son recul a été limité dans le génie civil.

Les dépenses d'investissement en immobilisations corporelles, acquises ou faisant l'objet de crédit-bail, ont marqué un repli sensible (− 24 %, après − 15 % en 1992) dans toutes les branches d'activité.

En 1994, un recul limité des investissements est attendu pour l'ensemble du bâtiment-génie civil (− 6 %), tandis que les entreprises du gros œuvre du bâtiment envisagent une sensible progression.

Seulement 12 % des entreprises considèrent que le niveau des taux d'intérêt constitue un frein à leur décision d'investir. En revanche, les perspectives de demande continuent de peser sur les projets de 40 % des unités interrogées (contre 52 % lors de la précédente enquête).

	INFLUENCE DES FACTEURS SUR LES PROJETS D'INVESTISSEMENT EN 1994 DANS LE BÂTIMENT ET GÉNIE CIVIL									
	Ventilation par taille et secteur			Niveau d'endettement			Niveau des taux d'intérêt			
	Perspectives d'évolution de la demande	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable	Effet favorable	Effet nul	Effet défavorable
Moins de 100 salariés ..	23	42	34	27	54	20	38	50	12	
De 100 à 499 salariés ..	24	33	43	26	55	19	45	47	8	
500 salariés et plus.....	17	22	61	36	42	22	41	54	5	
Ensemble.....	22	38	40	28	52	20	40	50	10	
Génie civil	19	28	53	34	42	24	41	52	7	
Gros œuvre du bâtiment	26	35	39	22	61	17	36	52	12	
Second œuvre du bâtiment.....	22	46	32	28	54	18	40	49	12	

ANNEXE

Présentation méthodologique de l'enquête

La Banque de France procède en début d'année à une enquête sur le comportement des entreprises. Celle-ci a été menée pour 1993 auprès de 5 565 entreprises industrielles de toutes tailles et appartenant aux cinq grands secteurs (IAA, BI, BEPM, ATT, BC), soit 817 grandes entreprises privées ou publiques du secteur concurrentiel, 1 793 entreprises de taille moyenne et 2 955 de moins de 100 salariés, avec un taux de représentativité en termes d'effectifs de 81 % pour les premières, 41 % pour les deuxièmes et 9 % pour les dernières. Elle a également porté sur un échantillon de 1 459 entreprises du bâtiment-génie civil.

COMPOSITION DE L'ÉCHANTILLON									
SECTEURS	ENTREPRISES EMPLOYANT MOINS DE 100 SALARIÉS			ENTREPRISES EMPLOYANT DE 100 À 499 SALARIÉS			ENTREPRISES EMPLOYANT 500 SALARIÉS ET PLUS		
	Nombre d'entreprises	Effectifs 1993	Taux de couverture	Nombre d'entreprises	Effectifs 1993	Taux de couverture	Nombre d'entreprises	Effectifs 1993	Taux de couverture
IAA.....	330	12 478	10	224	50 450	42	121	143 093	95
BI.....	921	39 975	10	547	127 208	43	228	367 078	80
BEPM.....	586	26 522	9	391	89 333	41	218	423 825	77
ATT.....	57	2 486	9	69	19 067	46	68	262 441	85
BC.....	1 061	47 247	9	562	120 976	38	182	190 918	75
INDUSTRIE.....	2 955	128 708	9	1 793	407 034	41	817	1 387 355	81
BGC.....	1 101	44 399	5	265	50 768	30	93	191 102	92

Le taux de couverture, calculé en rapprochant les effectifs de l'échantillon en 1993 des statistiques établies par l'INSEE sur l'ensemble des entreprises pour 1989 est légèrement sous-estimé du fait des évolutions en glissement observées en 1991, 1992 et 1993 en ce qui concerne les effectifs salariés : -3,1 % en 1991, -3,8 % en 1992 et -4,5 % en 1993 dans l'industrie ; -1,7 % en 1991, -4,6 % en 1992 et -4,3 % en 1993 dans le bâtiment-génie civil.

Les entreprises ont été interrogées sur les éléments suivants :

- effectifs moyens en 1992 et 1993,
- ventes totales hors taxes en 1992 et 1993 (production pour le bâtiment-génie civil),
- ventes à l'exportation en 1992 et 1993,
- investissements (valeur brute des biens acquis et des biens financés par crédit-bail) en 1992 et 1993, prévisions pour 1994,
- investissements immatériels (investissements incorporels, charges relatives à la recherche, à la formation, aux logiciels et au marketing) en 1992 et 1993, prévisions pour 1994,
- excédent brut d'exploitation en 1992 et 1993 (résultat d'exploitation, dotations aux comptes d'amortissements et aux comptes de provisions d'exploitation).

Les entreprises devaient, en outre, indiquer si l'influence de chacun des trois facteurs suivants — perspectives d'évolution de la demande, niveau d'endettement, et niveau des taux d'intérêt — a été favorable, nulle ou défavorable sur les projets d'investissement. Les réponses sont pondérées par les effectifs.

L'échantillon a été stratifié en fonction de la taille des entreprises (moins de 100 salariés, de 100 à 499, 500 et plus) et de leur appartenance à un grand secteur. Les résultats d'ensemble ont été calculés par la méthode du quotient de façon à tenir compte de l'importance relative de chaque strate pour la variable considérée ; ils constituent donc des estimateurs macro-économiques de l'ensemble des entreprises. Enfin des dispositions ont été prises en vue de conserver, d'une année à l'autre, un échantillon d'entreprises aux caractéristiques homogènes.

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 4 104 déclarations
et portant sur la période du 3 au 15 janvier 1994)

Entre début octobre 1993 et début janvier 1994, la baisse du coût moyen du crédit aux entreprises s'est accentuée. Les réductions de taux ont été relativement sensibles pour l'ensemble des catégories de crédit et quelles que soient les tranches de montants considérées.

CORINNE GODIN
*Direction de la Conjoncture
 Service des Synthèses conjoncturelles*

Entre début octobre 1993 et début janvier 1994, la baisse du coût moyen du crédit aux entreprises s'est accentuée. Les réductions ont atteint 0,59 point pour l'escompte, 0,65 point pour les prêts à moyen et long terme, 0,68 point pour les autres crédits à court terme et jusqu'à 0,71 point pour les découverts.

Sur la même période, le taux moyen au jour le jour s'est réduit de 0,58 point, le TIOP à un mois de 0,70 point et celui à trois mois de 0,86 point.

Le taux de base bancaire, quant à lui, est passé de 8,40 % début octobre 1993 à 7,95 % à partir du 5 janvier 1994.

Quelles que soient les tranches de montants considérées, les réductions de taux ont été relativement sensibles pour toutes les catégories. Les baisses les plus marquées ont notamment affecté les prêts d'un montant supérieur à 500 000 francs (0,90 point et 0,78 point respectivement pour les autres court terme et pour les prêts à moyen et long terme entre 500 000 francs et 2 millions de francs ; 0,96 point pour les découverts supérieurs à 10 millions de francs¹), à l'exception de l'escompte compris entre 100 000 francs et 300 000 francs (0,76 point).

Sur un an, soit entre janvier 1993 et janvier 1994, les taux moyens des prêts aux entreprises se sont nettement réduits et ce, de façon plus importante pour les crédits à court terme : entre 3,51 points pour l'escompte et 5,06 points pour les autres court terme.

Les baisses ont été les plus marquées sur les prêts de montants élevés (au-delà de 500 000 francs) : de l'ordre de 3 points.

¹ Le nombre de crédits recensés sous cette rubrique est toutefois assez faible.

Sur la même période, le TBB s'est réduit de 2,05 points, revenant de 10 % début janvier 1993 à 7,95 % début janvier 1994 ; le taux moyen au jour le jour a baissé de 5,44 points, le TIOP à un mois de 6,08 points et celui à trois mois de 5,94 points.

TAUX OBSERVÉS							(en pourcentage)
Catégories de crédit	Par tranche de montant en francs						Ensemble (Taux moyen)
	≤ 100 000	>100 000 et ≤ 300 000	> 300 000 et ≤ 500 000	> 500 000 et ≤ 2 000 000	> 2 000 000 et ≤ 10 000 000	> 10 000 000	
ESCOMPTE							
moyen	11,21	10,65	10,14	9,64	8,79	7,59	8,61
Taux minimum	7,58	7,50	6,71	6,91	6,63	6,63	
maximum	15,54	15,54	15,54	15,15	12,55	9,50	
DÉCOUVERT							
moyen	12,72	11,22	10,26	9,59	8,37	7,53	8,19
Taux minimum	7,70	7,06	6,83	6,75	6,90	6,78	
maximum	16,83	16,83	16,83	14,00	16,50	9,50	
AUTRES							
COURT TERME							
moyen	9,67	10,09	9,62	8,65	7,67	7,00	7,23
Taux minimum	6,52	7,29	6,52	6,68	6,61	6,51	
maximum	14,45	14,15	14,15	12,60	10,85	9,00	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen	9,12	8,83	8,64	8,27	7,71	(a)	8,28
Taux minimum	6,85	6,88	7,24	6,60	6,71	(a)	
maximum	12,40	12,00	12,00	10,24	9,70	(a)	

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

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

SOMMAIRE

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

	Page
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	
Bulletin officiel	
Banque de France	
Adjudications d'obligations assimilables du Trésor	223
Enquête sur le coût du crédit aux entreprises et aux particuliers	226
Taux des appels d'offres	227
Commission bancaire	
Calcul des fonds propres et du ratio de solvabilité	227
Opérations sur instruments financiers à terme de taux d'intérêt	227
Opérations en devises	227
Opérations de cession d'éléments d'actifs ou de titrisation	227
Opérations sur titres	227
Opérations relatives aux plans d'épargne populaire.....	227
Erratum relatif à l'instruction n° 94-02	227
Textes divers concernant la monnaie, l'épargne, le crédit et le change	
Textes législatifs et gouvernementaux	228

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

Bulletin officiel Banque de France

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

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

– en date du 3 mars 1994

Le jeudi 3 mars 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 18 et 20 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard de francs par tranche.

1. OAT 5,50 % AVRIL 2004 DE 2 000 FRANCS

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 mars 1994, soit 100,66 francs par obligation.

2. OAT 6 % OCTOBRE 2025 DE 2 000 FRANCS

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

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 25 mars 1994, soit 49,64 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 jeudi 3 mars 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 4 mars 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
93,46	1 450 000 000	1 450 000 000	93,46
93,44	1 000 000 000	2 450 000 000	93,45
93,42	1 500 000 000	3 950 000 000	93,44
93,40	4 600 000 000	8 550 000 000	93,42
93,38	1 250 000 000	9 800 000 000	93,41
93,36	1 800 000 000	11 600 000 000	93,41
93,34	1 625 000 000	13 225 000 000	93,40
93,34	1 625 000 000	14 850 000 000	93,39
93,32	1 500 000 000	16 350 000 000	93,38
93,30	3 600 000 000	19 950 000 000	93,37
93,28	300 000 000	20 250 000 000	93,37
93,26	450 000 000	20 700 000 000	93,37
93,24	1 150 000 000	21 850 000 000	93,36
93,20	4 300 000 000	26 150 000 000	93,33
93,14	150 000 000	26 300 000 000	93,33
93,12	100 000 000	26 400 000 000	93,33
93,10	800 000 000	27 200 000 000	93,32
93,04	50 000 000	27 250 000 000	93,32
93,00	1 300 000 000	28 550 000 000	93,31
92,98	2 000 000 000	30 550 000 000	93,29
92,96	2 000 000 000	32 550 000 000	93,27
92,94	1 050 000 000	33 600 000 000	93,26
92,90	300 000 000	33 900 000 000	93,25
Prix limite retenu : 93,34 % (taux de rendement : 6,42 %) Demandes servies à ce prix limite : 50,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 93,40 % (taux de rendement : 6,41 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 3 février 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	13 560	13 225	- 335
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	5,74	6,42	0,68
– au prix moyen pondéré	5,74	6,41	0,67

OAT 6 % OCTOBRE 2025			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
88,52	100 000 000	100 000 000	88,52
88,50	300 000 000	400 000 000	88,51
88,48	200 000 000	600 000 000	88,50
88,46	500 000 000	1 100 000 000	88,48
88,44	600 000 000	1 700 000 000	88,47
88,42	200 000 000	1 900 000 000	88,46
88,40	2 000 000 000	3 900 000 000	88,43
88,38	250 000 000	4 150 000 000	88,43
88,36	300 000 000	4 450 000 000	88,42
88,34	450 000 000	4 900 000 000	88,41
88,30	1 550 000 000	6 450 000 000	88,39
88,28	50 000 000	6 500 000 000	88,39
88,26	100 000 000	6 600 000 000	88,38
88,24	150 000 000	6 750 000 000	88,38
88,20	500 000 000	7 250 000 000	88,37
88,16	50 000 000	7 300 000 000	88,37
88,12	150 000 000	7 450 000 000	88,36
88,10	300 000 000	7 750 000 000	88,35
88,00	600 000 000	8 350 000 000	88,33
87,98	500 000 000	8 850 000 000	88,31
87,96	550 000 000	9 400 000 000	88,29
87,94	500 000 000	9 900 000 000	88,27
87,90	500 000 000	10 400 000 000	88,25
87,80	600 000 000	11 000 000 000	88,23
87,70	100 000 000	11 100 000 000	88,22
87,60	500 000 000	11 600 000 000	88,20
Prix limite retenu : 88,34 % (taux de rendement : 6,91 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 88,41 % (taux de rendement : 6,91 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 3 février 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	6 800	4 900	- 1 900
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage) – au prix limite retenu	6,35	6,91	0,56
– au prix moyen pondéré.....	6,35	6,91	0,56

– Résultat global de l'adjudication du 3 mars 1994

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT du 3 mars 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives avant la séance à concurrence de 193 millions de francs.

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 18 125 millions de francs.

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 21 029 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % avril 2004	13 225	73	1 965	15 263
OAT 6 % octobre 2025	4 900	120	746	5 766
TOTAL	18 125	2 904		21 029
Source et réalisation :	Banque de France SATGTCN – Tél. : + 33 (1) 42 92 41 67			

Journal officiel du 17 mars 1994 –
Seuils de l'usure applicables à compter du
1^{er} avril 1994

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

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 1 ^{er} trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} avril 1994
DÉCOUVERTS EN COMPTE		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	12,32	16,43
AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	11,23	14,97
PRÊTS CONSENTEIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs	11,71	15,61
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX FIXE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	9,92	13,23
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX VARIABLE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	9,54	12,72

Note : Les taux moyens ainsi que la commission de plus fort découvert ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.

Commissions de plus fort découvert :

Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois de janvier 1994 s'est élevé à 0,06 % du plus fort découvert du mois.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 1 ^{er} trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} avril 1994
CRÉDITS DE TRÉSORERIE		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs	17,89	23,85
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs	14,74	19,65
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs	12,41	16,55
CRÉDITS IMMOBILIERS		
– Prêts relais	10,05	13,40
– Prêts immobiliers à taux fixe	9,51	12,68
– Prêts immobiliers à taux variable	9,34	12,45

Note : Les taux moyens ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux particuliers effectuée par la Banque de France.

Source : Journal officiel
Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

Communiqué de la Banque de France en date du 24 mars 1994, relatif au taux des appels d'offres

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire de ce jour, la Banque de France a décidé de ramener de 6,10 % à 6 % le taux de ses appels d'offres.

**Bulletin officiel
Commission bancaire**

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

- en date du 14 mars 1994

Instruction n° 94-03 modifiant l'instruction n° 90-01 relative au calcul des fonds propres et l'instruction n° 91-02 relative au calcul du ratio de solvabilité

Instruction n° 94-04 relative à la comptabilisation des opérations sur instruments financiers à terme de taux d'intérêt

Instruction n° 94-05 relative à la comptabilisation des opérations en devises

Instruction n° 94-06 relative à la comptabilisation des opérations de cession d'éléments d'actif ou de titrisation

Instruction n° 94-07 relative à la comptabilisation des opérations sur titres

Instruction n° 94-08 concernant la comptabilisation des opérations relatives aux plans d'épargne populaire

Erratum concernant l'instruction n° 94-02 adoptée le 21 janvier 1994

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

du 1^{er} mars au 31 mars 1994

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 2 MARS 1994

– Décret n° 94-179 du 23 février 1994 fixant le taux d'intérêt légal pour l'année 1994.

JO DU 4 MARS 1994

– Arrêté du 16 février 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de janvier 1994.

JO DU 9 MARS 1994

– Décret n° 94-195 du 8 mars 1994 pris pour l'application de la loi n° 93-923 du 19 juillet 1993 de privatisation (Compagnie des machines Bull et société centrale des Assurances générales de France).

JO DU 16 MARS 1994

– Arrêté du 15 mars 1994 relatif aux conditions de réduction des demandes d'actions Elf-Aquitaine présentées par les salariés et anciens salariés.

JO DU 17 MARS 1994

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

JO DU 19 MARS 1994

– Arrêté du 1^{er} mars 1994 portant homologation de modifications du règlement général du Conseil des bourses de valeurs relatives aux marchés des options négociables.

JO DU 23 MARS 1994

– Arrêté du 14 mars 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 15 mars 1994 des obligations assimilables du Trésor 8,50 % mars 2002 en écus.

JO DU 24 MARS 1994

– Arrêté du 1^{er} février 1994 portant approbation de dispositions statutaires du Crédit local de France.

– Avis relatif à la vente de gré à gré et/ou de bons de souscription d'actions de la société centrale Union des assurances de Paris.

JO DU 25 MARS 1994

– Décret du 30 décembre 1993 relatif à la prise de participation de l'État au capital de la société en nom collectif Société de participation banque industrie SNC.

– Arrêté du 9 mars 1994 portant homologation du règlement de la Commission des opérations de bourse sur les fonds communs de créances.

JO DU 26 MARS 1994

– Décret n° 94-240 du 25 mars 1994 fixant pour 1994 la rémunération de la garantie accordée par l'État aux fonds collectés par les caisses d'épargne et de prévoyance.