

**BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE**

**N° 5**

**MAI 1994**

# SOMMAIRE

## ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

	Page
<b>1. Synthèse</b> .....	5
<b>2. Chronologie des principaux événements</b>	
2.1. France.....	9
2.2. Étranger.....	12
<b>3. Le contexte économique et monétaire international</b>	
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
<b>4. La situation économique de la France</b>	
4.1. La conjoncture économique.....	25
4.2. La balance des paiements.....	29
<b>5. Les marchés de capitaux</b>	
5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire.....	37
5.1.1. La liquidité bancaire et le marché interbancaire au jour le jour.....	38
5.1.2. Les marchés de terme interbancaire et le contrat Matif Pibor 3 mois.....	40
5.1.3. Le marché des bons du Trésor.....	42
5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel.....	45
5.1.5. La tendance récente sur les marchés de taux d'intérêt.....	48
5.2. Les émissions.....	49
5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables.....	49
5.2.2. Le marché primaire obligataire.....	55
5.2.3. Le marché primaire des actions.....	60
5.3. Le marché secondaire des actions.....	61
<b>6. Les agrégats monétaires</b>	
6.1. Les agrégats de monnaie et de placement.....	68
6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total.....	72

## COMMUNICATIONS

	Page
Lettre introductive au Rapport annuel.....	77
L'Union économique et monétaire est-elle réaliste ? .....	83
La politique monétaire française et l'indépendance de la Banque de France .....	89
<b>La Banque de France et l'information</b> .....	<b>95</b>

## ÉTUDES

### Dossiers

L'institut monétaire européen.....	99
------------------------------------	----

### Enquêtes

Enquête financière – Premier trimestre 1994.....	105
--	-----

## STATISTIQUES

<b>Sommaire</b> .....	<b>113</b>
-----------------------	------------

## TEXTES RÉGLEMENTAIRES

<b>Sommaire</b> .....	<b>159</b>
-----------------------	------------

<b>Tarif des publications diffusées par la Banque de France</b> .....	<b>175</b>
---	------------

# ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

# 1. SYNTHÈSE

---

## Le contexte économique et monétaire international

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

L'activité, toujours très soutenue aux États-Unis, est demeurée bien orientée au Royaume-Uni et se redresse en Italie et en Espagne. Plusieurs indicateurs annoncent une reprise plus franche en Allemagne, alors que l'amélioration de la conjoncture est encore très hésitante au Japon. La hausse des prix est demeurée modérée dans l'ensemble des pays. La remontée des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis contraste avec le mouvement de baisse en Europe continentale. La tension sur les taux à long terme s'est poursuivie dans les principaux pays.

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

Le dollar, qui avait enregistré une nette appréciation au cours de la première quinzaine, a accusé un vif repli à l'issue du nouveau resserrement de la politique américaine annoncé le 18 avril, avant de tomber en fin de mois à son plus bas niveau contre yen depuis août 1993. La livre sterling a modérément progressé. La lire italienne a continué de se raffermir. Au sein du mécanisme de change communautaire, le deutschemark s'est renforcé, en dépit de la poursuite du processus de baisse des taux en Allemagne ; la peseta et l'escudo ont subi passagèrement certains accès de faiblesse ; le franc français a enregistré un léger repli, mais la publication d'un bon chiffre d'inflation en mars, le nouvel excédent commercial pour le mois de février et les perspectives de reprise de l'investissement ont constitué des facteurs de soutien en fin de période.

## La situation économique de la France

### *La conjoncture économique en avril*

Selon les chefs d'entreprise interrogés lors de l'enquête de la Banque de France, le mouvement de reprise de l'activité s'est, dans l'ensemble, poursuivi. La demande globale est toujours soutenue. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle s'est encore raffermie grâce aux ordres du secteur automobile et à l'arrêt du déstockage. À l'exportation, les ventes se développent sur les marchés porteurs (Asie du Sud-Est, États-Unis, Royaume-Uni) et tendent à se redresser en Europe continentale. L'appréciation portée sur les carnets de commandes confirme la sensible amélioration notée les mois précédents. Les stocks sont redevenus proches de la normale et se révèlent même insuffisants dans l'automobile. Du fait de l'intensité de la concurrence, l'augmentation des coûts de certaines matières premières n'a pas été pleinement répercutée dans les prix de vente des produits finis. De plus en plus nombreuses sont les entreprises qui expriment leur intention de procéder à des investissements, jusqu'alors différés, de productivité ou de capacité ; toutefois, l'exécution des projets reste encore limitée. Au cours des prochains mois, l'activité devrait progresser dans tous les secteurs de l'industrie. En mars et avril, l'activité commerciale s'est redressée, sans effacer complètement le recul enregistré en février. Les effectifs tendent à se stabiliser. Face à une demande dont la fermeté a parfois surpris, beaucoup d'entreprises révisent leur politique de main d'œuvre : elles réduisent le chômage partiel, recourent à des intérimaires ou effectuent quelques recrutements à durée déterminée.

### ***La balance des paiements en février***

L'excédent du commerce extérieur (FAB-FAB) a doublé, en données cvs, par rapport à celui du mois de janvier (5,4 milliards de francs au lieu de 2,7 milliards) ; en données brutes, il s'établit à 4,2 milliards de francs, contre 1,9 milliard le mois précédent.

Selon des chiffres provisoires, le solde des transactions courantes, en données brutes, passerait d'un excédent de 12,5 milliards de francs en janvier à un déficit de 10,3 milliards en février (respectivement 16,1 milliards et 4,2 milliards en données cvs) ; des recettes nettes exceptionnelles avaient en effet été enregistrées en janvier au titre des transferts unilatéraux du secteur officiel.

Pour le troisième mois consécutif, des sorties nettes de mouvements de capitaux à long terme ont été constatées (41,4 milliards de francs après 36,9 milliards en janvier et 15,7 milliards en décembre 1993). Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 37,2 milliards de francs, en repli par rapport au mois précédent (52,8 milliards).

### **Les marchés de capitaux en avril**

Les marchés de taux d'intérêt ont connu une évolution divergente entre les compartiments courts et de long terme. Un net fléchissement a été enregistré sur les échéances interbancaires jusqu'à un an, sous l'effet de la poursuite du mouvement de détente graduelle de la politique monétaire. La Banque de France a réduit à deux reprises de 10 points de base son taux des appels d'offres, le 21 et le 28 avril, le ramenant de 5,90 % à 5,70 %. Parallèlement, le taux des pensions de 5 à 10 jours a été abaissé d'un quart de point à 6,75 % le 21 avril. La détente du taux des appels d'offres s'est continuée en mai : 5,60 % le 6 et 5,50 % le 17.

À l'inverse, la hausse des rendements sur le marché obligataire, amorcée en février, s'est poursuivie en liaison avec la remontée des taux longs constatée aux États-Unis : l'indice des emprunts du gisement est ainsi passé de 6,42 % à 6,77 % de fin mars à fin avril.

Les différents encours de titres de créances négociables ont connu des évolutions dissemblables, aboutissant à un tassement de l'encours global. Sur le marché primaire obligataire, les flux d'émissions brutes relatifs aux emprunts réglés au cours du mois ont de nouveau diminué, en raison de l'attentisme des intervenants, lié à la volatilité des marchés de taux aux États-Unis et en Europe.

Le mouvement de repli constaté au cours des deux mois précédents à la Bourse de Paris s'est interrompu. Cependant la tendance à la hausse est demeurée relativement hésitante en raison de la persistance des incertitudes concernant l'évolution des taux de long terme. L'indice CAC 40 a progressé de 3,8 % sur l'ensemble du mois.

### **Les agrégats monétaires**

En mars, les moyens de paiement (M1) ont augmenté de 0,6 % et les avoirs sur livrets à taux réglementé (M2 – M1) de 0,7 %. Ainsi, les agrégats de monnaie étroits (M1 et M2), représentatifs de la demande d'encaisses de transactions, présentent une évolution positive depuis août 1993. Au cours des sept derniers mois, M1 a progressé de 4,1 % (7,1 % en taux annualisé), ce développement paraissant surtout lié à l'amélioration de la conjoncture et des perspectives d'activité, et M2 de 3,8 % (6,6 % en taux annualisé). En revanche, les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2), en particulier les titres d'OPCVM court terme, ont continué de se contracter (respectivement – 0,7 % et – 2,0 %).

Au total, l'agrégat M3 est resté inchangé d'un mois à l'autre. L'évolution de 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, 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, aux mesures fiscales concernant les OPCVM et des arbitrages en faveur de l'ouverture de nouveaux plans d'épargne-logement juste avant la baisse annoncée de leur taux de rémunération. Calculée entre moyennes trimestrielles centrées, l'évolution de M3 sur un an s'établit nominalement à  $-3,8\%$  et à  $-1,0\%$  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) est restée vive et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à  $18,5\%$  sur un an.

La progression de l'endettement intérieur total est restée ferme au début de 1994 ( $5,0\%$  en glissement sur douze mois à fin janvier). Comme en 1993, cette évolution recouvre une croissance très soutenue des financements de marché ( $16,6\%$  en un an) et, notamment, des ressources obligataires ( $21,6\%$ ).

Les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont diminué de  $1,5\%$  sur un an. Le développement des crédits aux ménages s'est renforcé en janvier ( $3,0\%$ , après  $2,1\%$  en décembre), alors que le rythme de contraction des crédits aux sociétés s'est ralenti ( $-4,0\%$ , après  $-4,6\%$  le mois précédent).

## 2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

---

### 2.1. France

#### Le gouvernement et la politique générale

##### *Les entreprises publiques*

- 11 avril** Le personnel d'Air France accepte le plan de redressement proposé par le nouveau président de la compagnie. L'État s'est engagé à apporter FRF 10 milliards à l'entreprise sous réserve de l'accord de la Commission européenne.
- 12 avril** En 1993, l'État a versé FRF 18,8 milliards de dotations en capital aux entreprises publiques, soit presque autant que sur la période 1990-1992.
- 28 avril** Selon le ministre des Transports, le gouvernement a accepté de recapitaliser la Compagnie générale maritime à hauteur de FRF 900 millions en 1994.

##### *Les mesures en faveur de l'emploi des jeunes*

- 12 avril** La prime à l'embauche des jeunes, initialement conçue pour une période de neuf mois, restera en vigueur pendant cinq ans.

##### *La durée du travail*

- 20 avril** Devant les réticences des partenaires sociaux, le ministre du Travail renonce à publier un texte général réorganisant la durée du travail et demande aux branches professionnelles d'ouvrir des négociations sur la flexibilité des horaires.

##### *Les mesures de relance de la consommation*

- 21 avril** Le Premier ministre annonce deux nouvelles mesures : extension des possibilités de déblocage des fonds de participation des salariés et reconduction du triplement de l'allocation de rentrée scolaire en 1994.

##### *La politique budgétaire*

- 25 avril** La lettre de cadrage adressée par le Premier ministre aux différents ministères en vue de la préparation du budget 1995 préconise une réduction de 8 % des dépenses de fonctionnement et de 15 % des dépenses d'intervention ne faisant pas l'objet d'engagements de l'État. L'objectif est de ramener le déficit à FRF 275 milliards l'an prochain, contre 300 milliards prévus pour cette année.



**Les privatisations**

- 26 avril** Lancement de la privatisation de l'UAP. Les titres sont proposés au prix de FRF 152, soit avec une décote de 7,3 % par rapport au dernier cours de bourse, lui-même en recul de 26,8 % depuis janvier. Cette opération, qui porte sur les 50,2 % du capital détenus par l'État, devrait rapporter quelque FRF 18,5 milliards de francs.

**La participation des salariés**

- 27 avril** L'Assemblée nationale adopte le projet de loi sur la participation des salariés dans l'entreprise, instituant notamment un compte épargne-temps.

**Les mesures en faveur des entreprises**

- 29 avril** Le ministre de l'Économie annonce une baisse d'un point, à 6,75 %, du taux des prêts ordinaires du Fonds de développement économique et social, afin d'aider les entreprises en difficulté.

**Les mesures en faveur des familles**

- 29 avril** Le ministre des Affaires sociales présente un projet de loi sur les familles, dont le coût est évalué à FRF 19 milliards.

**La Banque de France et la politique monétaire**

- 20 avril** Jean-Claude Trichet, gouverneur, remet au président de la République le *Rapport* de la Banque de France sur l'exercice 1993.
- 21 avril** Le gouverneur présente ce *Rapport* à la presse.
- La Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 5,90 % à 5,80 % et son taux de prises en pension de 5 à 10 jours de 7 % à 6,75 %.
- 28 avril** La Banque de France abaisse son taux d'appel d'offres de 5,80 % à 5,70 %.
- 5 mai** La Banque de France réduit son taux d'appel d'offres de 5,70 % à 5,60 %.

**Les principaux indicateurs conjoncturels****Les comptes nationaux 1993**

- 22 avril** Selon l'INSEE, le recul du PIB, initialement estimé à 0,7 %, a atteint 1 % l'an dernier (– 1,5 % pour le PIB marchand). La consommation des ménages n'a augmenté que de 0,4 %, rythme le plus faible depuis trente ans. Les entreprises ont à nouveau réduit leurs investissements (– 6,8 %), malgré une nette amélioration de leur situation financière. Tous les secteurs d'activité ont été affectés par cette récession qui s'est traduite par la suppression de 255 000 emplois. Seuls éléments favorables : l'accroissement des excédents extérieurs et le retournement de conjoncture intervenu en cours d'année.

**Les perspectives pour 1994**

**12 avril** Selon le Conseil économique et social, le PIB (total et marchand) devrait progresser de 1,2 % cette année. La formation brute de capital fixe augmenterait de 1,1 %, la consommation des ménages de 1 % et les exportations de 2,8 %. Cette croissance serait toutefois insuffisante pour améliorer la situation de l'emploi : 120 000 postes devraient encore disparaître d'ici à la fin de l'année.

**La production industrielle**

**7 avril** En janvier, la production industrielle globale a fléchi de 0,2 %, tant par rapport à décembre que sur un an, malgré un redressement sensible de la production manufacturière (+ 1,2 % sur un mois).

**La construction de logements**

**21 avril** Au premier trimestre, le nombre de mises en chantier a progressé de 18,7 % par rapport à la période correspondante de 1993.

**Les immatriculations d'automobiles**

**20 avril** Stimulées par les mesures gouvernementales, les immatriculations se sont accrues en mars de 14,3 % par rapport au mois correspondant de 1993.

**La consommation des ménages**

**26 avril** Tirée par la croissance des achats d'automobiles, la consommation des ménages en produits manufacturés a augmenté en mars de 0,7 % par rapport à février.

**L'emploi**

**8 avril** Selon le directeur de l'ANPE, les offres d'emplois ont progressé de 50 % entre mars 1993 et mars 1994.

**18 avril** Selon l'APEC, le nombre d'emplois proposés aux cadres a augmenté de 14,5 % au premier trimestre et de 18,6 % sur un an.

**29 avril** En mars, le nombre des demandeurs d'emploi s'est élevé à 3 320 900 (cvs), en hausse de 0,3 % sur un mois et de 8,1 % sur un an. Le taux de chômage est resté stable à 12,2 %.

**Les prix**

**21 avril** En mars, les prix à la consommation ont augmenté, selon l'indice définitif de l'INSEE, de 0,2 %, ce qui ramène la hausse sur un an à 1,5 % (contre 1,8 % en février).

**Les comptes extérieurs**

**14 avril** En janvier, la balance des transactions courantes a dégagé, en données brutes, un excédent de FRF 12,5 milliards (16,1 milliards cvs).

**19 avril** En février, la balance commerciale s'est soldée par un excédent de FRF 4,2 milliards en données brutes (5,4 milliards cvs).

## 2.2. Étranger

- 1<sup>er</sup> avril** Annonce d'une forte création d'emplois non agricoles au mois de mars aux États-Unis (+ 465 000) qui a entraîné une vive tension sur les taux d'intérêt américains et une hausse marquée du dollar.
- 5 avril** Hausse de 1,2 % de la production industrielle en Allemagne occidentale en février.
- 6 avril** La Banque fédérale d'Allemagne réduit de 3 points de base (5,76 % à 5,73 %) le taux de ses prises en pension à 14 jours.
- La Banque nationale de Belgique réduit de 10 points de base ses taux directeurs (taux central ramené de 6,05 % à 5,95 % et taux des avances en fin de journée de 7,55 % à 7,45 %).
- 8 avril** Démission du Premier ministre japonais, M. Hosokawa.
- 11 avril** Progression du coût de la vie en Allemagne occidentale au cours du mois de mars : 3,2 %, contre 3,3 % précédemment.
- 13 avril** La Banque fédérale d'Allemagne réduit de 3 points de base (de 5,73 % à 5,70 %) le taux de ses prises en pension à 14 jours.
- 14 avril** Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne réduit les taux directeurs d'un quart de point. Le taux d'escompte s'établit ainsi à 5,00 % et le taux Lombard à 6,50 %. Le président a précisé que la prochaine prise en pension serait effectuée à taux variable et que M3 restait l'objectif principal de l'Institut d'émission.
- Les banques centrales d'Autriche, de Belgique, du Danemark, des Pays-Bas et de Suisse ont immédiatement suivi en annonçant une baisse de leurs taux directeurs.
- Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne réduit les taux directeurs d'un quart de point. Le taux d'escompte s'établit ainsi à 5,00 % et le taux Lombard à 6,50 %. Le président a précisé que la prochaine prise en pension serait effectuée à taux variable et que M3 restait l'objectif principal de la Banque fédérale d'Allemagne.
- 15 avril** La Banque centrale d'Irlande abaisse son taux des avances à court terme de 6,75 % à 6,50 % et son taux des dépôts au jour le jour de 3,50 % à 3,25 %.
- 18 avril** Les rendements américains à 30 ans se tendent jusqu'à 7,40 %.
- Le Système de Réserve fédérale relève le taux objectif sur les Fonds fédéraux de 3,50 % à 3,75 %. Il s'agit de la troisième hausse depuis le 4 février.
- 19 avril** La Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 79,2 milliards lors de sa prise en pension à 14 jours pour une tombée de 80,3 milliards. Le taux minimum (20 % des fonds alloués) est revenu de 5,70 % la semaine précédente à 5,58 %.
- La Banque nationale d'Autriche réduit immédiatement ses taux directeurs d'un quart de point, ramenant le taux d'escompte à 4,75 % et le taux Lombard à 5,75 %. Le taux des pensions Gomex est diminué de 5,50 % à 5,40 %.
- La Banque nationale suisse abaisse également son taux d'escompte de 4,00 % à 3,50 %. Le taux Lombard reste indexé sur le taux du marché au jour le jour de plus de deux points.
- La Banque centrale des Pays-Bas ramène son taux des avances garanties de 5,00 % à 4,75 %, le taux des découverts bancaires de fin de journée de 7,45 % à 7,30 % et le taux de ses prêts d'urgence de 10,50 % à 10,00 %.

La Banque du Danemark réduit son taux d'escompte de 5,50 % à 5,25 % et le taux de ses certificats de dépôt de 6,00 % à 5,90 %.

La Banque du Portugal abaisse son taux des avances exceptionnelles à 12 %, contre 13 % antérieurement.

Déficit commercial américain : USD 9,71 milliards en février, contre USD 6,64 milliards le mois précédent.

Excédent commercial japonais : USD 14 milliards en mars.

**20 avril** La Banque nationale de Belgique a suivi le mouvement avec une baisse de 10 points de ses taux directeurs (taux central ramené de 5,80 % à 5,70 % et taux des avances en fin de journée de 7,30 % à 7,20 %)

**22 avril** La Banque d'Espagne réduit le taux de ses appels d'offres à 10 jours de 8,00 % à 7,75 %.

**25 avril** La nomination de M. Hata au poste de Premier ministre au Japon favorise un nouveau raffermissement du yen.

**26 avril** La Banque fédérale d'Allemagne procède à des prises en pension à taux variables à 13 jours et à 24 heures. Le taux le plus bas accepté tombe de 5,58 % la semaine précédente à 5,47 %.

Croissance de la masse monétaire allemande M3 en mars : + 15,2 %, après + 17,5 % en février.

Forte hausse de l'indice de confiance des consommateurs américains au mois d'avril : 91,7, contre 86,7 le mois précédent.

**27 avril** La Banque fédérale d'Allemagne réduit de 11 points (de 5,58 % à 5,47 %) le taux de ses prises en pension à 14 jours.

La Banque nationale de Belgique baisse son taux central de 5,70 % à 5,60 % et son taux au jour le jour plafonné de 7,20 % à 7,10 %.

**28 avril** La Banque nationale d'Autriche et la Banque des Pays-Bas réduisent également leur taux directeur de 10 points (de 5,40 % à 5,30 %).

Stabilisation de la hausse des prix à la consommation en Allemagne occidentale en avril (3,2 %).

Le taux de croissance du PIB américain au cours du 1<sup>er</sup> trimestre s'établit à + 2,6 % (contre 7 % le trimestre précédent) mais le déflateur s'inscrit en nette hausse à 2,6 % (contre 1,3 %).

**29 avril** Interventions de soutien du dollar effectuées par le Système de Réserve fédérale, le dollar ayant chuté brutalement à la suite de la publication de statistiques d'activité moins bien orientées.

**2 mai** La Banque centrale du Danemark réduit son taux d'appel d'offres sur certificats de dépôt à 14 jours de 5,90 % à 5,80 %. Le taux d'escompte et le taux sur les dépôts demeurent inchangés.

**3 mai** Lors de sa prise en pension à 14 jours, la Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 77 milliards, à taux variables, au taux minimum de 5,41 %, contre 5,47 % la semaine précédente.

- 5 mai** La Banque nationale de Belgique abaisse son taux central de 5,60% à 5,50 % et le taux des découverts de fin de journée de 7,10 % à 7,00 %.
- 6 mai** La Banque nationale d'Autriche ramène son taux des pensions (Gomex) de 5,30 % à 5,20 %.
- 9 mai** Lors de sa prise en pension hebdomadaire, la Banque fédérale d'Allemagne alloue DEM 56,2 milliards au taux minimum de 5,35 %, contre 5,41 % la semaine précédente.
- 10 mai** La Banque nationale de Belgique abaisse son taux central de 5,50 % à 5,45 % et le taux des découverts de fin de journée de 7,00 % à 6,95 %
- 11 mai** La Banque fédérale d'Allemagne réduit d'un demi-point son taux d'escompte, à 4,50 %, et son taux Lombard, à 6 %.
- La Banque nationale d'Autriche ramène son taux des pensions à 5,10 %. Elle réduit également, de 0,25 point, le taux d'escompte (à 4,50 %) et le taux Lombard (à 5,50 %)
- La Banque nationale de Belgique ramène son taux central de 5,45 % à 5,35 % et le taux des découverts de fin de journée de 6,95 % à 6,85 %. Elle réduit également son taux d'escompte (de 4,75 % à 4,50 %) et le taux des avances en compte courant hors plafond (de 10 % à 9 %).
- La Banque nationale du Danemark réduit le taux de rachat de ses certificats de dépôt et de prise en pension de bons du Trésor de 5,80 % à 5,70 %. Elle diminue son taux d'escompte et le taux de rémunération des dépôts de 5,25 % à 5,00 %.
- La Banque des Pays-Bas abaisse le taux des découverts bancaires de 4,75 % à 4,50 % et le taux des avances spéciales de 5,30 % à 5,10 %.
- La Banque d'Italie abaisse d'un demi-point son taux d'escompte à 7 %.
- 13 mai** La Banque d'Espagne réduit son taux directeur de 0,25 point, à 7,50 %.

# 3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

## 3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité, toujours très soutenue aux États-Unis, est demeurée bien orientée au Royaume-Uni, et se redresse en Italie et en Espagne. Plusieurs indicateurs annoncent une reprise plus franche en Allemagne, alors que l'amélioration de la conjoncture est encore très hésitante au Japon. La hausse des prix est restée modérée dans l'ensemble des pays. La remontée des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis contraste avec le mouvement de baisse en Europe continentale. La tension sur les taux à long terme s'est poursuivie dans les principaux pays.

La **hausse des prix** de détail est restée modérée dans tous les pays de l'OCDE. Le ralentissement s'est poursuivi en Allemagne occidentale, ramenant le glissement annuel des prix à la consommation à 3,1 % en avril, contre 3,2 % en mars. Il en a été de même au Royaume-Uni (2,3 % en mars, après 2,4 % en février), en Italie (4,1 % en avril, au lieu de 4,2 % en mars), en Espagne (4,9 % en avril, contre 5,0 % en mars), aux Pays-Bas (2,8 % en avril, après 2,9 %), en Suisse (1,0 %, après 1,3 %), et enfin au Danemark (1,7 % en mars, après 1,8 %). La stabilité a prévalu en Belgique (2,4 % en avril comme au premier trimestre). Aux États-Unis, en dépit de la vigueur de l'activité, la hausse des prix est revenue de 2,5 % en mars à 2,4 % en avril. Au Japon, le glissement annuel continue de fluctuer un peu au-delà de 1 % (1,3 % en mars).

Les **taux d'intérêt** à court terme ont augmenté aux États-Unis, le Système de Réserve fédérale ayant le 18 avril, pour la troisième fois depuis le début de l'année, relevé d'un quart de point, à 3,75 %, le taux des Fonds fédéraux. La Banque fédérale d'Allemagne a réduit progressivement chaque semaine le taux de ses prises en pension, avant de ramener à compter du 13 mai son taux d'escompte de 5,00 % à 4,50 % et son taux Lombard de 6,50 % à 6,00 %. L'Italie, les Pays-Bas, le Danemark, la Belgique, l'Autriche, le Portugal et l'Espagne ont suivi cette décision. La tension sur les taux d'intérêt à long terme est restée forte, entraînant

une hausse de près d'un demi-point des rendements à dix ans dans les principaux pays.

Aux **États-Unis**, l'activité est restée soutenue. La production industrielle a progressé de 0,5 % en mars (après 0,6 % en février), enregistrant un glissement annuel positif de 5,1 % (après 4,9 %). Il s'agit du dixième mois consécutif de hausse. Les commandes reçues par l'industrie ont également augmenté en mars de 1,1 % en un mois et de 8,6 % en un an. Le taux d'utilisation des capacités de production industrielle s'est établi à 83,6 %, contre 83,4 % en février, atteignant son niveau le plus élevé depuis juin 1989. En mars également, les mises en chantier de logements ont progressé de 12,1 % par rapport à février et de 34,9 % en comparaison de mars 1993.

Le taux de chômage a diminué de 6,5 % de la population active en mars à 6,4 % en avril, bien que les créations d'emplois aient ralenti de 464 000 à 267 000 dans le même temps.

Au **Japon**, une révision a fait apparaître un recul de la production industrielle en février de 0,1 % en un mois et de 4,4 % en un an. Malgré un rebond de 4,0 % sur un mois en mars, son glissement annuel reste négatif de 3,2 %. Le taux de chômage est cependant demeuré stable, à 2,9 % de la population active, en mars.

L'excédent commercial cvs en dollars, bien qu'il ait régressé de 10,5 milliards à 9,9 milliards de février à mars, a été supérieur, au premier trimestre, à celui enregistré un an auparavant

(+ 31,3 milliards, au lieu de 29,6 milliards). Le solde des paiements courants cvs s'est en revanche érodé, revenant de 36,6 milliards de dollars à 32,2 milliards d'un premier trimestre à l'autre.

En **Allemagne, dans la partie occidentale**, la production industrielle, au premier trimestre a enregistré un recul de 0,3 % par rapport aux trois derniers mois de 1993 et un glissement annuel négatif de 0,5 %. Même si on attend une révision favorable des résultats du mois de mars, qui actuellement dénotent une baisse de 0,8 % en un mois comme en un an, aucune reprise franche n'est encore sensible, en dépit du dynamisme de la construction et des exportations. Mais les commandes reçues par l'industrie ont augmenté fortement, tant sur l'ensemble du premier trimestre (+ 2,3 % en trois mois et + 3,4 % en un an) qu'au seul mois de mars (+ 2,9 % en un mois, + 9,3 % en un an), essentiellement du fait des ordres reçus de l'étranger (en mars, + 5,8 % en un mois, + 19,3 % en un an), tandis que la demande interne est moins vive (à la même date, + 1,2 % en un mois et + 3,9 % en un an). Ce soutien extérieur, ainsi que le redressement de la confiance des consommateurs et des entreprises, laissent augurer d'une amélioration prochaine de l'activité. En Allemagne orientale, en outre, la production industrielle a enregistré un glissement annuel positif de 20,0 % en janvier.

Le taux de chômage cvs à l'Ouest a augmenté de 8,3 % de la population active en mars à 8,4 % en avril. Dans les nouveaux Länder, le taux de chômage brut s'est au contraire contracté de 17,7 % en mars à 17,1 % en avril. Pour l'ensemble de l'Allemagne, il est revenu, en données brutes, de 10,4 % en mars à 10,1 % en avril. L'accroissement du chômage à l'Ouest est essentiellement dû à la contraction des effectifs dans l'industrie qui a permis, en dépit de la stagnation de l'activité, un vif redressement de la productivité et une baisse des coûts salariaux unitaires de production.

L'excédent commercial a poursuivi son redressement au cours des deux premiers mois, passant de 4,6 milliards de deutschemarks en janvier-février 1993 à 11,6 milliards cette année, du fait d'une contraction des importations (- 5,0 % en un an) plus que de la progression des exportations (+ 2,6 %). Le déficit des transactions courantes s'est de ce fait atténué, revenant de

8,6 milliards de deutschemarks à 7,5 milliards d'une année sur l'autre, en dépit de l'alourdissement de la charge de la dette extérieure.

Au **Royaume-Uni**, le PIB a augmenté de 0,7 % au premier trimestre 1994, comme au quatrième trimestre 1993. Le taux de chômage continue à se réduire, passant de 9,8 % en février à 9,7 % en mars. Les ventes au détail ont retrouvé leur orientation positive au mois de mars après leur faiblesse du mois de février. De plus, l'augmentation des crédits à la consommation au mois de mars (GBP 520 millions, après une hausse de 340 millions au mois de février) confirme la bonne tenue de la consommation des ménages. En revanche, la production industrielle présente une baisse de 0,6 % en mars, après une hausse de 0,4 % en février.

Le déficit commercial s'est réduit à GBP 731 millions en février, contre 880 millions en janvier et 1 156 millions en février 1993.

En **Italie**, les données révisées du PIB font apparaître une reprise assez nette au quatrième trimestre 1993 (+ 0,8 %) alors qu'une contraction de 0,9 % était attendue. Cette amélioration est due à une réorientation positive de la demande interne. Les indicateurs de consommation partiels montrent que le redressement de la consommation privée se poursuit, avec une hausse des ventes d'automobiles de 1,6 % en mars, soit le premier résultat positif depuis 19 mois. Toutefois, les données provisoires concernant la production industrielle indiquent une contraction de 1 % au mois de janvier.

En **Espagne**, les indicateurs disponibles font apparaître une nette reprise. Les données provisoires fournies par le ministère de l'Économie présentent une croissance du PIB de 1 % au premier trimestre 1994. L'indice de la production industrielle a progressé de 5,7 % en glissement annuel en février, contre 3,6 % en janvier. Le taux de chômage s'est réduit, passant de 18,0 % en février à 17,8 % en avril. Les ventes d'automobiles ont augmenté de 15,7 % en mars en glissement annuel.

Le déficit commercial sur les deux premiers mois de l'année 1994 présente une baisse de 31,3 % par rapport au même bimestre de 1993.

## 3.2. L'évolution des principales devises

Le mois d'avril a été marqué par une instabilité persistante de l'ensemble des marchés financiers. Le nouveau resserrement de la politique monétaire américaine n'a pas permis de stabiliser les anticipations des investisseurs et les marchés obligataires ont continué de se dégrader sensiblement tant aux États-Unis qu'en Europe. Affecté par ce mouvement, le dollar n'a nullement tiré parti de la hausse des taux d'intérêt américains et a enregistré un vif repli à partir de la mi-avril. Parallèlement le deutschemark se renforçait en dépit de la poursuite du processus de baisse des taux en Allemagne.

### **Faiblesse paradoxale de la devise américaine**

Le **dollar** a continué de bénéficier de facteurs très favorables qui lui ont permis d'enregistrer une nette appréciation tout au long des premières semaines.

– L'ensemble des statistiques publiées au cours du mois d'avril ont confirmé le caractère soutenu et non inflationniste de la croissance économique américaine (création de 465 000 emplois non agricoles au cours du mois de mars, taux de croissance du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre de + 2,6 %, hausse des prix à la consommation en mars de 2,5 % en rythme annuel).

– Le resserrement des différentiels de rémunération à court terme vis-à-vis des monnaies européennes s'est par ailleurs poursuivi (de 187 à 112 points de base sur l'échéance à 3 mois).

Le 18 avril, l'annonce par M. Greenspan d'un nouveau durcissement des conditions monétaires de la Banque de Réserve fédérale (troisième relèvement de 25 points de base depuis le début février) a ainsi permis au dollar de progresser jusqu'au niveau des DEM 1,7225. Toutefois, de manière paradoxale, ce mouvement s'est très rapidement enrayé et le dollar a dès lors accusé un vif repli, plusieurs facteurs se conjugant pour peser sur sa tenue.

– Le resserrement de la politique monétaire, dont les opérateurs anticipent la poursuite au regard du rythme de la croissance économique et des craintes de surchauffe pour l'avenir, a de nouveau fortement affecté les marchés financiers américains. Le taux à 30 ans a ainsi atteint 7,51 % le 19 avril. Cette dégradation du marché obligataire américain, qui s'est répercutée sur

l'ensemble des marchés européens, a également affecté le dollar en raison des déagements effectués par les investisseurs non résidents.

– La fermeté du **yen** vis-à-vis du dollar ne s'est pas démentie en dépit des incertitudes politiques au Japon (démission de M. Hosokawa le 8 avril), de la faiblesse des signes de reprise économique nippone et de la non-résolution des problèmes budgétaires. La monnaie japonaise a en effet continué de bénéficier de la lenteur des progrès réalisés dans les négociations commerciales nippo-américaines, les dernières initiatives du gouvernement sortant en matière d'ouverture du marché intérieur ayant été jugées insuffisantes. Dans ce contexte, la publication de surplus commerciaux toujours très élevés (USD 14 milliards en mars), notamment à l'égard des États-Unis (USD 51 milliards sur un an), n'a fait que raviver les pressions à la baisse du dollar-yen.

– Enfin des facteurs techniques ont pesé sur le dollar : dans un marché très long, les opérateurs ont mis à profit les mouvements de reprise du dollar pour alléger ou même solder leurs positions ; de plus, le non franchissement de certains seuils de résistance a déclenché des ventes de la part des opérateurs se fondant sur les analyses graphiques.

Le recul des cours s'est accentué brutalement en fin de mois, le dollar-yen tombant à son plus bas niveau depuis le mois d'août 1993 (où il avait enregistré un record historique à JPY 100,40) ce qui a fini par amener la Banque de Réserve fédérale à intervenir conjointement avec la Banque du Japon afin d'arrêter ce mouvement. D'une fin de mois à l'autre, la devise américaine a perdu néanmoins 2,2 % vis-à-vis du yen et 1,5 % vis-à-vis du deutschemark.



Léger fléchissement du **franc suisse** après la baisse de 50 points de base (supérieure à celle décidée par les autorités monétaires allemandes) du taux d'escompte décidée le 14 avril par la Banque nationale suisse (de 4 % à 3,5 %).

Progression modérée de la **livre sterling** : la devise britannique a surtout tiré parti de la publication de statistiques économiques favorables (hausse de 0,7 % du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre soit + 2,6 % sur un an, contraction du déficit extérieur). Au cours de la seconde quinzaine, la livre sterling a néanmoins été affecté par la perspective d'un recul du parti conservateur aux élections locales et européennes puis par la faiblesse du dollar ainsi que par les incertitudes quant à l'évolution attendue des taux d'intérêt.

Poursuite du raffermissement de la **lire** italienne : bénéficiant toujours de la victoire de la coalition de droite lors du scrutin législatif de mars dernier, la lire s'est appréciée après que M. Berlusconi a été désigné pour devenir président du Conseil italien, atteignant au plus haut 946,50 contre deutschemark. Elle a par la suite perdu du terrain en liaison notamment avec le retard mis dans la formation effective du gouvernement.

Au sein du mécanisme de change communautaire, le **deutschemark** a été l'un des principaux bénéficiaires des dégagements sur le dollar.

La devise allemande est en effet demeurée plutôt ferme, bénéficiant de meilleurs indicateurs conjoncturels (hausse de 1,2 % de la production industrielle en Allemagne de l'Ouest en février) et d'une bonne crédibilité de la politique de détente monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne : tout en insistant sur la nécessaire prudence que requiert l'évolution de l'agrégat monétaire M3 (+ 15,2 % en mars, après + 17,5 % en février), cette dernière a mis à profit le ralentissement confirmé de la hausse des prix (+ 3,2 % en avril comme en mars et + 3,3 % en février) pour

accélérer le rythme de ses baisses de taux : elle a ainsi réduit, le 14 avril, d'un quart de point ses taux directeurs (taux d'escompte ramené de 5,25 % à 5,00 % et taux Lombard de 6,75 % à 6,50 %) tandis que le taux minimum de ses prises en pension était ramené, sur l'ensemble du mois, de 5,76 % à 5,47 %.

La politique de baisse graduelle des taux menée par la Banque fédérale d'Allemagne a été suivie par la quasi-totalité des banques centrales européennes dans un contexte de relative stabilité des marchés de change européens.

La **peseta** et l'**escudo** ont subi passagèrement certains accès de faiblesse mais les tensions ne se sont pas manifestées durablement et l'écart entre les extrêmes de la bande de fluctuation communautaire (livre irlandaise et escudo) est resté stable au voisinage de 4,50 %.

Le **franc français** a enregistré un glissement, lié surtout à certains dégagements de non-résidents. Une dégradation du marché obligataire a été observée — à l'instar de ce qui était constaté sur la plupart des autres marchés européens et en contagion avec l'évolution des taux américains. L'écart OAT-Bund s'est légèrement accru de 26 à 35 points de base.

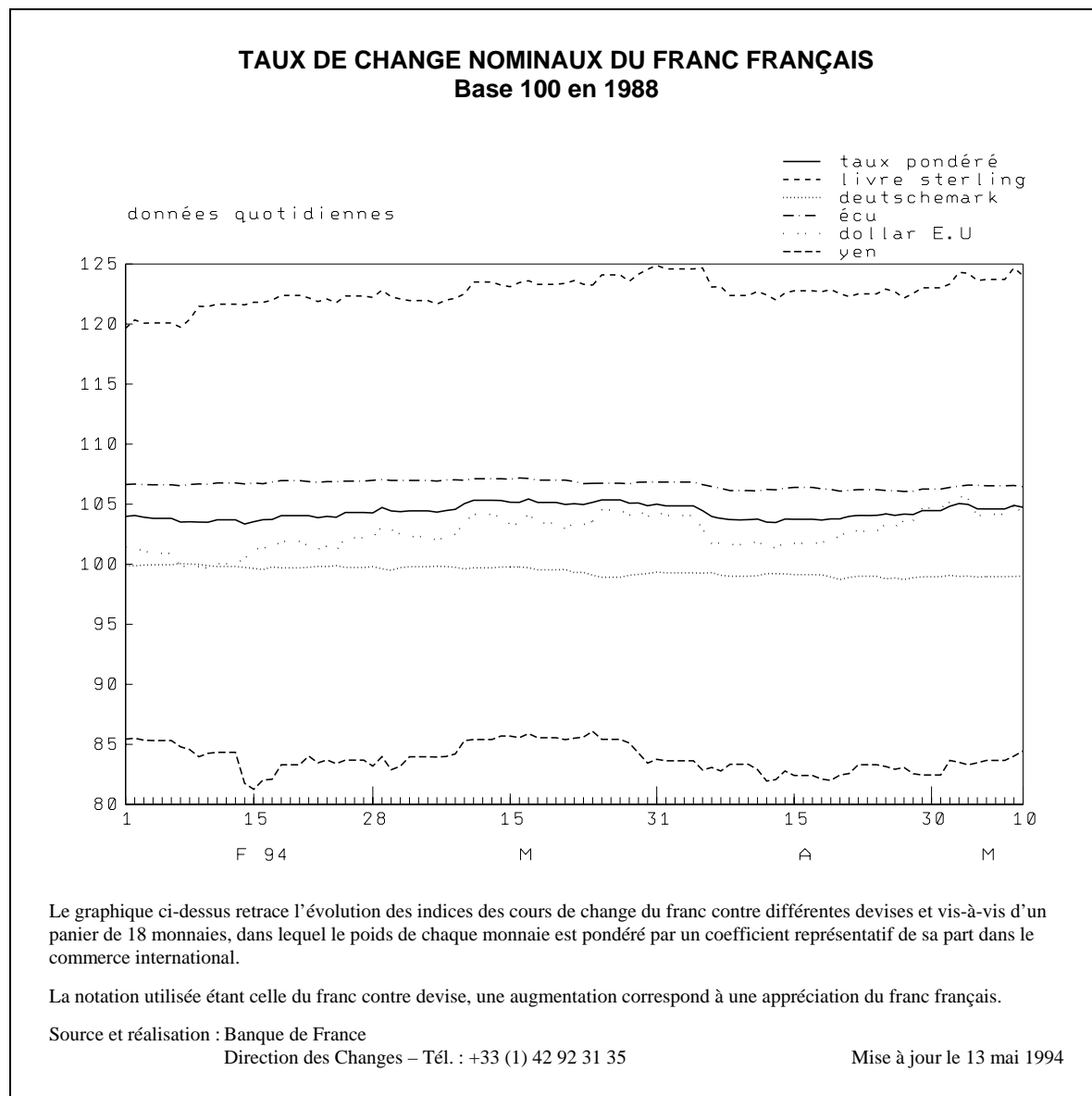
Sur les marchés de change, les tensions sont néanmoins restées limitées comme en témoigne le marché des options qui n'a pas révélé d'évolutions persistantes au détriment du franc.

Par ailleurs, la publication d'un excellent chiffre d'inflation en mars (+ 1,5 % en rythme annuel), d'un nouvel excédent commercial pour le mois de février et les perspectives de reprise de l'investissement, perceptibles dans les dernières enquêtes de conjoncture ont constitué des facteurs de soutien en fin de période. Les baisses de taux directeurs (taux des appels d'offre ramené de 5,90 % à 5,80 %, puis à 5,70 % et taux des prises en pension de 5 à 10 jours de 7,00 % à 6,75 %) ont de surcroît été bien accueillies par les marchés, l'ensemble des taux courts s'inscrivant désormais en dessous des 6 %.

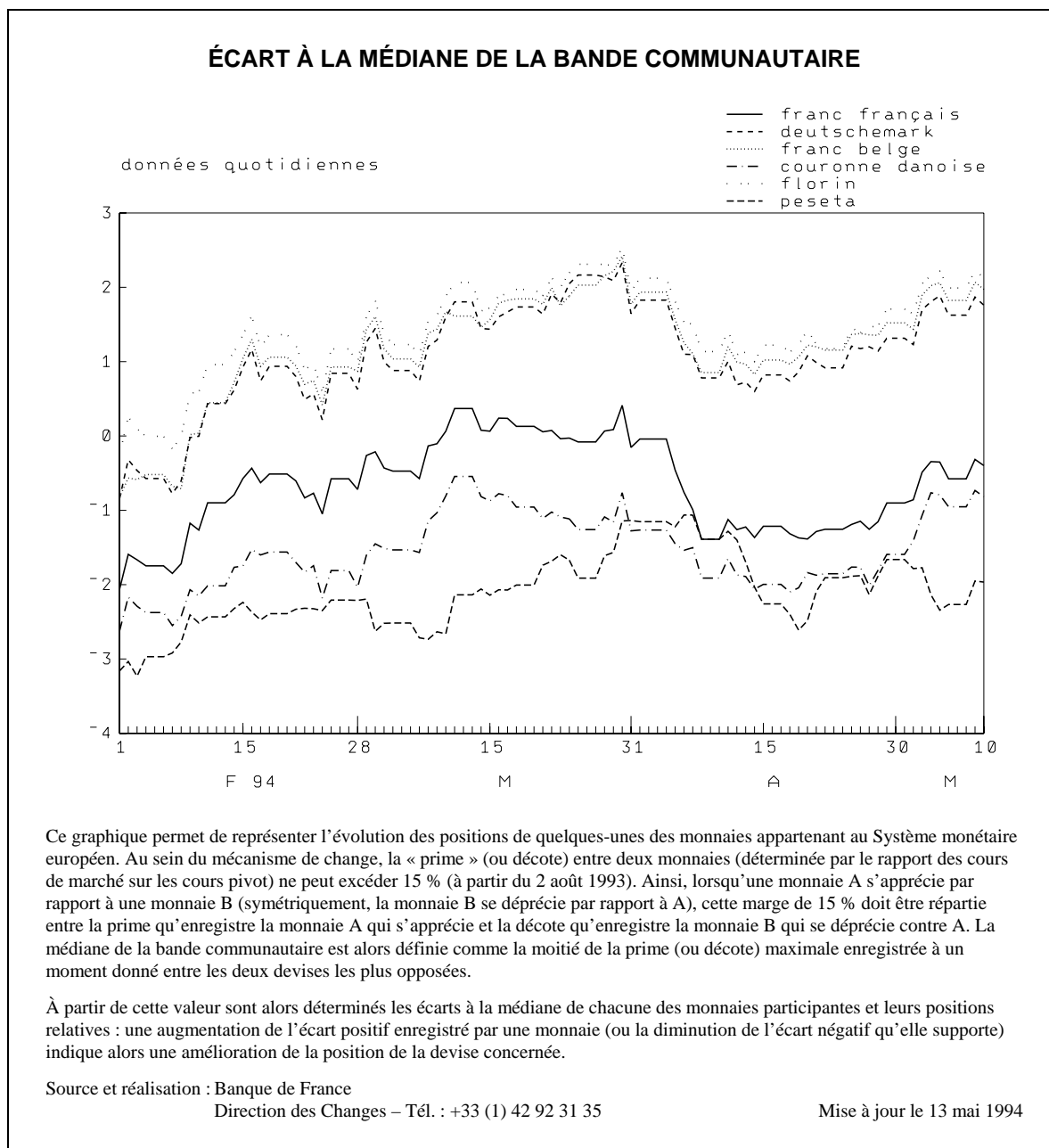
<b>COURS DE CHANGE À PARIS</b>				
<i>(en francs)</i>				
Principales monnaies étrangères à Paris		31 mars 1994	29 avril 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,71	5,6935	-0,29
Écu privé	1 XEU	6,5855	6,6215	0,55
Allemagne	100 DEM	341,41	342,78	0,40
Belgique	100 BEF	16,5735	16,6525	0,48
Pays-Bas	100 NLG	303,89	305,38	0,49
Italie	1000 ITL	3,544	3,5735	0,83
Danemark	100 DKK	86,94	87,33	0,45
Irlande	1 IEP	8,192	8,3765	2,25
Grande-Bretagne	1 GBP	8,4795	8,6085	1,52
Grèce	100 GRD	2,317	2,332	0,65
Suisse	100 CHF	404,82	403,14	-0,41
Suède	100 SEK	72,94	74,09	1,58
Norvège	100 NOK	78,50	79,03	0,68
Japon	100 JPY	5,5518	5,6399	1,59
Espagne	100 ESP	4,1975	4,2075	0,24
Portugal	100 PTE	3,33	3,33	

<b>TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES</b>				
<i>(en pourcentage)</i>				
	1 mois		3 mois	
	31 mars 1994	29 avril 1994	31 mars 1994	29 avril 1994
Dollar	3,625	3,875	3,750	4,187
Livre sterling	5,125	5,062	5,312	5,187
Deutschemark	5,688	5,375	5,625	5,313
Franc suisse	4,187	3,875	4,125	3,875
Franc français	6,063	5,813	6,063	5,750

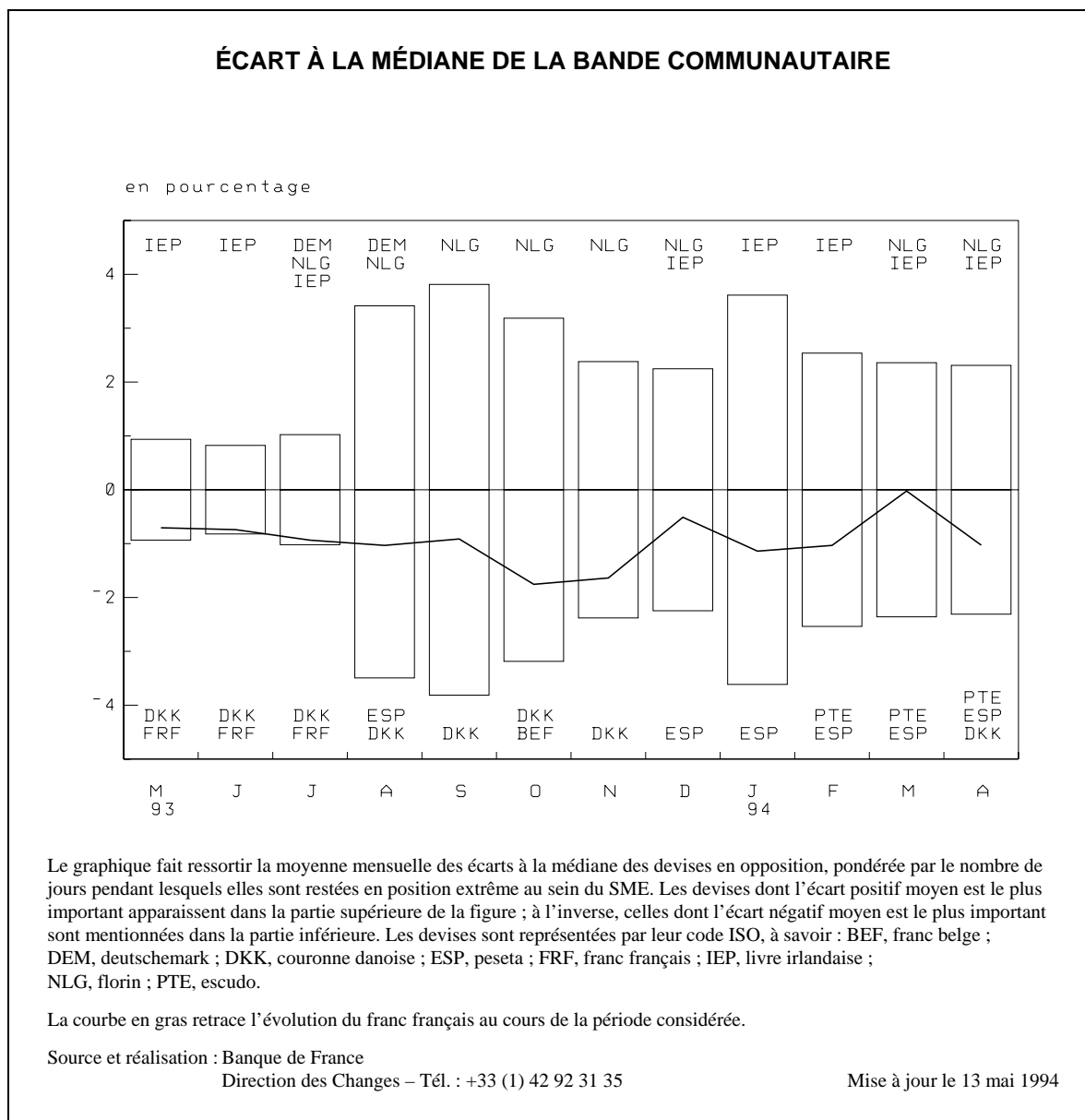
Source et réalisation : Banque de France  
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31  
 Mise à jour le 29 avril 1994



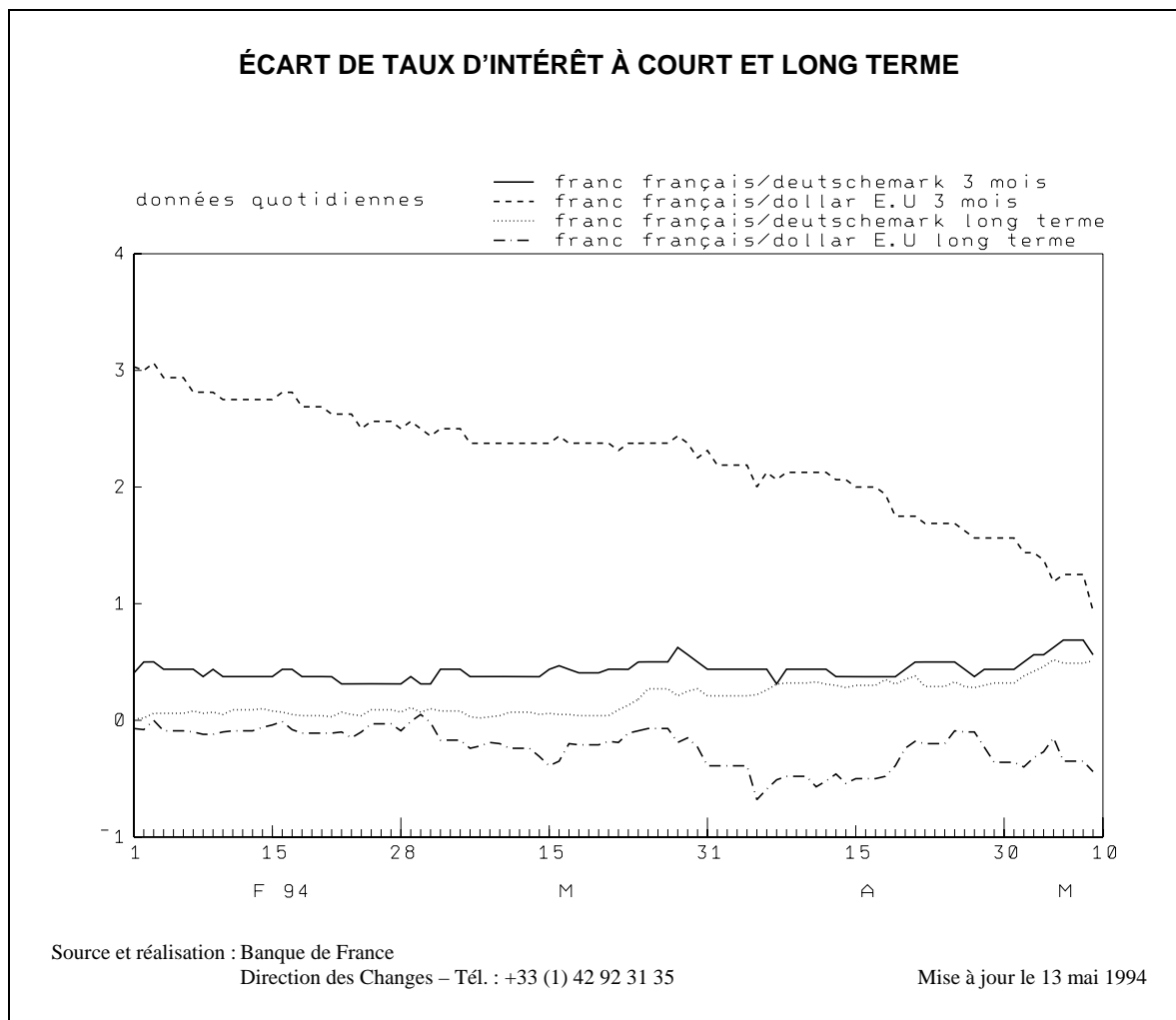
Appréciée par rapport au deutschemark et à l'écu, l'évolution du franc français a, depuis début avril, suivi la tendance des mois antérieurs. Contre dollar, après un repli sensible pendant la première semaine d'avril, le franc s'est apprécié pour retrouver en fin de période le niveau atteint fin mars. L'évolution du cours du franc contre livre sterling a été relativement proche de celle enregistrée vis-à-vis du dollar ; le yen, quant à lui, s'est apprécié vis-à-vis du franc durant la première quinzaine du mois d'avril, il a ensuite enregistré un mouvement inverse.



Depuis fin mars, l'évolution de la position relative du franc français au sein du système monétaire européen est demeurée proche de celle du deutschemark, du franc belge, du florin et de la couronne danoise. En revanche, après une phase d'amélioration, la position de la peseta s'est de nouveau dégradée vers la mi-avril.



En avril, les écarts positifs moyens les plus importants à l'intérieur de la bande communautaire ont été, comme le mois précédent, enregistrés par la livre irlandaise et le florin. À l'inverse, la peseta, l'escudo et également la couronne danoise ont connu au cours du mois des positions négatives extrêmes. Par ailleurs, l'écart entre les extrêmes a peu varié d'un mois à l'autre.



Depuis fin mars, les taux à court terme français et allemands ont, dans l'ensemble, diminué dans les mêmes proportions, l'écart de rémunération s'est donc maintenu aux alentours de 0,5 % ; en revanche, les taux longs ont enregistré une hausse plus rapide en France qu'en Allemagne, accentuant le différentiel de rémunération, qui se rapproche ainsi de celui du court terme. S'agissant des taux français et américains, la tendance à une diminution des écarts de rémunération à court terme s'est poursuivie sous le double effet d'une hausse des taux aux États-Unis et d'une baisse en France, tandis que l'évolution des conditions à long terme ne fait pas apparaître de resserrement.

### 3.3. Le marché de l'or

Les cours de l'or ont enregistré une certaine volatilité durant la période sous revue, atteignant, en dessous des USD 370, leur plus bas niveau depuis décembre 1993, puis se redressant autour de USD 376 en fin de période. D'abord affecté par la remontée des taux d'intérêt aux États-Unis, l'once a ensuite subi des dégagements

importants en liaison avec le bon déroulement de la transition démocratique en Afrique du Sud qui ne justifiait plus les achats spéculatifs effectués le mois dernier. En fin de période, le métal fin s'est redressé, le niveau des USD 370 n'ayant pu être franchi durablement.

COURS DE L'OR			
	31 mars 1994	29 avril 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	70 500	68 800	-2,41
Lingot (le kg).....	71 600	69 500	-2,93
<i>Pièces</i>			
Napoléon.....	409,00	405,00	-0,98
Vreneli .....	411,00	400,00	-2,68
Union latine .....	413,00	401,00	-2,91
Souverain .....	525,00	500,00	-4,76
20 dollars .....	125,25	125,00	-0,20
Peso mexicain .....	2 650,00	2 645,00	-0,19
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	389,20	376,45	-3,28
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 derniers indicateurs confirment de nouveau la poursuite du redressement de l'activité et la modération des prix.

D'après l'indice provisoire de l'INSEE, les prix de détail ont augmenté de 0,3 % en avril (après + 0,2 % en mars), par suite d'un renchérissement des produits alimentaires frais (+ 5,4 %), traduisant une hausse sur douze mois de 1,7 % (contre 1,5 % en mars).

Au premier trimestre 1994, le taux de salaire horaire ouvrier a augmenté de 0,7 % (après + 0,3 % au quatrième trimestre 1993) ; la progression sur douze mois s'établit ainsi à 2,5 %, contre 2,3 % à l'issue du trimestre précédent.

L'activité et l'emploi, de leur côté, prennent un tour plus favorable.

Au cours des trois premiers mois de l'année, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,1 % et le taux de chômage, au sens du BIT, est demeuré en mars à 12,2 %, niveau auquel il s'est stabilisé depuis fin 1993.

La consommation des ménages en produits manufacturés a crû de 0,7 % en volume en mars, traduisant une hausse de 1,8 % sur un an.

En février, l'indice de la production industrielle (hors bâtiment) a augmenté de 0,6 % et la production manufacturière (+ 0,8 %) s'est accrue pour le quatrième mois consécutif.

Dans le bâtiment, le redressement, amorcé au quatrième trimestre 1993, s'est affirmé au cours des trois premiers mois de 1994, période durant laquelle le nombre de logements commencés s'est inscrit en progrès de 15,3 % sur un trimestre et de 18,7 % sur un an, retrouvant l'un de ses plus hauts niveaux depuis 1989.


L'enquête mensuelle de l'INSEE publiée fin avril fait ressortir la poursuite de l'amélioration, depuis quelques mois, des perspectives personnelles de production des chefs d'entreprise, mais aussi des perspectives générales, qui retrouvent des niveaux « observés en phase de haute conjoncture ». La demande globale, notamment étrangère, s'est raffermie au premier trimestre et devrait continuer de progresser au deuxième.

L'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France, elle aussi, met en lumière l'évolution plus favorable du climat dans l'industrie depuis novembre.



## 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 17 mai 1994

En avril, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, le mouvement de reprise de l'activité a, dans l'ensemble, poursuivi sa progression. La production, qui s'est de nouveau fortement accrue dans l'automobile et autres matériels de transport terrestre, a continué d'augmenter dans les biens intermédiaires, les biens d'équipement professionnels et, quoique plus faiblement, dans les biens de consommation ; elle s'est légèrement repliée dans les industries agricoles et alimentaires.

## 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 17 mai 1994

La *demande globale* est toujours soutenue. Sur le marché intérieur, la demande interindustrielle s'est encore raffermie grâce aux ordres du secteur automobile et à l'arrêt du déstockage. À l'exportation, les ventes se développent sur les marchés porteurs (Asie du Sud-Est, États-Unis, Royaume-Uni) et tendent à se redresser en Europe continentale, notamment en Allemagne, en Italie et en Espagne.

**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 17 mai 1994

L'appréciation portée sur les *carnets de commandes* confirme la sensible amélioration notée les mois précédents, surtout dans les biens intermédiaires. Les *stocks* sont redevenus proches de la normale, particulièrement dans les biens intermédiaires et les biens d'équipement professionnels ; ils se révèlent même insuffisants 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 17 mai 1994

L'intensité de la concurrence se manifeste par des exigences élevées en matière de tarifs et de délais d'exécution des commandes. Aussi l'augmentation des coûts de certaines matières premières (pâte à papier, cuir, bois, par exemple) n'a-t-elle pas été pleinement répercutée dans *les prix de vente des produits finis*. Les évolutions sectorielles ont été contrastées : des relèvements sont intervenus

## La conjoncture économique

punctuellement (sidérurgie) et, à l'inverse, des baisses ont été enregistrées depuis le début de l'année à la suite de rabais (automobiles).

Dans ces conditions, de nombreuses entreprises enregistrent une contraction de leurs marges, sans que leur situation financière en soit fortement affectée, compte tenu de l'élargissement des trésoreries observé depuis le début de l'année.

De plus en plus nombreuses sont les entreprises qui expriment leur intention de procéder à des *investissements*, destinés à améliorer la productivité ou à développer les capacités de production, qu'elles avaient souvent programmés auparavant mais différés jusqu'alors. Toutefois, l'exécution effective des projets reste encore limitée.

**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 17 mai 1994

Au cours des prochains mois, l'*activité devrait progresser dans tous les secteurs de l'industrie* ; dans l'automobile, la croissance observée depuis le début de l'année pourrait se faire moins vigoureuse.

L'*activité commerciale* s'est redressée en mars et en avril, sans pouvoir effacer complètement le recul enregistré en février. Aussi le bimestre mars-avril n'a-t-il pas dépassé le niveau de janvier-février.

Les *effectifs* tendent à se stabiliser dans tous les secteurs. Face à une demande dont la fermeté a parfois surpris, de nombreuses entreprises révisent leur politique de main-d'œuvre : elles réduisent le chômage partiel, recourent à des intérimaires ou effectuent quelques recrutements à durée déterminée.

4.2. La balance des paiements en février 1994 <sup>1</sup>

<b>BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE</b>								
<i>(Données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1993 (a)	Octobre 1993 (a)	Novembre 1993 (a)	Décembre 1993 (a)	Janvier 1994 (b)	Février 1994 (b)	2 mois de 1993 (a)	2 mois de 1994 (b)
<i>Transactions courantes</i> .....	59 466	7 896	-179	16 143	12 477	-10 263	-4 587	2 214
<i>Transferts en capital</i> .....	-569	-3	-1	-168	14	-10	-37	4
<i>Capitaux à long terme</i> .....	-19 362	8 673	14 403	-15 663	-36 907	-41 409	35 269	-78 316
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire</i> .....	199 844	47 304	15 750	53 248	-23 173	19 919	-4 817	-3 254
<i>Erreurs et omissions</i> .....	14 979	-16 318	-17 742	22 160	-28 435	14 427	16 863	-14 008
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiel</i> .....	-254 358	-47 552	-12 231	-75 720	76 024	17 336	-42 691	93 360
– Secteur bancaire .....	-282 159	-22 597	31 568	-82 380	117 571	21 632	6 010	139 203
– Secteur officiel .....	27 801	-24 955	-43 799	6 660	-41 547	-4 296	-48 701	-45 843
(a) Chiffres définitifs								
(b) Chiffres provisoires								
Source et réalisation : Banque de France								
Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél : +33 (1) 42 92 51 85								
Mise à jour le 5 mai 1994								

## 4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur

**Évolution globale** (en données douanières FAB-FAB)

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), l'excédent du commerce extérieur du mois de février double par rapport à celui du mois de janvier (+ 5,4 milliards de francs, au lieu de + 2,7 milliards), tout en restant inférieur à la moyenne calculée sur les 6 derniers mois (+ 8,1 milliards de francs). D'un mois sur l'autre, l'augmentation de l'excédent provient d'une contraction des flux plus marquée à l'importation (– 4,9 %) qu'à l'exportation (– 2,1 %).

En données brutes, l'excédent commercial des deux premiers mois de 1994 (4,2 milliards de francs en février, après 1,9 milliard en janvier) s'inscrit en léger progrès par rapport aux mêmes mois de l'année précédente : 5,1 milliards au total.

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

Le doublement de l'excédent global d'un mois sur l'autre provient d'un allègement très sensible du déficit énergétique et d'une amélioration du solde industriel, l'excédent agro-alimentaire restant quasiment stable.

Le solde *agro-alimentaire* reste en effet inchangé (+ 3,3 milliards de francs, après + 3,4 milliards), dans un contexte de diminution des échanges. Il s'inscrit au demeurant nettement en retrait par rapport à la moyenne mensuelle des six derniers mois (+ 4,6 milliards de francs).

L'allègement du déficit *énergétique* (5,0 milliards de francs, au lieu de 6,6 milliards) a principalement pour origine une baisse des quantités de pétrole brut importées.

D'un mois sur l'autre, l'excédent *industriel* s'améliore (2,9 milliards de francs, au lieu de 1,5 milliard) en raison d'une diminution plus marquée des importations (– 4,3 %) que des exportations (– 2,6 %). Les résultats de l'*industrie civile* progressent de + 1,3 milliard de francs à + 2,2 milliards et ceux de l'*industrie*

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

*militaire* reviennent à un niveau moyen (+ 0,7 milliard de francs) après un excédent très faible en janvier (+ 0,1 milliard).

Parmi les opérations civiles, la reprise des importations de *biens intermédiaires* observée au mois de janvier (+ 3,9 %) est annulée en février (diminution de 4,1 %). En conséquence, le déficit de 1,4 milliard de francs fait place à un excédent de 0,6 milliard.

Le solde des échanges de *biens d'équipement professionnels* se dégrade très sensiblement (– 0,2 milliard de francs, au lieu de + 2,3 milliards) sous l'effet d'une forte diminution des exportations (– 14 %). On notera que les ventes d'Airbus ne contribuent aux exportations qu'à hauteur de trois appareils pour un montant de 0,9 milliard de francs, au lieu de sept en janvier pour 2,9 milliards de francs.

Les échanges de *véhicules destinés aux ménages* se manifestent au contraire par un certain dynamisme, notamment pour les exportations (+ 8 %) ; l'excédent passe ainsi de 0,9 milliard de francs à 1,2 milliard. Le solde des *pièces détachées et véhicules utilitaires de transport terrestre* reste, pour sa part, pratiquement inchangé (+ 2,0 milliards de francs, au lieu de + 2,1 milliards).

Le déficit en *biens de consommation* s'allège nettement (0,6 milliard de francs, au lieu de 2,0 milliards) à la suite d'une diminution des importations alors que le niveau des exportations se maintient.

#### **Orientation géographique** (en données CAF-FAB cvs)

Le résultat des échanges reste stable vis-à-vis de l'*Union européenne*. L'orientation favorable s'observe avec les *autres pays de l'OCDE*, tandis que le solde se dégrade par rapport aux pays situés hors la zone OCDE.

L'excédent avec l'*Union européenne* n'évolue guère (1,7 milliard de francs, au lieu de 1,8 milliard) mais se situe en retrait par rapport à la moyenne des douze mois précédents (2,8 milliards). La réduction du déficit avec l'Italie (0,2 milliard de francs, au lieu de 1,3 milliard) est compensée, en solde, par des résultats qui se dégradent avec le Royaume-Uni (+ 2,0 milliards de francs, au lieu de + 2,6 milliards) et l'Allemagne (– 1,2 milliard de francs, au lieu de – 0,8 milliard).

Le déficit à l'égard des pays de l'*OCDE hors Union européenne* se réduit fortement (1,9 milliard de francs, au lieu de 4,0 milliards) et reflète l'évolution des échanges avec les États-Unis (– 0,3 milliard de francs, au lieu de – 2,7 milliards). Vis-à-vis de ce pays, le contraste des opérations est très marqué, les exportations ayant progressé de 11 % alors que les importations chutaient de 17 %. Par ailleurs, compte tenu du taux de couverture des importations par les exportations, le déficit avec le Japon varie peu (2,2 milliards de francs, au lieu de 2,3 milliards) en dépit d'une progression importante des échanges (+ 30 % pour les exportations, + 9 % pour les importations).

L'évolution du résultat *hors OCDE* (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de + 2,5 milliards) s'explique principalement par le recul des exportations. Ainsi le déficit avec les *pays d'Asie à économie en développement rapide* se creuse (1,8 milliard de francs, au lieu de 0,7 milliard) ; il en est de même avec les pays de l'Est (0,9 milliard de francs, au lieu de 0,3 milliard), mais dans une moindre mesure.

#### **4.2.2. Les transactions courantes**

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

En raison, essentiellement, des recettes nettes exceptionnelles enregistrées en janvier au titre des transferts unilatéraux du secteur officiel et selon des données encore provisoires, le solde des transactions courantes passerait d'un excédent de 12,5 milliards de francs en janvier à un déficit de 10,3 milliards en février.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), le déficit de février est moins marqué qu'en données brutes (4,2 milliards de francs). L'écart des résultats d'un mois sur l'autre est d'autant plus important que le déficit des revenus de facteurs se creuse nettement en février.

**BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE**  
**Soldes des transactions courantes**

(Données brutes – en millions de francs)

	Janvier 1994 (b)	Février 1994 (b)	2 mois de 1993 (a)	2 mois de 1994 (b)
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b> .....	12 477	-10 263	-4 587	2 214
<i>Marchandises</i> .....	157	1 165	171	1 322
– Exportations et importations .....	-840	999	-1 733	159
– Négoce international .....	997	166	1 904	1 163
<i>Services</i> .....	3 147	1 310	3 455	4 457
– Transports .....	-202	-407	-1 721	-609
– Services techniques .....	2 271	162	4 215	2 433
– Voyages .....	2 988	2 592	4 726	5 580
– Autres services .....	-1 910	-1 037	-3 765	-2 947
<i>Revenus de facteurs</i> .....	-4 377	-8 036	-7 810	-12 413
<i>Autres biens et services</i> .....	2 200	2 700	4 631	4 900
<i>Transferts unilatéraux</i> .....	11 350	-7 402	-5 034	3 948
– dont transferts du secteur officiel .....	11 461	-7 171	-5 004	4 290
<b>TRANSFERTS EN CAPITAL</b> .....	14	-10	-37	4

(Données cvs – en millions de francs)

	Janvier 1994 (b)	Février 1994 (b)	2 mois de 1993 (a)	2 mois de 1994 (b)
<b>TRANSACTIONS COURANTES</b> .....	16 085	-4 250	4 459	11 835
<i>Exportations et importations</i> .....	1 200	1 250	413	2 450
<i>Services</i> .....	4 165	4 461	7 690	8 626
– Transports .....	38	-220	-1 337	-182
– Voyages .....	5 122	4 325	8 326	9 447
<i>Revenus de facteurs</i> .....	-4 467	-8 266	-8 207	-12 733
<i>Autres biens et services</i> .....	2 331	2 807	4 853	5 138

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 5 mai 1994

**Graphiques non disponibles**

### **Les exportations et importations en balance des paiements**

En données cvs, l'excédent des exportations sur les importations <sup>1</sup> se maintient à 1,2 milliard de francs en janvier et février.

En données brutes, le solde de janvier apparaît légèrement déficitaire (0,8 milliard de francs), celui de février atteignant + 1 milliard de francs.

### **Le négoce international**

Le solde global de la ligne *négoce international* (données brutes) se replie en février (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de + 1 milliard). Cette évolution, due en partie au négoce international de produits pétroliers, est concentrée sur un petit nombre d'opérateurs, les opérations assimilées au négoce s'étant, de surcroît, traduites par un déficit en février.

### **Les services**

L'excédent des *services* (données cvs) se renforce de 0,3 milliard de francs en février par rapport à janvier pour atteindre 4,5 milliards de francs ; néanmoins des compensations importantes se sont opérées dans l'évolution des composantes.

Ainsi, les opérations en *coopération technique* se sont traduites en février par un déficit élevé pour cette catégorie de services, soit 0,6 milliard de francs en données cvs, au lieu d'un excédent de 1 milliard de francs le mois précédent. Dans ce domaine, et d'un mois sur l'autre, la diminution des recettes est assez généralisée chez les opérateurs, tandis que la croissance des dépenses, qui se conjugue à la baisse des recettes pour creuser le solde, est principalement due aux opérations avec l'Agence spatiale européenne.

Corrigé des variations saisonnières, le solde des *voyages* se dégrade également, passant de + 5,1 milliards de francs à + 4,3 milliards. Bien que les recettes aient augmenté, on notera que cette évolution résulte d'une augmentation des dépenses à l'étranger des résidents, qui atteignent 6,7 milliards de francs, au lieu de 5,4 milliards en janvier. Le solde des *assurances*, en données cvs, retrouve un niveau moyen en février (- 0,2 milliard de francs), après un résultat favorable en janvier (+ 0,4 milliard de francs) qui s'expliquait par des opérations de réassurance.

En revanche, le déficit des *services divers* (opérations sans saisonnalité) qui atteignait un montant particulièrement élevé en janvier (2,1 milliards de francs) se contracte nettement, passant à 0,7 milliard. Le solde de janvier reflétait des versements nets importants à des non-résidents au titre des opérations sur marchés à terme.

### **Les revenus de facteurs**

Le déficit des *revenus de facteurs*, en données cvs, s'alourdit sensiblement d'un mois sur l'autre (- 8,3 milliards de francs, contre - 4,4 milliards en janvier). Les *brevets et redevances* ainsi que les *salaires et autres revenus du travail* ne présentent pas d'évolution notable. En revanche, le déficit des *intérêts et autres revenus du capital* se creuse de 2,5 milliards de francs, pour atteindre 6,1 milliards. La charge de la dette obligataire des résidents est principalement à l'origine de ce mouvement, tant pour le secteur officiel que pour le secteur bancaire. Pour sa part, le déficit net des intérêts versés au titre du coupon couru non échu lors des négociations d'obligations et de titres similaires entre résidents et non-résidents sur le marché secondaire, reste élevé (1,9 milliard de francs, après 1,6 milliard), ce qui reflète principalement des cessions nettes d'OAT par les non-résidents aux résidents.

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



### **Les autres biens et services**

L'excédent à ce titre, qui découle de l'analyse du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, atteint 2,7 milliards de francs en février, après 2,2 milliards le mois précédent.

### **Les transferts unilatéraux**

Le solde des *transferts unilatéraux* enregistre un repli de 18,7 milliards de francs en données brutes (-7,4 milliards, au lieu de +11,3 milliards). L'ampleur de ce mouvement est assez inhabituelle et provient des opérations de la France avec les institutions de l'Union européenne enregistrées en *transferts unilatéraux du secteur officiel* (-7,2 milliards de francs, au lieu de +11,5 milliards). Au mois de janvier, en effet, 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 versements correspondent en majeure partie au remboursement des primes à la jachère dont l'avance avait été opérée en 1993 par le gouvernement français.

### **4.2.3. Les transferts en capital**

Ces opérations, correspondant principalement à des abandons de créances, n'ont porté que sur des montants négligeables au cours des deux premiers mois de l'année.

### **4.2.4. Les mouvements de capitaux**

Au cours du mois de février 1994, les mouvements de capitaux se sont soldés par des sorties nettes de 4,2 milliards de francs, après des entrées de 15,9 milliards de francs en janvier. Ce mouvement résulte de la contraction du solde positif des capitaux à court terme (37,2 milliards de francs, contre 52,8 milliards) qui devient inférieur au solde négatif des capitaux à long terme (-41,4 milliards de francs, après -36,9 milliards).

#### **Les capitaux à long terme**

Pour le troisième mois consécutif, les mouvements de capitaux à long terme se sont soldés par des sorties nettes (-41,4 milliards de francs, après -36,9 milliards en janvier et -15,7 milliards en décembre 1993).

Les opérations de prêts à long terme ont donné lieu à des entrées de 3,3 milliards de francs, essentiellement imputables aux opérations en francs du secteur bancaire : remboursements nets de prêts à l'étranger (2,3 milliards) et mises en place nettes de prêts de l'étranger (1,5 milliard).

Les investissements de portefeuille ont entraîné des sorties nettes quasiment identiques en volume à celles du mois précédent (-41,4 milliards de francs, au lieu de -41,1 milliards en janvier). Les achats nets de titres étrangers par les résidents se sont contractés (-17,6 milliards de francs, contre -33,0 milliards). Les non-résidents ont continué à se dégager des titres français (-25,2 milliards de francs, après -6,9 milliards). Acheteurs nets d'actions (3,6 milliards de francs), ils ont été vendeurs nets d'OAT (-26,1 milliards) et de BTAN (-10,3 milliards).

Les investissements français à l'étranger ont diminué de moitié d'un mois sur l'autre (1,7 milliard de francs, contre 3,5 milliards) alors que dans le même temps, les investissements étrangers en France progressaient très légèrement (2,2 milliards de francs, contre 2,0 milliards).

Les investissements du secteur officiel ont progressé à -2,4 milliards de francs (contre -0,1 milliard) en raison du versement de la première annuité de la contribution de la France à la dixième reconstitution des ressources de l'AID (Association internationale de développement).

**Les capitaux à court terme**

Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées nettes de 37,2 milliards de francs, en repli par rapport au mois précédent (52,8 milliards).

Le solde des mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire s'est retourné (19,9 milliards de francs d'entrées, après des sorties de 23,2 milliards) en raison principalement d'une reprise des dénouements de placements à l'étranger (14,9 milliards de francs, contre – 15,8 milliards).

Le secteur bancaire a enregistré des entrées de 21,6 milliards de francs, en forte diminution par rapport au mois précédent (117,6 milliards). Pour l'essentiel, ce mouvement résulte des opérations en francs des non-résidents (41,8 milliards de francs, contre 94,2 milliards) et des opérations en devises des résidents (2,7 milliards de francs, au lieu de 32,2 milliards).

Les avoirs nets à court terme du secteur officiel ont progressé de 4,3 milliards en février (au lieu de 41,5 milliards en janvier).

# 5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

---

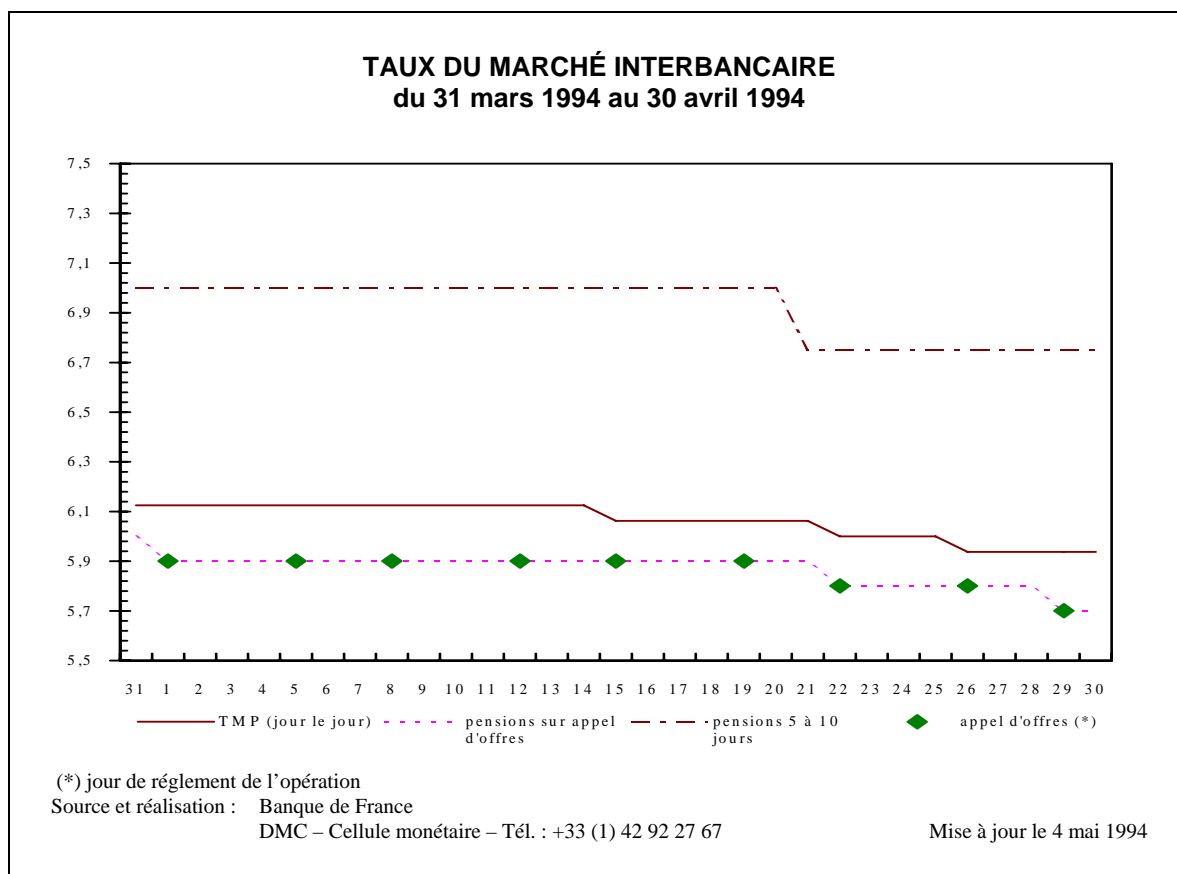
## 5.1. Les marchés de taux d'intérêt et la politique monétaire

Au cours du mois d'avril, les marchés de taux d'intérêt ont connu une évolution divergente entre les compartiments courts et de long terme.

Un net fléchissement a été enregistré sur les échéances interbancaires jusqu'à un an sous l'effet de la poursuite du mouvement de détente graduelle de la politique monétaire. La Banque de France a réduit à deux reprises de 0,10 point le taux des appels d'offres, le 21 et le 28 avril, le ramenant de 5,90 % à 5,70 %. Parallèlement le taux des pensions de 5 à 10 jours a été abaissé d'un quart de point à 6,75 % le 21 avril.

À l'inverse, la hausse des rendements sur le marché obligataire, amorcée en février, s'est poursuivie en liaison avec la hausse des taux longs constatée aux États-Unis : l'indice des emprunts du gisement est ainsi passé de 6,42 % à 6,77 % d'une fin de mois à l'autre.

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



Le loyer de l'argent au jour le jour est d'abord demeuré stable à 6 1/8 % tout au long de la première quinzaine du mois, puis a enregistré trois replis successifs de 1/16 de point, à partir du 15 avril, jusqu'à 5 15/16 % en fin de mois. Il s'agit du plus bas niveau observé depuis l'automne de 1972. Le taux moyen mensuel s'est établi à 6,06 %, contre 6,30 % le mois précédent.

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire du 21 avril, la Banque de France a décidé de ramener de 5,90 % à 5,80 % le taux des appels d'offres, le taux des pensions de 5 à 10 jours étant pour sa part abaissé de 7% à 6,75 %. Puis une nouvelle baisse du taux d'appel d'offres de 0,10 point à 5,70 % a été décidée le 28 avril.

Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire a légèrement fléchi, revenant de 142 milliards de francs le 29 mars à 136 milliards de francs le 29 avril.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 mars – 15 avril ont atteint 19,1 milliards de francs (dont 11,7 milliards d'encaisses en billets), soit un montant légèrement supérieur à la moyenne requise de 18,6 milliards de francs.

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

*(en milliards de francs)*

	Mars 1994	Avril 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION .....	-237,9	-240,2	-2,3
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b) .....	-7,0	-7,4	-0,4
RÉSERVES NETTES DE CHANGE .....	79,3	87,0	7,7
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE .....	-3,1	14,1	17,2
DIVERS .....	3,0	2,4	-0,6
<b>TOTAL</b> .....	<b>-165,7</b>	<b>-144,1</b>	<b>21,6</b>
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres .....	142,4	120,9	-21,5
– Autres pensions .....	4,5	4,4	-0,1
– Bons du Trésor achetés ferme .....	25,8	26,2	0,4
– Opérations d'escompte net .....	1,0	0,9	-0,1
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire .....	-8,0	-8,2	-0,2
<b>TOTAL</b> .....	<b>165,7</b>	<b>144,1</b>	<b>-21,6</b>

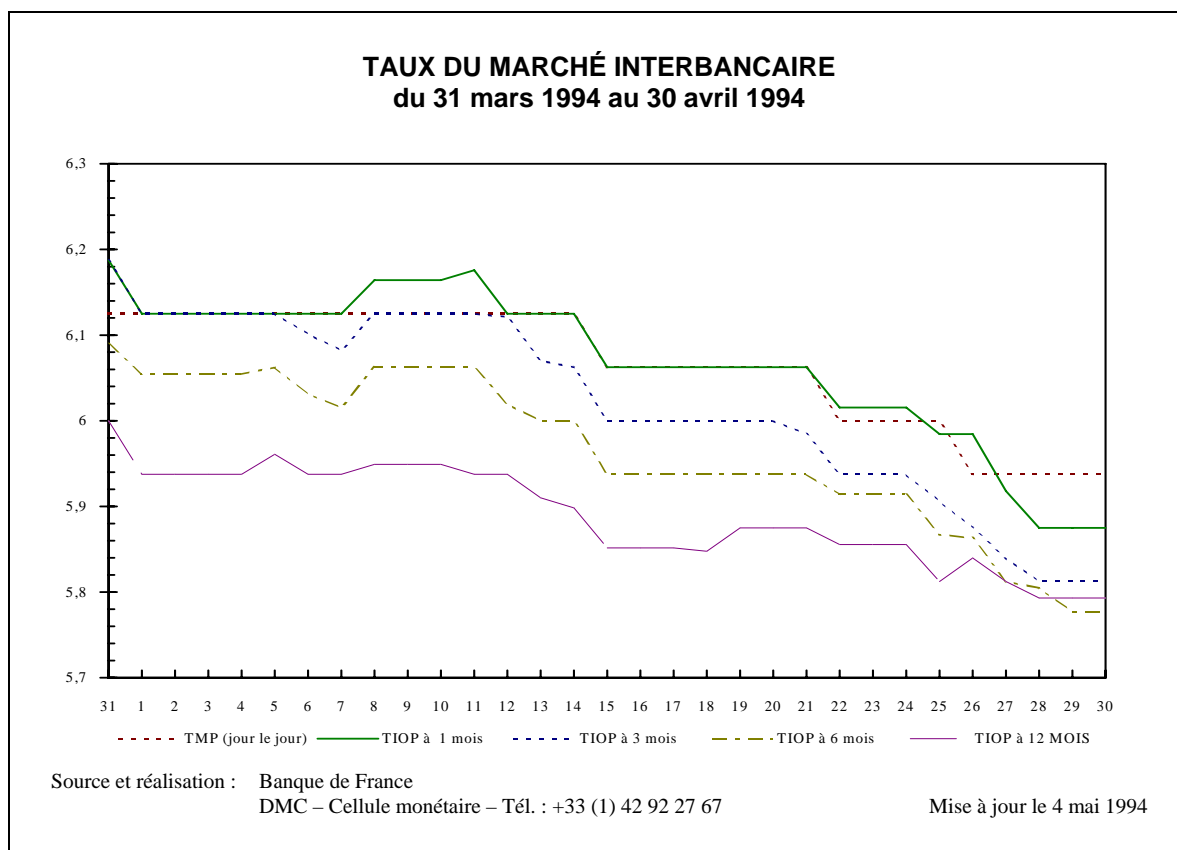
(a) Les facteurs précédés du signe - agissent dans le sens d'une diminution de la liquidité.

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

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

Mise à jour 4 mai 1994

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

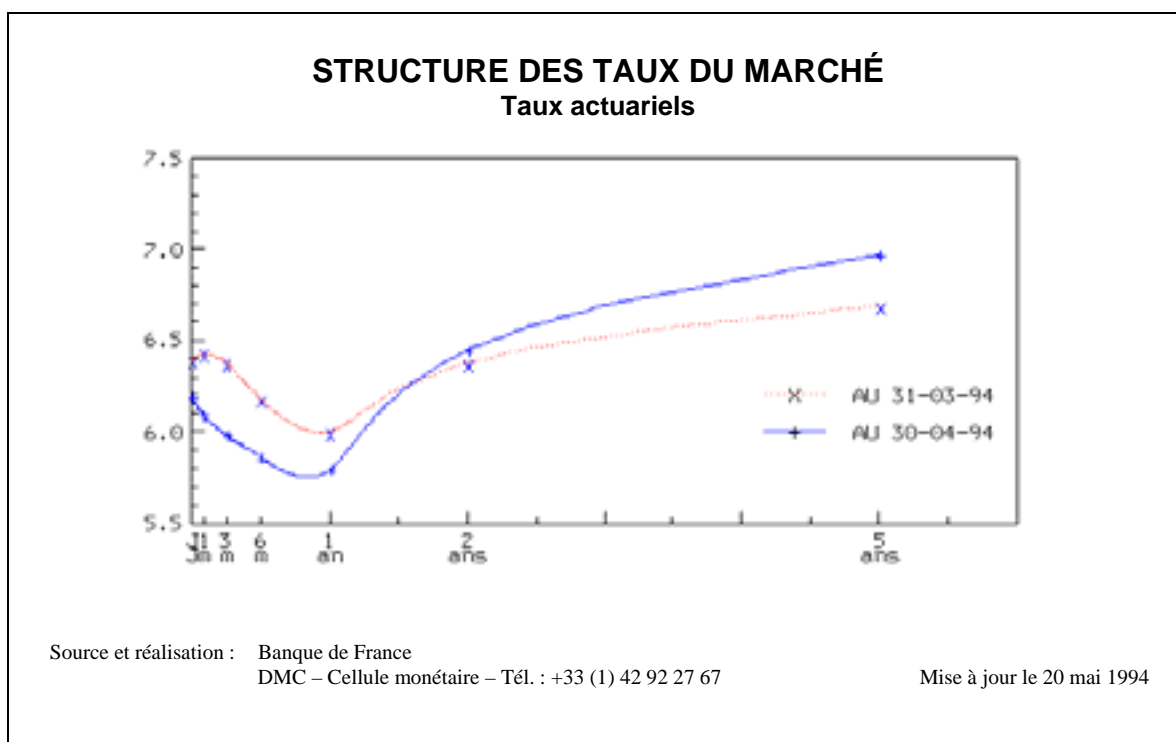


Les taux de terme interbancaires ont été assez stables durant la première décade du mois en liaison avec la stabilité du taux de l'argent au jour le jour. Malgré quelques tensions temporaires sur les marchés de change, les rendements ont amorcé à partir du 13 une détente qui s'est prolongée jusqu'à la fin du mois. La poursuite du mouvement d'assouplissement des politiques monétaires en France, mais aussi dans plusieurs pays européens, a été favorablement accueillie par les marchés. En Allemagne, alors que le taux des prises en pension à deux semaines de la Banque fédérale d'Allemagne était réduit de 0,06 point (de 5,76 % à 5,70 %) entre le 30 mars et le 13 avril, le repli a atteint 0,23 point (de 5,70 % à 5,47 %) du 13 au 27 avril, après que, le 14 avril, les deux taux directeurs aient été réduits d'un quart de point (le taux d'escompte étant ramené à 5 % et le taux Lombard à 6,50 %). Des mesures similaires ont été prises dans plusieurs pays de l'Union européenne (Belgique, Danemark, Espagne, Pays-Bas).

Les taux interbancaires jusqu'à un an ont connu une détente sensible, particulièrement sur les échéances les plus courtes. En revanche, les taux à 2 ans et 5 ans sont demeurés orientés à la hausse, en liaison avec la mauvaise tenue du marché obligataire.

<b>ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES</b>			
<i>(en pourcentage)</i>			
	29 avril 1994	31 mars 1994	Variation
TIOPI à 1 mois.....	5,88	6,19	- 0,31
TIOPI à 3 mois.....	5,81	6,19	- 0,38
TIOPI à 6 mois.....	5,78	6,09	- 0,31
TIOPI à 1 an.....	5,79	6,00	- 0,21
Taux à 2 ans.....	6,51	6,45	0,06
Taux à 5 ans.....	7,04	6,76	0,28

La courbe des rendements à fin avril conserve un profil inversé jusqu'à l'échéance d'un an. Au-delà, on enregistre un redressement assez sensible en raison à la fois de la baisse du taux à un an et de la remontée du taux à 5 ans.

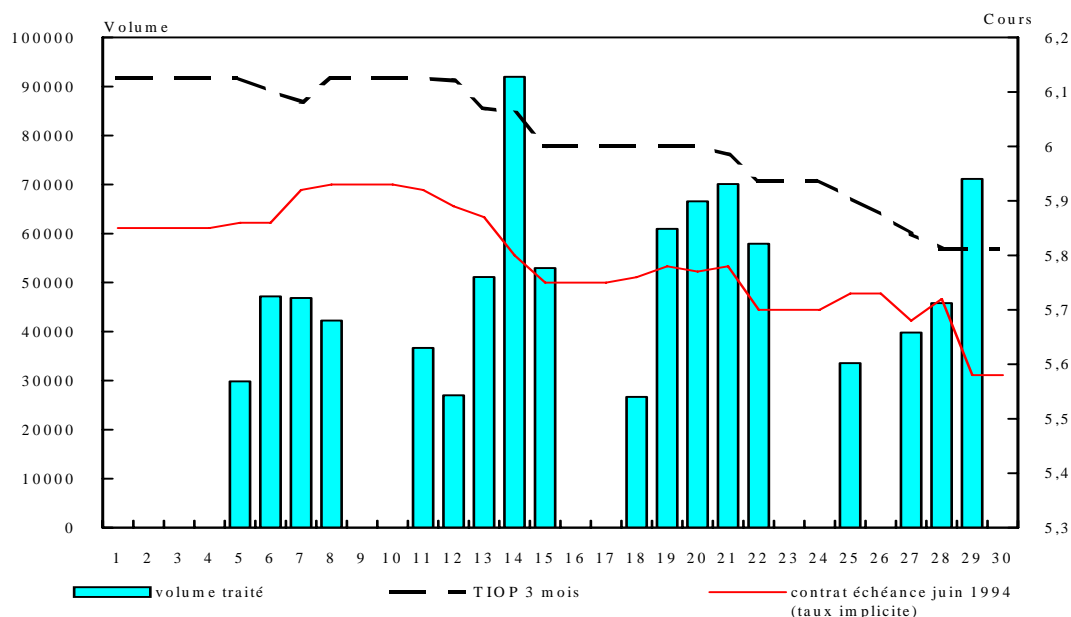


Sur le Matif, le taux implicite du contrat Pibor 3 mois (échéance juin 1994) a suivi, tout au long du mois, une évolution assez proche du taux sur le marché au comptant. L'orientation haussière des cours, interrompue durant la première partie d'avril, a repris en liaison avec les signaux d'assouplissement adressés par la Banque de France et la Banque fédérale d'Allemagne. Au total, le cours du contrat Pibor 3 mois (échéance juin 1994) est passé de 94,16 le 31 mars à 94,33 le 29 avril.

L'écart entre le taux implicite du contrat à terme et le taux au comptant s'est toutefois sensiblement resserré (- 14 points le 29 avril, contre - 35 points le 31 mars) traduisant un certain reflux des anticipations concernant l'ampleur de la baisse des taux courts attendue dans les prochains mois.

De son côté, l'écart entre le cours du contrat Pibor 3 mois sur l'échéance de juin et celui du contrat Eurodeutsche mark 3 mois traité sur le Liffe s'est légèrement creusé (49 points en faveur du contrat Eurodeutsche mark le 29 avril, contre 40 points à la fin du mois précédent).

### ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS du 31 mars 1994 au 30 avril 1994



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

Mise à jour le 4 mai 1994

### 5.1.3. Le marché des bons du Trésor

#### Adjudications

Au cours du mois d'avril, le Trésor a procédé à l'émission de 87,09 milliards de bons à taux fixes en francs (65,23 milliards de BTF et 21,86 milliards de BTAN). L'encours total de bons en circulation est passé de 809,4 milliards de francs le 31 mars à 807,1 milliards le 29 avril, auxquels il convient d'ajouter 3,7 milliards de bons en écus, contre 3,2 milliards précédemment.

Sur les BTF, les taux à l'émission ont continué de se détendre, enregistrant un repli de 0,17 point sur l'échéance à trois mois entre le 5 et le 25 avril.

En ce qui concerne les BTAN émis le 21 avril, on note une hausse de 0,43 point sur la tranche à 2 ans et de 0,73 point sur celle à 5 ans par rapport à l'adjudication du 17 mars.



<b>ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES</b>									
Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumis- sions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuariel annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
5 avril 94	BTF	4 sem.	34 004	6 007	4	5,89	5,93	6,16	6,39
5 avril 94	BTF	13 sem.	33 205	8 011	5	5,87	5,89	6,10	6,36
5 avril 94	BTF	48 sem.	12 218	4 005	23	5,66	5,70	5,78	5,96
11 avril 94	BTF	04 sem.	41 400	9 004	0	5,92	5,94	6,19	6,44
11 avril 94	BTF	13 sem.	36 720	10 005	0	5,89	5,91	6,13	6,36
11 avril 94	BTF	26 sem.	16 900	3 066	66	5,83	5,84	6,01	6,24
18 avril 94	BTF	13 sem.	39 200	7 007	0	5,77	5,79	5,99	6,22
18 avril 94	BTF	46 sem.	14 200	3 003	0	5,63	5,66	5,75	5,85
21 avril 94	BTAN 4,50 %	2 ans	29 304	10 402	1 532	97,36	97,33	5,95	6,55
21 avril 94	BTAN 4,75 %	5 ans	31 398	11 460	1 510	93,24	93,19	6,40	7,14
25 avril 94	BTF	13 sem.	36 850	12 082	126	5,70	5,72	5,93	6,12
25 avril 94	BTF	28 sem.	14 889	3 037	70	5,60	5,62	5,76	6,04

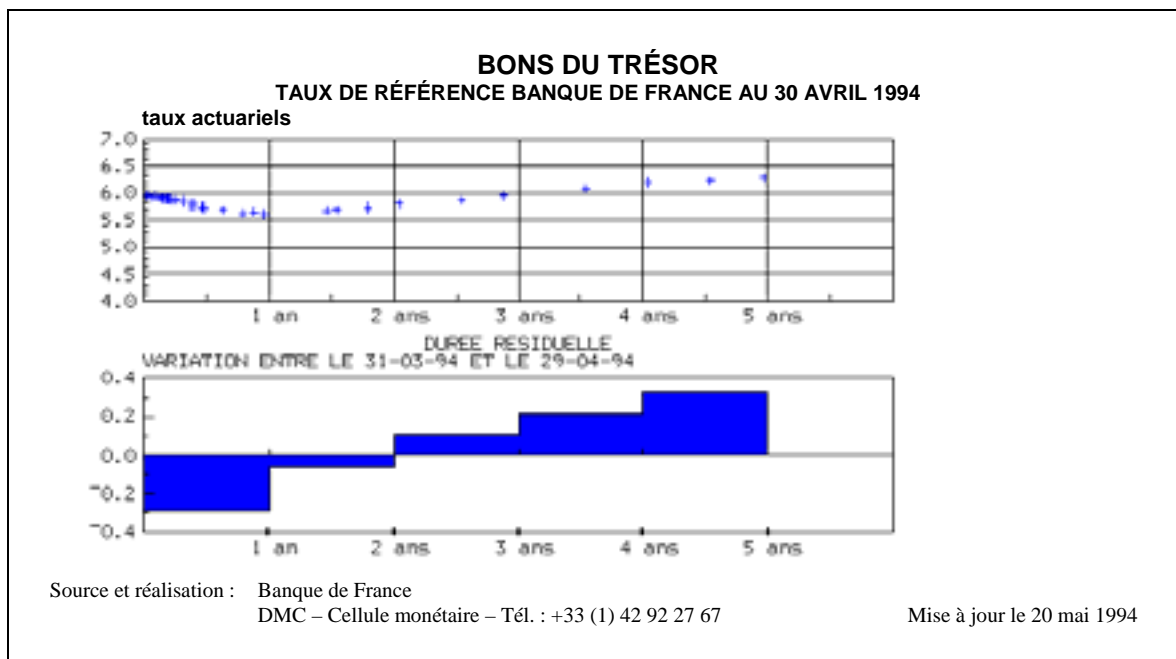
(a) Date d'adjudication  
 (b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel  
 (c) En millions de francs  
 (d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)  
 (e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté  
 (f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

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

Mise à jour le 6 mai 1994

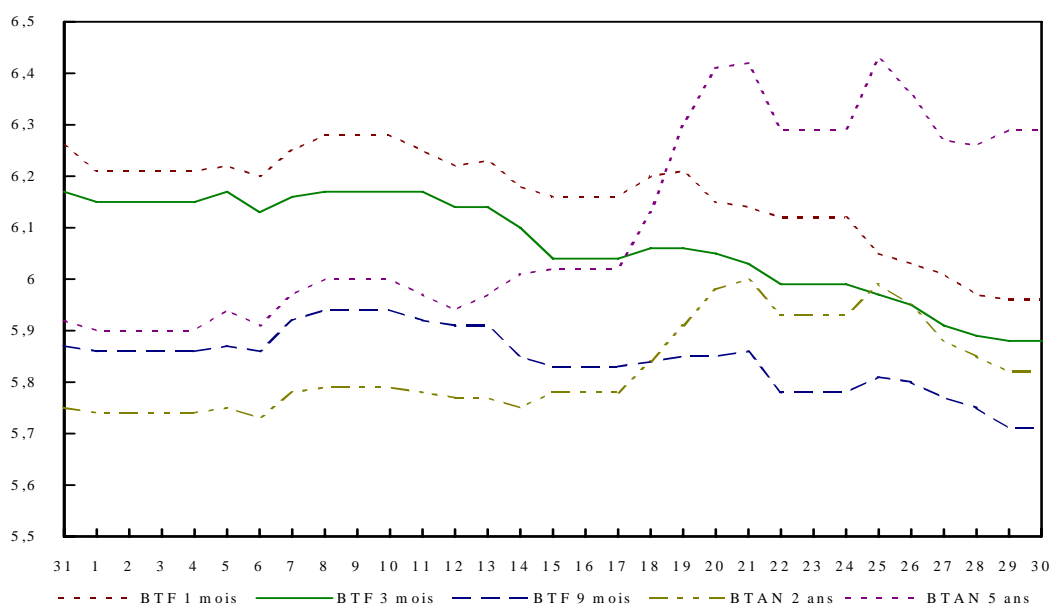
### Marché secondaire

Le processus de rétablissement d'une courbe des taux continûment ascendante s'est poursuivi au cours du mois d'avril, à la fois par la décrue des taux des BTF d'une durée inférieure à un an et par la tension — croissante avec l'échéance — des rendements des BTAN.



Le net désintérêt des investisseurs pour les titres à plus de trois ans, dans un contexte marqué par l'orientation baissière et l'instabilité du marché obligataire, a conduit à une déformation sensible de la structure des taux au profit des titres de courte durée. Le point bas de la courbe s'est ainsi déplacé : de deux ans à fin mars, il s'établit autour de 9 mois – 1 an à fin avril. Cette recomposition se traduit aussi par un net élargissement de l'écart de rendement entre le BTAN 5 ans et le BTAN 2 ans : de 16 à 45 points de base au cours du mois.

### TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 mars 1994 au 30 avril 1994



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

Mise à jour le 4 mai 1994

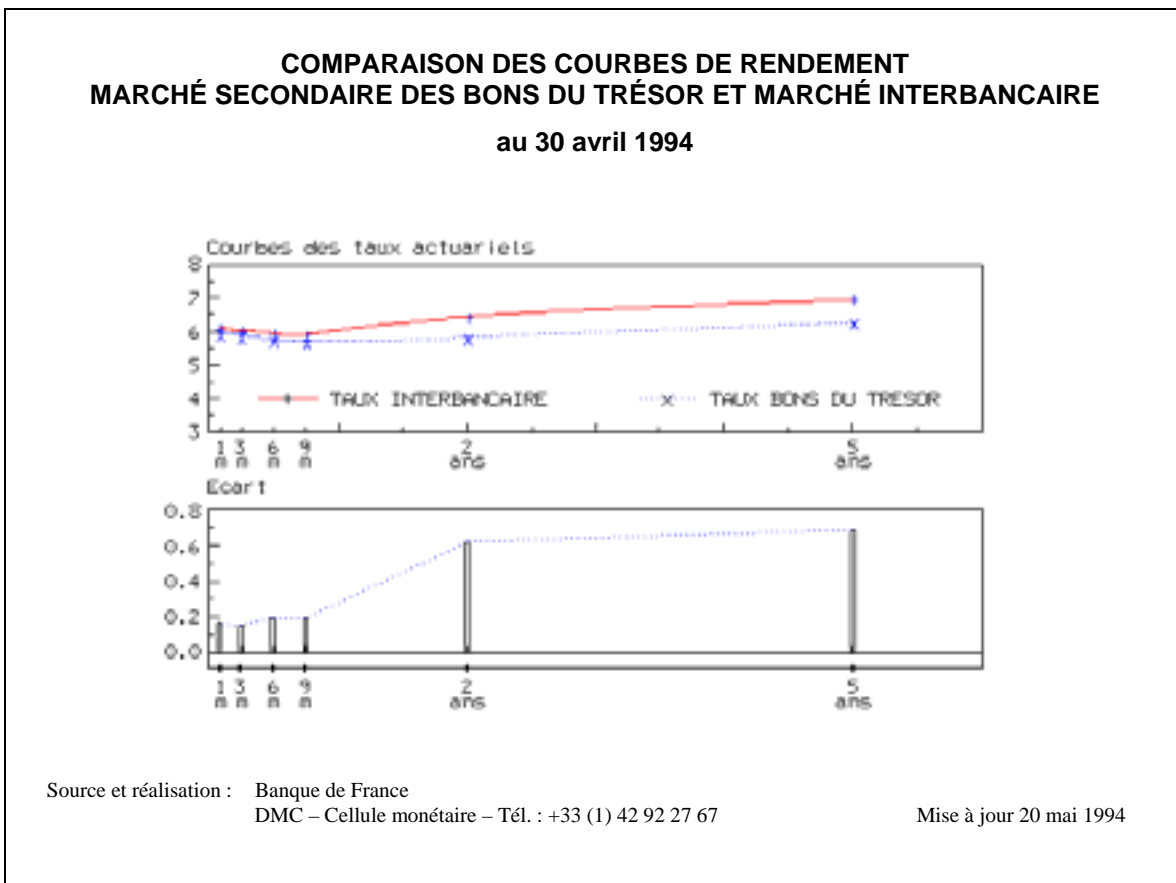
Les taux des BTF ont connu une dérive régulière tout au long du mois. Le repli s'est légèrement accentué au cours de la seconde quinzaine dans le sillage des deux baisses rapprochées des taux directeurs décidées par la Banque de France. Au total, la détente s'inscrit entre 30 et 15 centimes, de manière décroissante avec l'échéance.

Le niveau des rendements des BTAN a été largement influencé par la tendance défavorable du marché obligataire. À la nette détente des taux le 31 mars — dans le sillage de la baisse du taux d'appel d'offres — a succédé une période relativement calme sans évolution majeure.

Puis le compartiment des BTAN a répercuté assez étroitement la dégradation du marché obligataire américain. Les intervenants se désengageaient alors du marché des BTAN longs pour des titres plus courts, qui seuls leur permettaient d'escompter des plus-values rapides. Cette tendance s'accroissait au début de la dernière semaine avant d'esquisser, en fin de mois, une phase de consolidation sur des niveaux de rendement élevés.

Au total, sur le mois, le taux des BTAN 2 ans progresse de près de 10 centimes, celui des BTAN longs enregistre un gain de près de 40 centimes.

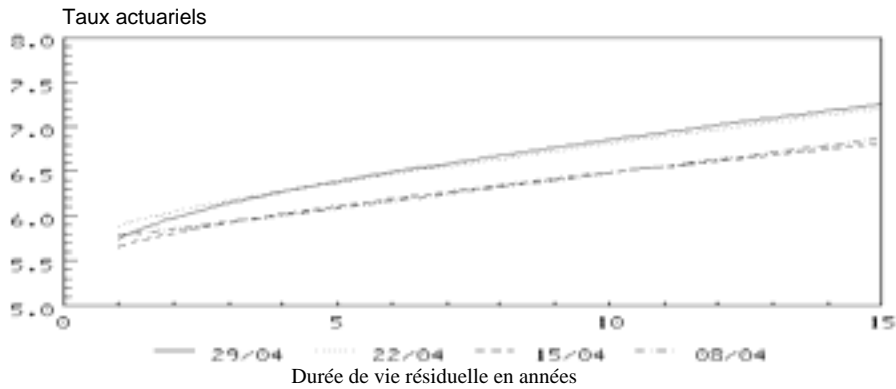
L'écart de rendement entre le marché interbancaire et celui des bons du Trésor jusqu'à 9 mois s'est légèrement réduit, les BTF d'échéance proche étant peu recherchés. Au-delà de cette durée, l'écart constaté est inchangé : 60 à 70 centimes de 2 ans à 5 ans.



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

Le marché obligataire français s'est maintenu sur la tendance nettement baissière initiée en février, dans le sillage du marché américain. La volatilité des cours est restée forte et les intervenants du marché ont limité leurs positions acheteuses dans un contexte de grande incertitude.

**COURBE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT  
Avril 1994**

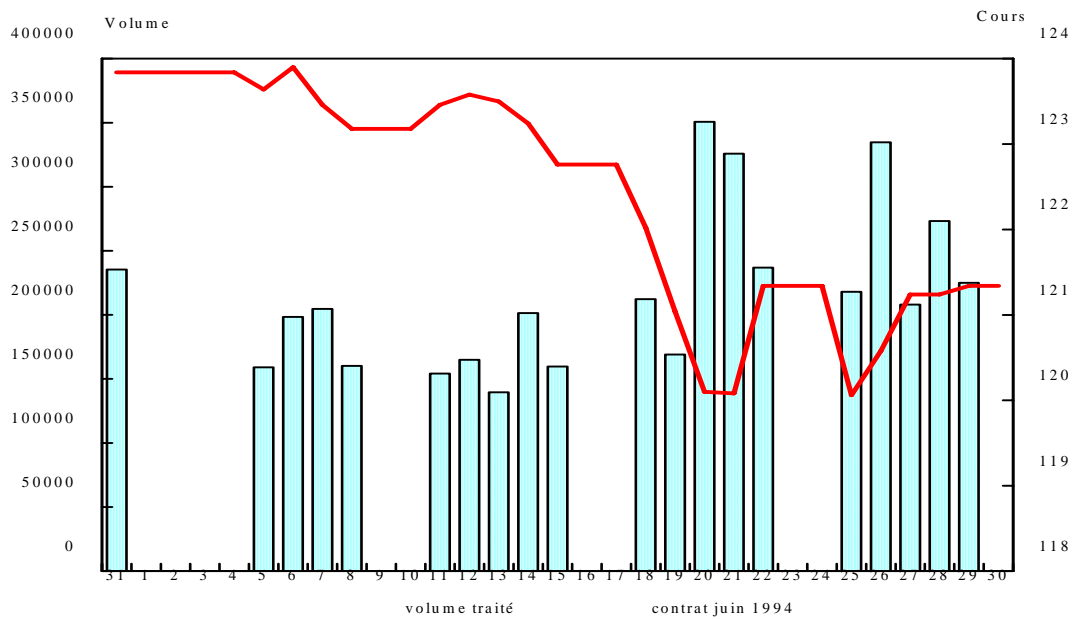


Source et réalisation : Banque de France  
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 13 mai 1994

Le déplacement vers le haut de la courbe des rendements s'est poursuivi au cours du mois. La pente de la courbe des taux s'est également accentuée, les investisseurs se désengageant du segment à long terme pour se placer sur les échéances plus courtes où subsistent des potentialités de baisse des rendements.

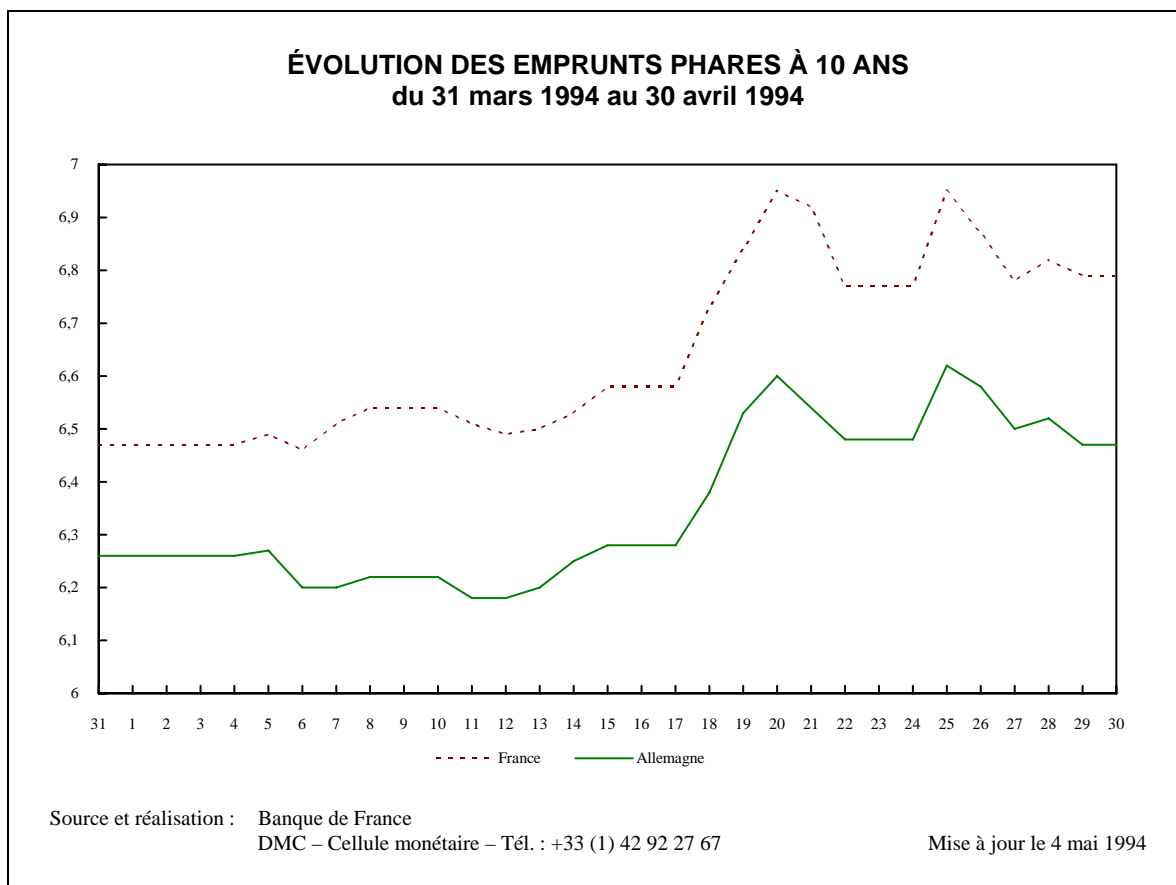
**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ  
SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF  
du 31 mars 1994 au 30 avril 1994**



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

Mise à jour le 4 mai 1994

L'activité a été moins fournie que les mois précédents, tant au comptant que sur le Matif notional. Avec 4,4 millions de lots négociés en avril, représentant une moyenne quotidienne de 230 000 lots, le volume du notional a baissé de 36,2 % par rapport au mois de mars 1994, mais progresse de 64,9 % par rapport au mois d'avril 1993. La position ouverte, en hausse de 13,5 % par rapport au mois précédent, s'est affichée en repli de 26,4 % en comparaison avec avril 1993, indiquant quelques dégagements des non-résidents et la plus grande prudence des investisseurs français.



Le marché obligataire a connu au cours du mois une évolution contrastée.

En début de période, le climat social en France pesait sur la tendance, le marché obligataire faisant l'objet d'arbitrages au profit d'autres places européennes. À la fin de la première semaine d'avril, l'emprunt phare français est passé au-dessus de 6,50 %, les deux principales échéances du notional concédant 66 centimes sur la semaine.

Au cours de la deuxième semaine du mois, les baisses de taux en Europe ne suffisaient pas à compenser l'effet sur les places européennes de la dégradation du compartiment à long terme américain. Si les emprunts au comptant restaient pratiquement stables à l'issue de transactions peu étoffées, en revanche le notional perdait à nouveau une quarantaine de centimes.

C'est essentiellement au cours de la troisième semaine d'avril que le marché obligataire et le Matif notional subissaient leur plus forte dégradation. La décision du Système de Réserve fédérale américain de porter le 16 avril le taux des Fonds fédéraux de 3,50 % à 3,75 % provoquait un fort mouvement de repli sur les places européennes, en dépit de la baisse des taux directeurs français le 21 avril. Le rendement de l'OAT à 10 ans progressait de 20 centimes sur la semaine et le notional concédait plus de 140 points de baisse.

Enfin, lors de la dernière semaine d'avril, le marché ne connaissait pas d'évolution significative. La faiblesse du dollar pesait sur l'ensemble des marchés obligataires, tandis que la Banque de France réduisait à nouveau le taux des appels d'offres le 28 avril.

À l'issue de la période, le cours du notional a perdu au total 250 centimes et 282 centimes sur les deux principales échéances, l'indice du gisement se tendant pour sa part de 6,42 % à 6,77 %.

L'écart entre emprunts phares français et allemand, après un élargissement important à la fin de la première semaine d'avril n'a pas connu par la suite d'évolution significative. Il s'établissait en fin de mois à 32 centimes, contre 22 en début de période.

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

(arrêtée au 10 mai)

Le 5 mai, le Conseil de la politique monétaire a annoncé une nouvelle baisse de 0,10 point du taux des pensions sur appel d'offres qui a été ramené de 5,70 % à 5,60 %. Enfin, le loyer de l'argent au jour le jour a enregistré deux replis successifs d'1/16 de point le 6 et le 9 mai, revenant à 5 13/16 %. Ces mouvements se sont inscrits dans le cadre général de la poursuite de la baisse des taux courts en Europe : le taux des prises en pension à 2 semaines de la Banque fédérale d'Allemagne est revenu de 5,47 % à 5,35 % au cours de la période.

Pour leur part, les taux de terme interbancaires jusqu'à un an ont fléchi, entre le 29 avril et le 10 mai, de 0,07 à 0,16 point selon les échéances.

Le marché obligataire a continué d'être défavorablement orienté sous l'influence de la montée des taux longs aux États-Unis. L'annonce, le 6 mai, d'une baisse sensible du taux de chômage outre-Atlantique (6,4 % de la population active en avril, contre 6,5 % le mois précédent) a accru les anticipations d'un relèvement prochain du taux des Fonds fédéraux. La hausse des taux longs américains qui a suivi s'est répercutée sur l'ensemble des marchés obligataires européens et, en France, l'indice du gisement a atteint un nouveau sommet (niveaux depuis le début de l'année 7,03 % le 10 mai, contre 6,77 % fin avril).

## 5.2. Les émissions

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

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

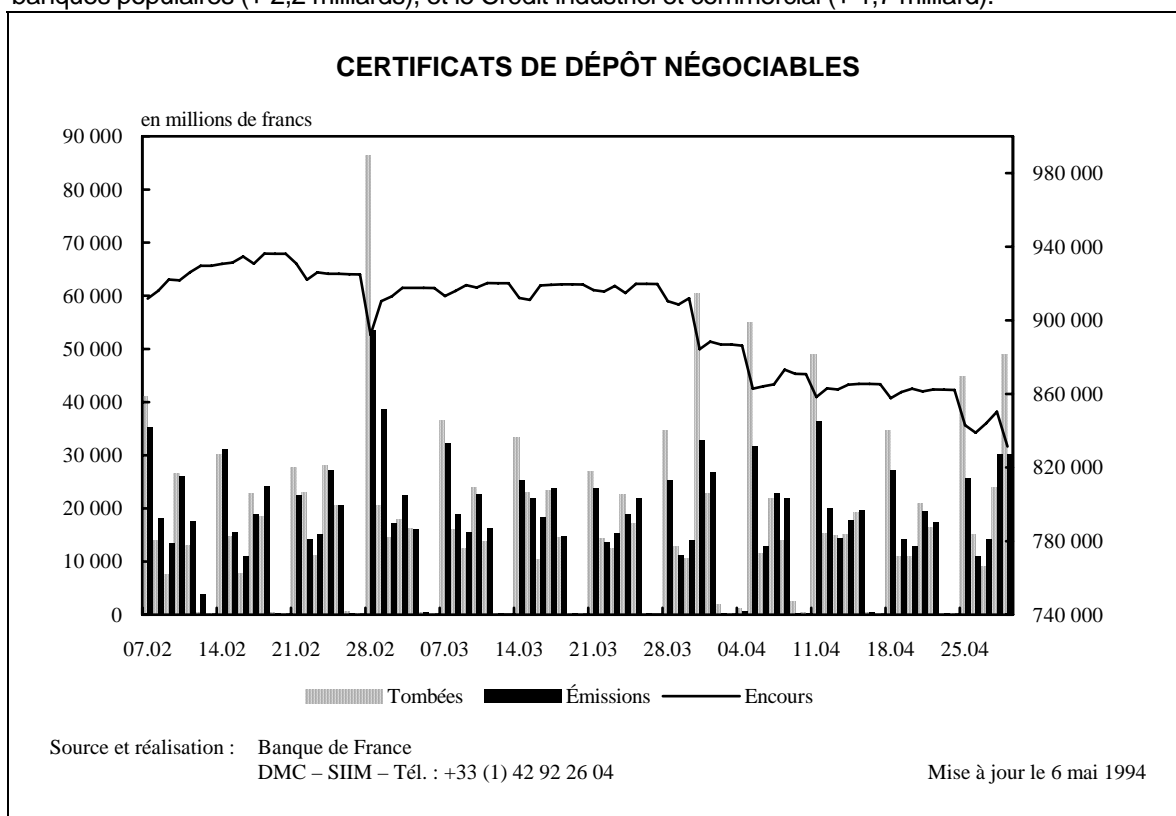
### 5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

#### *Certificats de dépôt (CDN)*

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 829,8 milliards de francs le 29 avril, contre 884,4 milliards le 31 mars et 892,2 milliards le 28 février.

Les émissions réalisées entre le 1<sup>er</sup> et le 29 avril ont atteint 428,3 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 483,2 milliards en mars et 452,3 milliards en février.

Les baisses d'encours les plus vives sont observées à la Société générale (– 12 milliards de francs), le Crédit commercial de France (– 9,7 milliards), la Banque nationale de Paris (– 6 milliards), la Caisse des dépôts et consignations (– 5,4 milliards) et la Sumitomo bank limited (– 5,3 milliards) ; certains établissements ont toutefois augmenté leurs encours, notamment la Mitsubishi Bank Limited (+ 4,4 milliards de francs), la Dai-Ichi Kangyo Bank Limited (+ 2,5 milliards), la Caisse centrale des banques populaires (+ 2,2 milliards), et le Crédit industriel et commercial (+ 1,7 milliard).



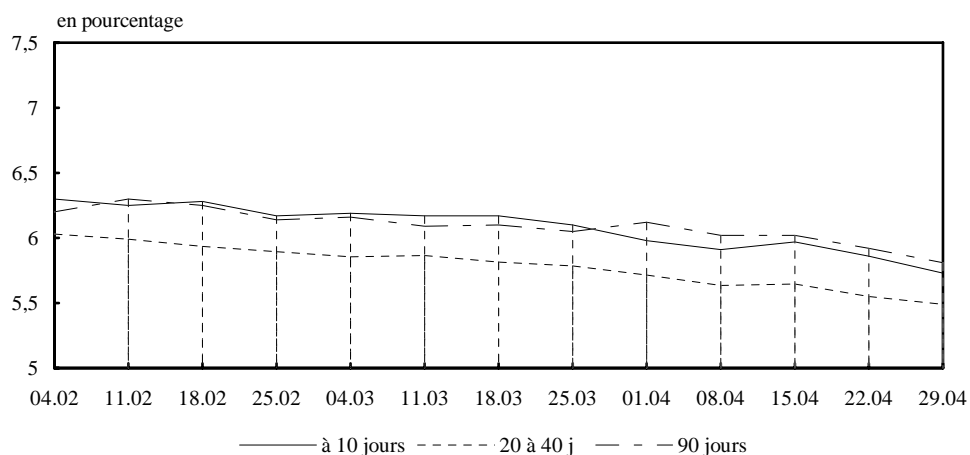
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 400 le 29 avril 1994.

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

(en pourcentage)

	5 au 8 avril	11 au 15 avril	18 au 22 avril	25 au 29 avril
Certificats à 10 jours (moyenne) .....	5,91	5,97	5,86	5,73
Certificats à 30 jours (moyenne) .....	5,90	5,96	5,89	5,76
Certificats à 90 jours (moyenne) .....	6,02	6,02	5,92	5,81
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas).....	5,20	5,20	5,10	5,05
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut) .....	6,07	6,09	6,00	5,93

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



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

Mise à jour le 6 mai 1994

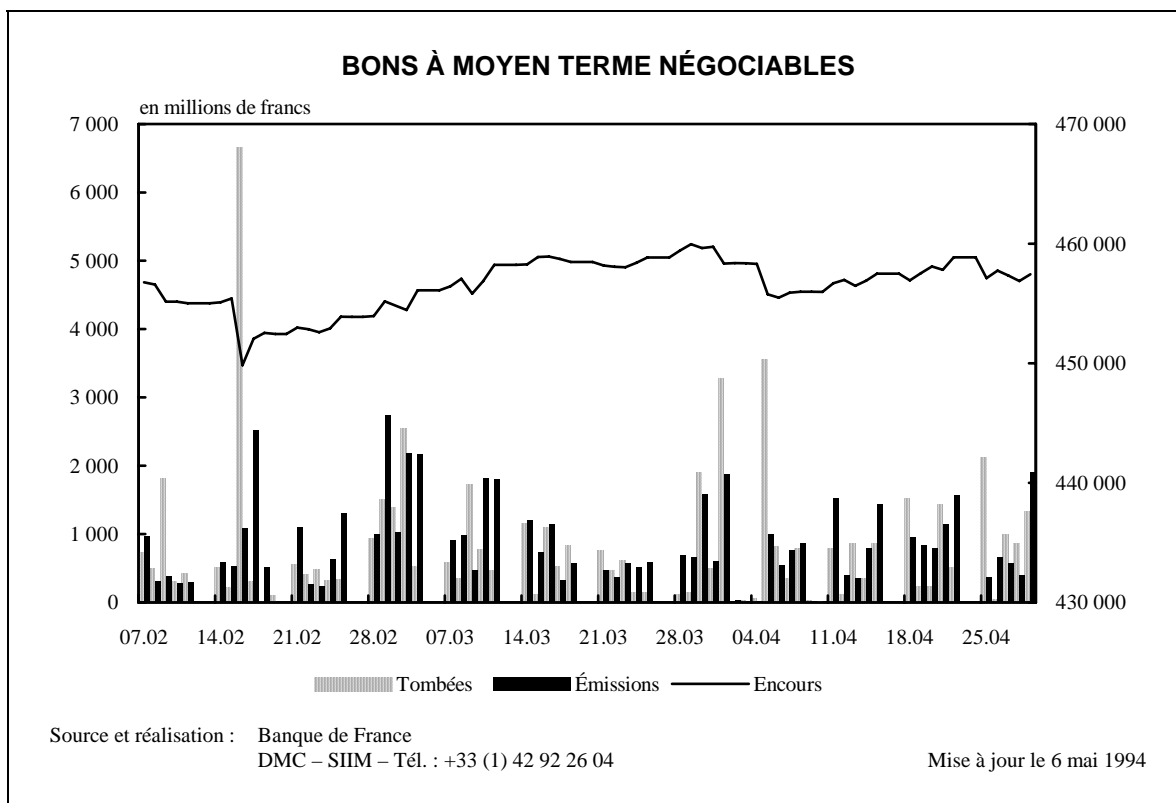
### *Bons à moyen terme négociables (BMTN)*

Les BMTN ont atteint un encours de 457,4 milliards de francs le 29 avril (chiffre provisoire disponible), contre 459,7 milliards le 31 mars et 454 milliards le 28 février.

Les émissions se sont élevées à 18,9 milliards de francs entre le 1<sup>er</sup> et le 29 avril, contre 24,2 milliards en mars et 17,4 milliards en février.

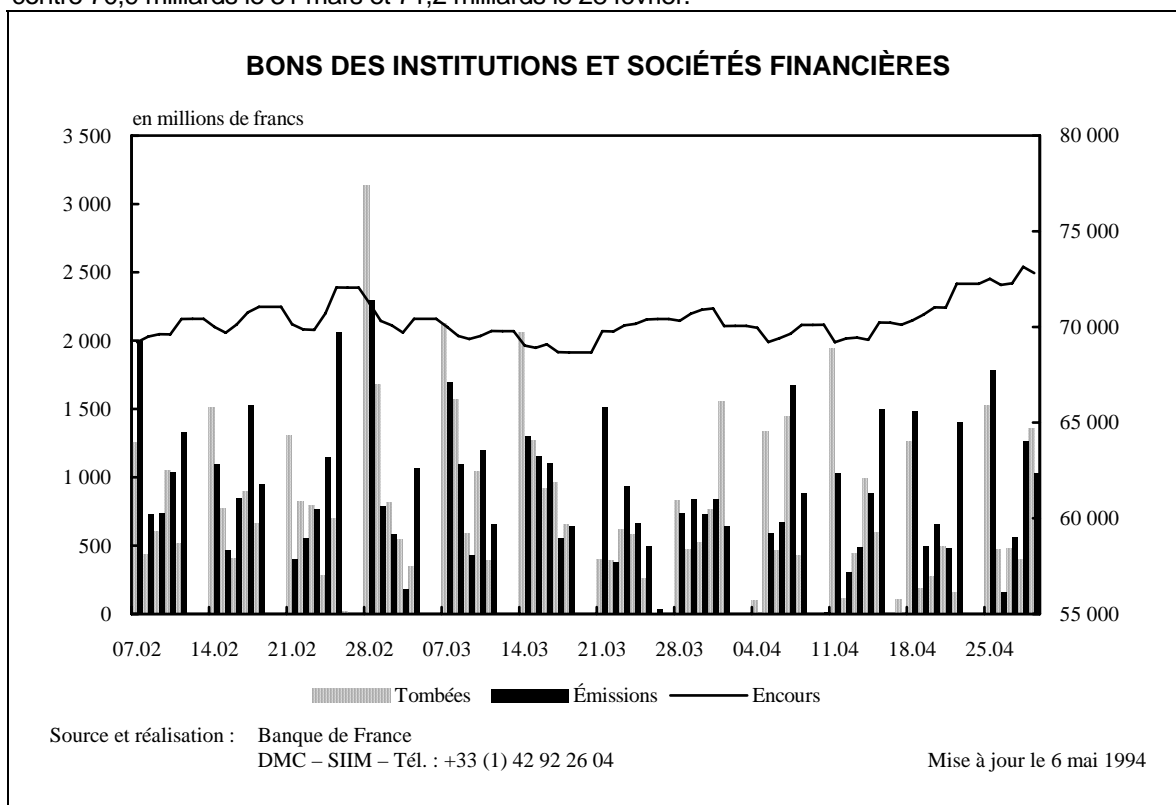
Enfin, 161 émetteurs avaient un encours en gestion au 29 avril, comme à fin mars, contre 162 fin février.





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

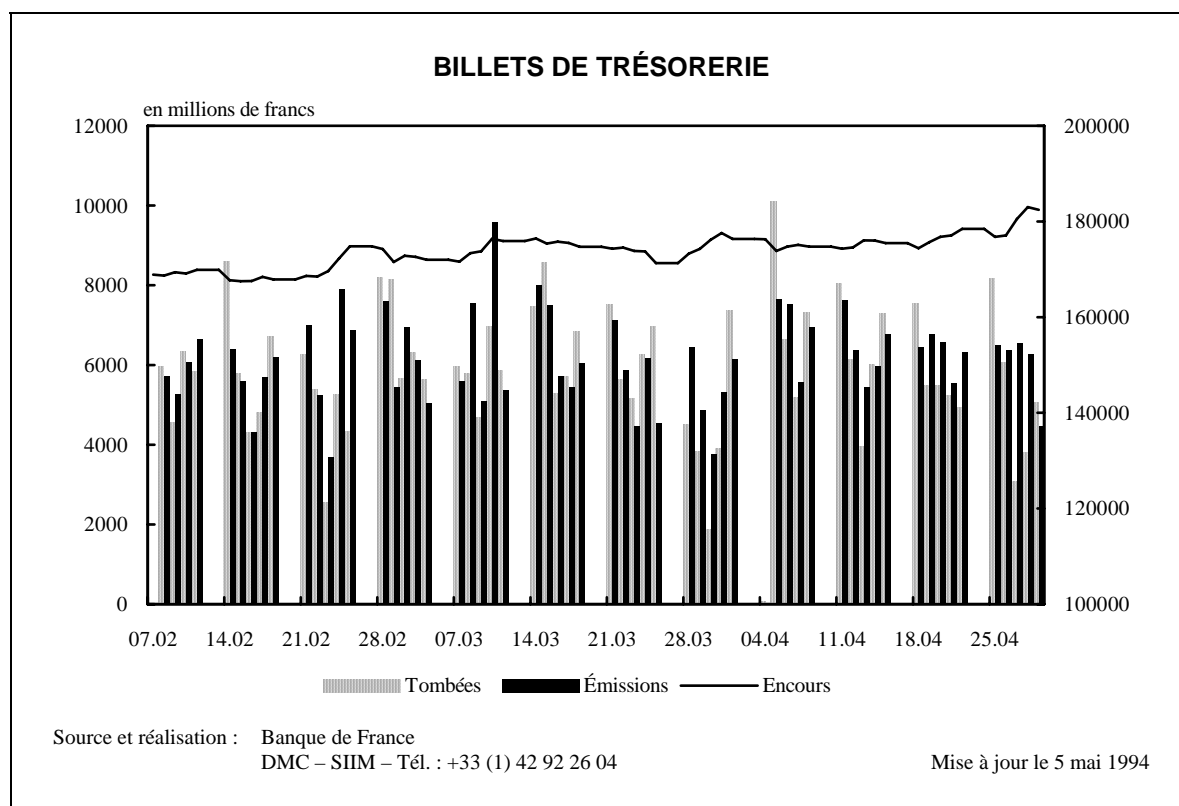
L'encours de ces bons est passé à 72,8 milliards de francs le 29 avril (chiffre provisoire disponible), contre 70,9 milliards le 31 mars et 71,2 milliards le 28 février.



**Billets de trésorerie (BT)**

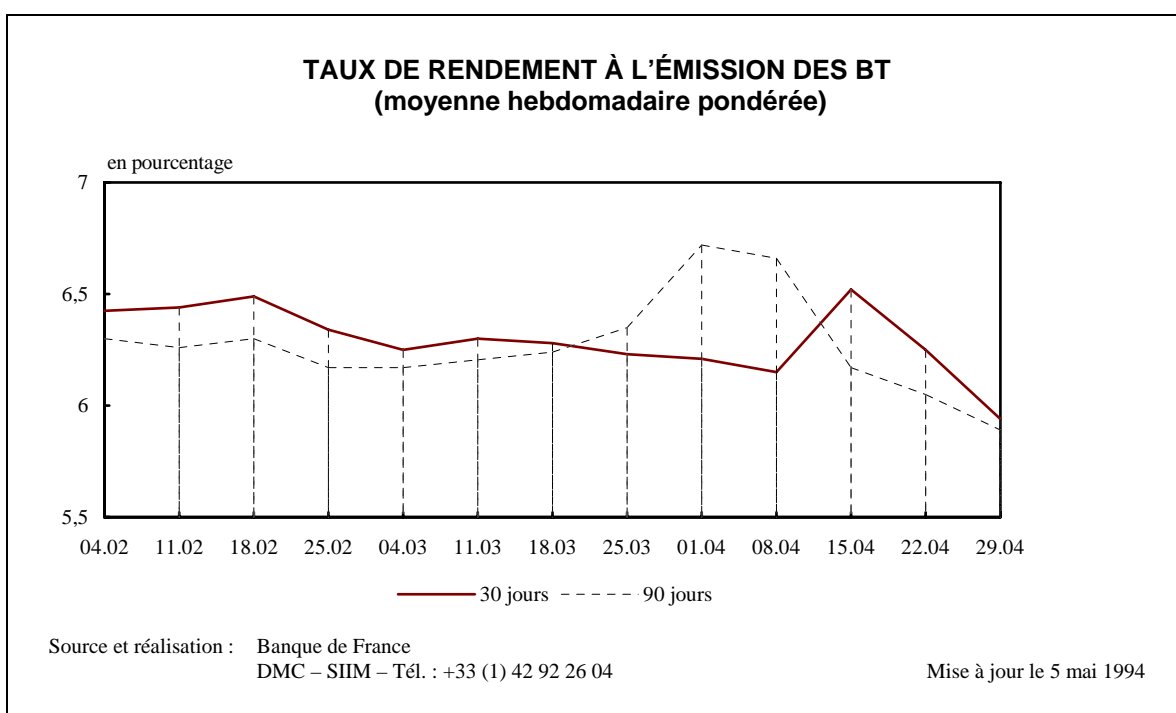
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 182,3 milliards de francs le 29 avril (dernier chiffre provisoire disponible), contre 177,6 milliards le 31 mars et 174,2 milliards le 28 février.

Le montant des émissions intervenues entre le 1<sup>er</sup> et le 29 avril a atteint 127,8 milliards de francs, contre 138,0 milliards en mars et 119,2 milliards en février (respectivement 122,9 milliards de francs, contre 134,6 milliards et 115,1 milliards pour les tombées). Les plus fortes progressions d'encours, supérieures à un milliard de francs, ont été les suivantes : Rhône-Poulenc (+ 1,63 milliard de francs), Thomson SA (+ 1,40 milliard), Nestlé Finance France (+ 1,35 milliard), la SNCF (+ 1,26 milliard) et Carrefour (+ 1,09 milliard) ; à l'opposé, trois émetteurs ont réduit leur encours dans la même proportion : PSA Trésorerie GIE (- 2,45 milliards de francs), Alcatel Alsthom (- 2,44 milliards) et Guinness PLC (- 1,10 milliard).



Le 29 avril, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 102 ; 38 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 53,9 % de l'encours global.

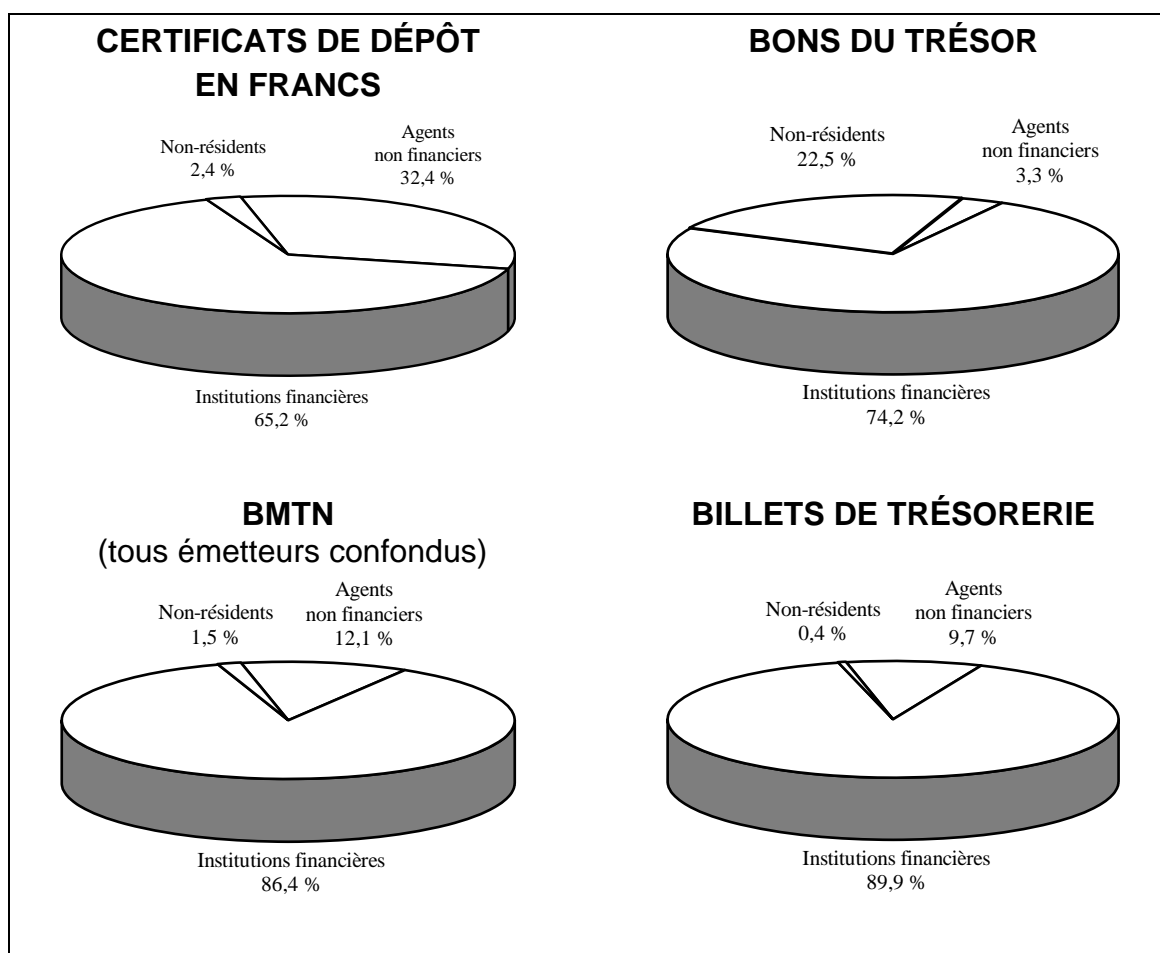
<b>TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours		5 au 8 avril	11 au 15 avril	18 au 22 avril	25 au 29 avril
		Plus bas	5,95	5,92	5,86
	Plus haut	6,18	6,18	6,12	6,07
Tiop à un mois	Plus bas	6,13	6,06	6,02	5,88
	Plus haut	6,16	6,18	6,06	5,98



**Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin mars)**

La position des institutions financières (établissements de crédit et OPCVM) s'est renforcée sur les billets de trésorerie mais est demeurée relativement inchangée sur les autres titres de créances négociables.

Les agents non financiers ont réduit leur part de détention en billets de trésorerie (- 2,0 points) tout en renforçant très légèrement leurs autres portefeuilles de titres de créances négociables.



## 5.2.2. Le marché primaire obligataire en avril

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

Depuis le mois de février, la volatilité des marchés de taux liée notamment au resserrement de la politique monétaire aux États-Unis incite les émetteurs comme les investisseurs à la prudence.

L'activité sur les marchés primaires obligataires a donc été de nouveau réduite en avril, tant sur le marché intérieur que sur le compartiment de l'eurofranc qui souffre toujours de l'absence des grands investisseurs internationaux. La collecte des fonds reflète également cette évolution malgré le décalage qui existe entre les dates de lancement et de règlement d'un emprunt. Les flux d'émissions brutes n'ont ainsi atteint que 43 milliards de francs en avril, contre 50 milliards en mars. Près des trois quarts (74 %) des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué pour 22 % d'émissions en eurofrancs et pour 4 % d'emprunts en euro-écus.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par marché								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Avril 1994	4 mois 1994	4 mois 1993	Année 1993		Avril 1994	4 mois 1994	4 mois 1993	Année 1993
<b>MARCHÉ INTÉRIEUR</b>								
19,3	87,2	85,8	360,2	État	18,6	84,7	56,6	304,0
3,7	27,0	46,8	114,1	Établissements de crédit et assimilés	-5,0	-11,7	3,9	12,5
8,9	25,2	23,6	48,2	Sociétés non financières	5,8	13,8	10,6	12,7
0,1	22,5	0,7	4,1	Autres émetteurs résidents	-0,1	21,3	-1,8	-0,5
<b>32,0</b>	<b>161,9</b>	<b>156,9</b>	<b>526,6</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>19,3</b>	<b>108,1</b>	<b>69,4</b>	<b>328,7</b>
-	<b>2,0</b>	-	-	<b>Non-résidents</b>	-	<b>2,0</b>	-	<b>- 1,5</b>
<b>32,0</b>	<b>163,9</b>	<b>156,9</b>	<b>526,6</b>	<b>TOTAL</b>	<b>19,3</b>	<b>110,1</b>	<b>69,4</b>	<b>327,3</b>
-	4,0	4,6	16,4	dont émissions en écus (b)	-	4,0	4,6	16,4
<b>MARCHÉ INTERNATIONAL</b>								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
2,3	33,7	21,8	79,9	Établissements de crédit et assimilés	-2,3	25,4	19,3	65,5
0,3	9,5	15,3	43,7	Sociétés non financières	0,3	7,5	14,9	42,9
-	0,8	-	4,9	Autres émetteurs résidents	-	0,8	-	4,9
<b>2,5</b>	<b>44,0</b>	<b>37,0</b>	<b>128,5</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>-2,0</b>	<b>33,8</b>	<b>34,2</b>	<b>113,3</b>
<b>8,7</b>	<b>24,1</b>	<b>14,2</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>8,3</b>	<b>22,0</b>	<b>14,2</b>	<b>72,0</b>
<b>11,2</b>	<b>68,1</b>	<b>51,2</b>	<b>207,9</b>	<b>TOTAL</b>	<b>6,2</b>	<b>55,8</b>	<b>48,3</b>	<b>185,2</b>
1,7	5,0	-	-	dont émissions en écus	1,7	4,0	-	- 2,5
1,0	4,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	1,0	3,9	-	- 2,5

(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB).  
 (b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.

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

Mise à jour le 4 mai 1994

La **collecte des résidents** ressort à 34 milliards de francs (44 milliards en mars), soit 80 % des émissions réglées en avril.

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 19,3 milliards de francs (19,8 milliards en valeur nominale), après 20,7 milliards en mars. Ces fonds ont été levés en francs sur trois lignes : l'« OAT 5,50 % avril 2004 », l'« OAT 8,25 % février 2004 » et l'« OAT 6 % octobre 2025 ». Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,4 milliards de francs, soit le haut de la fourchette annoncée (18 à 20 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 0,4 milliard au titre des soumissions non compétitives. Les taux de rendement se sont légèrement tendus pour s'établir à 6,47 % et 7,05 % pour chacune des OAT 2004 et 2025, en hausse respectivement de 6 et 14 points de base par rapport aux adjudications du mois précédent.

**Hors État**, la collecte des résidents a atteint 15 milliards de francs seulement (23 milliards en mars), 16 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les **établissements de crédit** ont de nouveau recueilli 40 % seulement de ce montant, soit 6 milliards de francs, après 9 milliards en mars. L'essentiel des fonds (4 milliards) provient d'emprunts émis sur le marché intérieur. On relève par ailleurs une émission en euro-écus pour une contrevaletur de 1 milliard de francs.

Les **sociétés non financières** ont levé plus de 9 milliards de francs en avril (13 milliards en mars), en totalité sur le marché intérieur et pour l'essentiel sous la forme d'emprunts convertibles en actions (7,3 milliards de francs).

À l'inverse, la **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, a progressé en avril pour atteindre près de 9 milliards de francs (6 milliards en mars), en raison notamment du règlement de l'emprunt de 5 milliards émis par la Province du Québec. On soulignera également l'admission à la cote officielle d'un emprunt de 100 millions d'euro-écus à 5 ans émis par le groupe bancaire britannique Abbey National.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)								
ventilation par devise								
<i>(en milliards de francs)</i>								
Brutes				En date de règlement	Nettes			
Avril 1994	4 mois 1994	4 mois 1993	Année 1993		Avril 1994	4 mois 1994	4 mois 1993	Année 1993
<b>ÉMISSIONS en FRANCS</b>								
19,3	83,2	81,2	343,8	État	18,6	80,7	52,0	287,6
5,0	56,3	68,6	194,0	Établissements de crédit et assimilés	-8,3	9,9	23,1	80,5
9,1	34,7	38,8	91,9	Sociétés non financières	6,1	21,4	25,5	55,6
0,1	23,3	0,7	9,0	Autres émetteurs résidents	-0,1	22,1	-1,8	4,4
<b>33,5</b>	<b>197,6</b>	<b>189,3</b>	<b>638,8</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>16,3</b>	<b>134,1</b>	<b>98,9</b>	<b>428,1</b>
<b>8,0</b>	<b>25,4</b>	<b>14,2</b>	<b>79,4</b>	<b>Non-résidents</b>	<b>7,6</b>	<b>23,8</b>	<b>14,2</b>	<b>70,5</b>
<b>41,5</b>	<b>223,0</b>	<b>203,5</b>	<b>718,1</b>	<b>TOTAL</b>	<b>23,9</b>	<b>157,9</b>	<b>113,1</b>	<b>498,6</b>
32,0	159,9	152,3	510,2	dont émissions intérieures	19,3	106,1	64,8	310,9
32,0	157,9	152,3	510,2	dont émissions intérieures des résidents	19,3	104,2	64,8	312,4
<b>ÉMISSIONS en ÉCUS</b>								
-	4,0	4,6	16,4	État	-	4,0	4,6	16,4
1,0	4,3	-	-	Établissements de crédit et assimilés	1,0	3,9	-	-2,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	-	-	-
<b>1,0</b>	<b>8,3</b>	<b>4,6</b>	<b>16,4</b>	<b>Ensemble des résidents</b>	<b>1,0</b>	<b>7,8</b>	<b>4,6</b>	<b>13,9</b>
<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	-	-	<b>Non-résidents</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	-	-
<b>1,7</b>	<b>9,0</b>	<b>4,6</b>	<b>16,4</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1,7</b>	<b>8,0</b>	<b>4,6</b>	<b>13,9</b>
-	4,0	4,6	16,4	dont émissions intérieures	-	4,0	4,6	16,4
-	4,0	4,6	16,4	dont émissions intérieures des résidents	-	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 4 mai 1994								

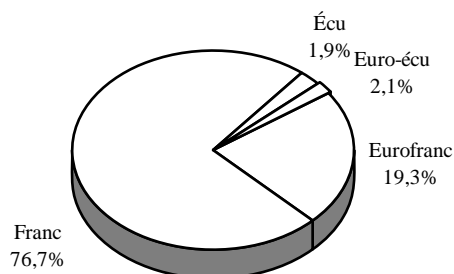
Au terme des quatre premiers mois, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents a progressé, d'une année sur l'autre, de 12 milliards de francs pour atteindre 206 milliards à fin avril 1994.

Globalement, les résidents ont, en proportion, accru très légèrement leur appel au compartiment international (plus de 21 % 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 4 % du total des émissions sur ces marchés à fin avril 1994, 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 63 % 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.

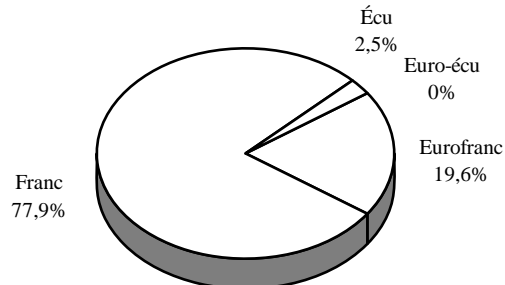
Si la part de l'État reste prépondérante sur le marché intérieur (avec plus de 50 % des émissions brutes), elle représente à fin avril 1994, environ 40 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % pour l'ensemble de l'année 1993.

**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE**

**4 MOIS 1994**

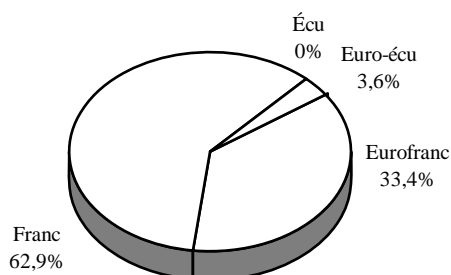


**ANNÉE 1993**

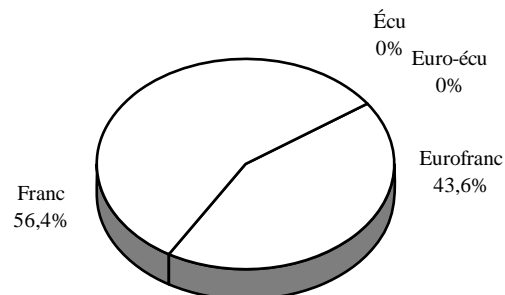


**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)**

**4 MOIS 1994**

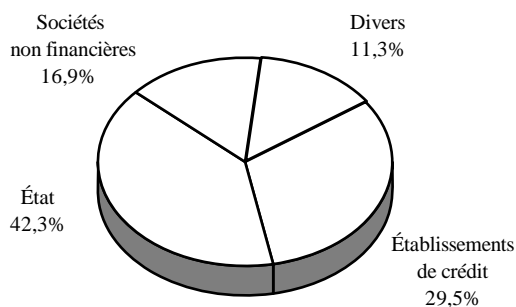


**ANNÉE 1993**

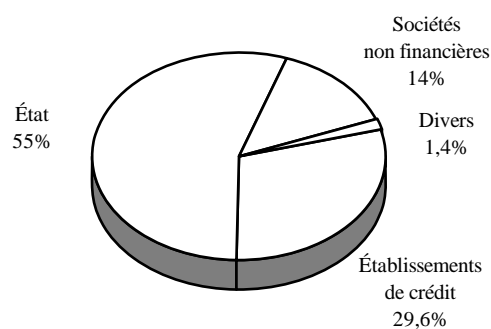


**ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR**

**4 MOIS 1994**



**ANNÉE 1993**



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

Mise à jour le 4 mai 1994



*Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois d'avril*

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

Les règlements d'emprunts convertibles (à faible coupon et à forte prime de remboursement) ont été encore importants en avril (7,3 milliards de francs après 8 milliards en mars). Après Peugeot SA (4 milliards à 2 %) et Finaxa (2 milliards à 3 %) en mars, d'autres émetteurs parmi lesquels Alcatel Alsthom (5 milliards à 2,5 %), Unibail (1,3 milliard à 3,75 %) et Euro RSCG (1 milliard à 2,75 %) ont retenu cette formule d'emprunt introduite en France à la fin de l'année 1992. Globalement, les règlements d'obligations convertibles ont déjà atteint 20 milliards de francs en 1994, contre 18 milliards en 1993 et 3 milliards seulement en 1992.

La COB a allégé sa procédure de visa sur le marché obligataire afin de faire bénéficier l'ensemble des émetteurs de l'assouplissement introduit à l'occasion de l'émission des emprunts de l'Unedic. Ainsi, les intermédiaires financiers pourront dorénavant, lors d'une émission obligataire, solliciter les investisseurs institutionnels sur la base d'un écart de taux de rendement (« spread ») ou d'une fourchette d'écarts par rapport à des OAT de référence, préalablement à la fixation des conditions financières définitives.

Dans le cadre des opérations de gestion active de la dette publique, le Trésor a lancé le 27 avril une offre publique d'échange sur trois lignes « anciennes » d'OAT en écus<sup>1</sup> représentant un encours de plus de 7 milliards d'écus (environ 47 milliards de francs). Cette offre propose d'échanger (avec versement d'une soulte) les obligations anciennes contre de nouvelles OAT 6,75 % avril 2002 en écus, dans la limite de 1,7 milliard d'écus pour les porteurs ordinaires. La dernière centralisation effectuée à partir des ordres de ces derniers a confirmé la réussite de cette opération (1,8 milliard d'écus échangés, dont plus de la moitié concerne l'OAT 9,50 % avril 2000).

La révision du cahier des charges des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) — déjà modifié en 1990 — s'est achevée après plusieurs mois de concertation entre les parties intéressées. Les principaux aménagements concernent l'accroissement des fonds propres des SVT (le minimum requis passant de 150 millions de francs à 300 millions à partir de 1995), l'extension de leurs obligations aux valeurs du Trésor en écus<sup>2</sup> dans le cadre de la nouvelle politique d'adjudication bimestrielle de ces valeurs ainsi que l'obligation faite à ces derniers d'établir réellement leur activité à Paris. L'évaluation des performances des SVT sera calculée sur la base d'une année glissante (au lieu de l'année civile) afin d'assurer une plus grande régularité de leur activité. De même, les règles de soumission ont été modifiées pour les deux premières adjudications concernant une nouvelle ligne afin de les adapter à l'accroissement des besoins du Trésor tout en évitant les risques d'éviction sur les lignes nouvelles<sup>3</sup>. Par ailleurs, un « code de bonne conduite » a été annexé au cahier des charges afin de le compléter par des mesures annexes plus facilement amendables (heures d'ouverture du marché, règles de cotation, volume d'activité nécessaire à la liquidité du marché...). Enfin, le statut de spécialiste en pensions sur valeurs du Trésor (SPVT) — destiné à développer le marché des pensions livrées sur titres d'État — a été défini. Il devrait permettre la création d'un marché transparent ainsi que l'amélioration du refinancement des intervenants sur le marché des valeurs du Trésor.

<sup>1</sup> Cette offre, valable jusqu'au 3 mai pour les porteurs ordinaires (investisseurs institutionnels) et jusqu'au 10 mai pour les personnes physiques présentant de petits ordres concerne les OAT 9,50 % avril 2000, 10 % février 2001 ainsi que l'OAT mars 2002 qui a quitté le gisement du contrat Matif écu long terme.

<sup>2</sup> Les minima de participation aux adjudications (et au marché secondaire), qui ont été maintenus à 3 % du total pour les titres libellés en francs seront limités à 2 % dans le cas des valeurs en écus.

<sup>3</sup> La limitation de volume par prix demandé passe de 1 milliard de francs à 2 milliards pour les OAT et de 1,5 milliard à 2 milliards pour les bons du Trésor. Par ailleurs, un SVT qui demanderait plus de 40 % du volume d'une adjudication devra communiquer au Trésor la liste de ses principaux clients.

Après avoir permis successivement le démembrement de cinq lignes d'OAT en francs depuis le mois de mai 1991 et récemment de quatre lignes d'OAT en écus, le Trésor a autorisé, à compter du 26 avril 1994, le démembrement et le remembrement des OAT 5,50 % avril 2004 et 6 % octobre 2025 (qui ont atteint une liquidité suffisante avec respectivement 86 et 15 milliards de francs d'encours) sans contingentement ni limitation aucune <sup>1</sup>.

### 5.2.3. Le marché primaire des actions en mars

<b>ÉMISSIONS D' ACTIONS ET DE CERTIFICATS D' INVESTISSEMENT</b>					
<i>(en milliards de francs)</i>					
	Février 1994	Mars 1994	3 mois 1994	3 mois 1993	Année 1993
<b>TOTAL ÉMIS (a).....</b>	<b>18,08</b>	<b>22,38</b>	<b>73,60</b>	<b>73,71</b>	<b>240,20</b>
<b>DONT :</b>					
– émissions de titres cotés (b).....	2,03	9,73	15,93	5,21	66,21
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	2,74	9,46	15,67	6,18	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 5 mai 1994					

Les émissions d'actions ont progressé d'un mois sur l'autre pour atteindre 22 milliards de francs en mars, contre 18 milliards en février.

Au terme des trois premiers mois, leur montant (74 milliards de francs) apparaît stable d'une année sur l'autre. Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, fortement 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 16 milliards de francs à fin mars 1994, contre moins de 6 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, au terme des quatre premiers mois, 20 milliards de francs en 1994, contre 6 milliards seulement en 1993.

<sup>1</sup> La Sicovam et les spécialistes en valeurs du Trésor (agissant dans le cadre d'un groupement d'intérêt économique) ont seuls la faculté de démembrer ou de reconstituer ces emprunts, qui conservent la garantie de l'État. À fin avril 1994, sept OAT en francs (pour un montant total d'environ 100 milliards de francs) et quatre OAT en écus (pour une contre-valeur de 3 milliards de francs) font l'objet d'un démembrement. Toutefois, les investisseurs privilègient les échéances longues, plus sensibles à une baisse des taux d'intérêt à long terme ; les gisements des OAT 2019 et 2023 ont ainsi été respectivement démembrés à hauteur de 70 % et 53 %, contre seulement 12 % et 2 % pour les OAT 2008 et 2003. En ce qui concerne les lignes en écus, seule l'OAT 2022 enregistre un taux de démembrement significatif (30 %).

## 5.3. Le marché secondaire des actions

Le mouvement de repli constaté au cours des deux mois précédents s'est interrompu en avril à la Bourse de Paris. Cependant la tendance à la hausse est demeurée relativement hésitante en raison de la persistance des incertitudes concernant l'évolution des taux de long terme. L'indice CAC 40 a progressé de 3,8 % au cours du mois.

### 5.3.1. L'évolution pendant le mois

À compter du 5 avril, la tendance à la Bourse de Paris s'est améliorée sous l'effet de la reprise constatée à Wall Street. Par ailleurs, les niveaux auxquels étaient tombées certaines grandes valeurs de la cote ont été jugés attractifs par beaucoup d'investisseurs.

Le mouvement haussier, en dépit de quelques séances marquées par de légers replis temporaires, s'est poursuivi jusqu'au 18 avril, l'indice CAC 40 s'inscrivant à 2 160,06 points à cette date. Les décisions de baisse des taux directeurs en Allemagne ont soutenu ce mouvement en confortant le sentiment que la baisse des taux courts en Europe n'était pas interrompue par les évolutions haussières aux États-Unis.

Cependant les 19, 20 et 21 avril, la Bourse de Paris a connu trois séances successives de repli en liaison avec le relèvement le lundi 18, de l'objectif des Fonds fédéraux aux États-Unis et la dégradation du marché obligataire. Le CAC 40 est alors redescendu à son niveau du début du mois (autour de 2 100) et la liquidation mensuelle s'est soldée par un troisième repli consécutif de l'indice (- 0,8 %).

Le marché a fait ensuite, de nouveau, montre de fermeté. Les anticipations d'une reprise économique, s'appuyant sur les conclusions d'une enquête de l'INSEE auprès des chefs d'entreprises et sur les perspectives de croissance des bénéfices en 1994 (+ 25 % attendus pour les sociétés composant l'indice CAC 40) ainsi que le mouvement de repli constaté sur les taux courts, ont suscité un regain d'optimisme chez les opérateurs.

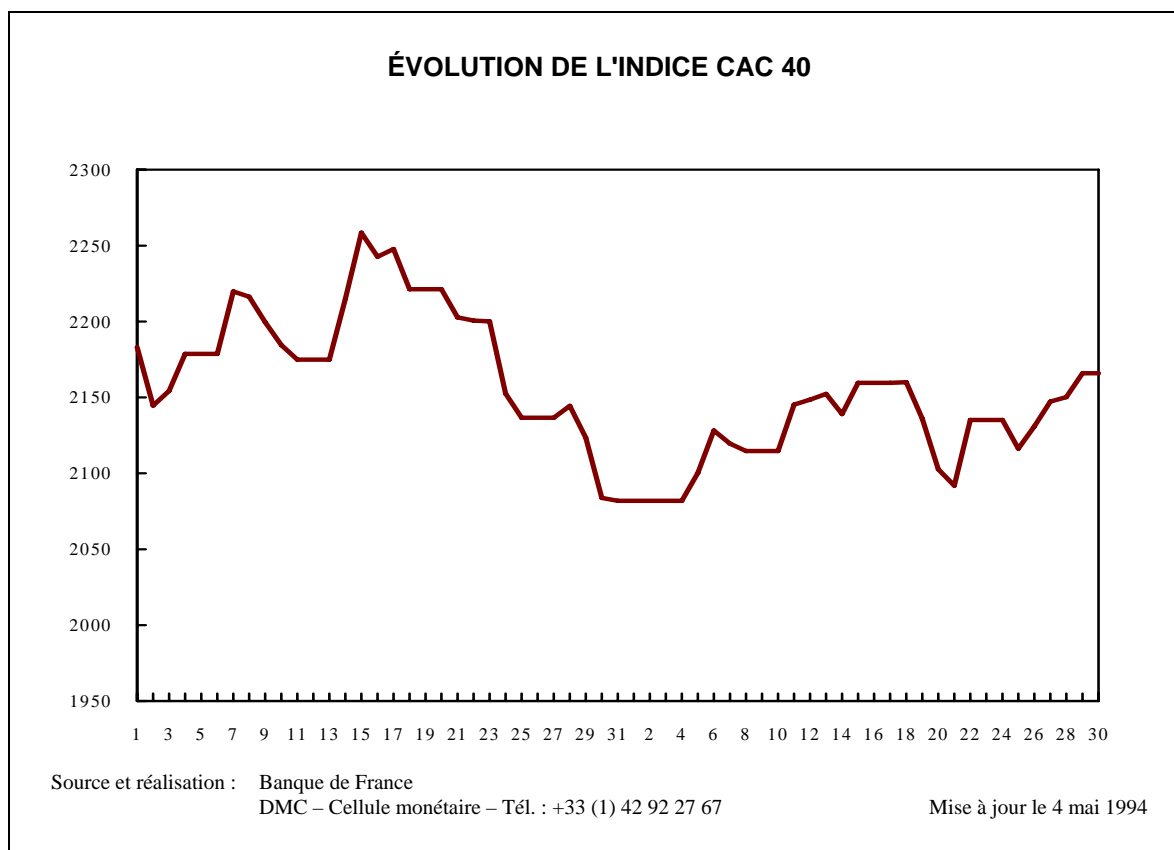
Au total, l'indice CAC 40 enregistre une progression de 3,88 % en avril, mais il demeure néanmoins inférieur de 4,50 % à son niveau de la fin de l'année dernière.

Sur les autres places boursières, une tendance analogue de croissance modérée s'est manifestée, à l'exception de Francfort où la progression est plus nette, notamment en liaison avec les signes d'une amélioration de la conjoncture et avec la progression des cours des titres de la chimie soutenus par la publication des résultats des trois grands groupes allemands dans ce secteur, en nette progression pour le premier trimestre 1994.

INDICES BOURSISERS				
	31 mars 1994	30 avril 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
Wall Street (Dow Jones).....	3 635,96	3 681,69	1,24	-1,97
Londres (FT 100).....	3 086,40	3 125,30	1,24	-9,38
Tokyo (Nikkei).....	19 111,92	19 725,25	3,11	11,70
Paris (CAC 40).....	2 081,94	2 165,96	3,88	-4,72
Francfort (Dax).....	2 133,11	2 245,98	5,03	-0,92

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

Mise à jour le 4 mai 1994



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

Au cours de la première semaine du mois de mai, la Bourse de Paris s'est inscrite en léger repli (-0,36 %) en dépit de la mauvaise tenue des marchés de taux.

La tendance baissière s'est nettement accentuée le 9 mai, où le CAC 40 a baissé de 0,87 % en liaison avec la brusque remontée des taux à long terme et la chute du Dow Jones qui ont suivi, vendredi 6 mai, l'annonce du nouveau recul du taux de chômage au États-Unis au mois d'avril. En revanche, le 10 mai, le CAC 40 a clôturé en hausse (+ 1,19 %).

## 6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

---

En mars 1994, les moyens de paiement (M1) ont augmenté de 0,6 % et les avoirs sur livrets à taux réglementés (M2 – M1) se sont accrus de 0,7 %. Ainsi, les *agrégats de monnaie étroits (M1 et M2)*, représentatifs de la demande d'encaisses de transactions, présentent une évolution positive depuis août 1993. *Au cours des sept derniers mois, M1 a progressé de 4,1 % (soit 7,1 % en taux annualisé) et M2 de 3,8 % (soit 6,6 % en taux annualisé).* Ce redressement s'explique en partie, dans un contexte de baisse de l'ensemble des taux de marché, par la diminution du coût d'opportunité de la détention d'encaisses non rémunérées ou de placements à vue, rémunérés à des taux plafonnés mais dont les conditions antérieures ont été maintenues pour la quasi-totalité d'entre eux. *Cependant, le développement de M1 paraît surtout lié à l'amélioration de la conjoncture et des perspectives d'activité.*

En revanche, les placements rémunérés à taux de marché (M3 – M2) et, en particulier, les titres d'OPCVM court terme, ont continué de se contracter (respectivement – 0,7 % et – 2,0 %).

De ce fait, *l'agrégat M3* est resté inchangé d'un mois sur l'autre.

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, aux mesures fiscales concernant les OPCVM et à des arbitrages en faveur de l'ouverture de nouveaux 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 – 3,8 %, et à – 1,0 % compte tenu 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) est restée vive et ressort, entre moyennes trimestrielles centrées, à 18,5 % sur un an. En particulier, les plans d'épargne-logement se sont accrus de 1,4 % au cours du mois de mars et de 17,1 % en un an tandis que, sur la même période, les plans d'épargne populaire se sont accrus de près de 30,0 %.

La progression de *l'endettement intérieur total* est restée ferme au début de 1994 (5,0 % en glissement sur douze mois à fin janvier). Comme en

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Les agrégats de monnaie et de placement

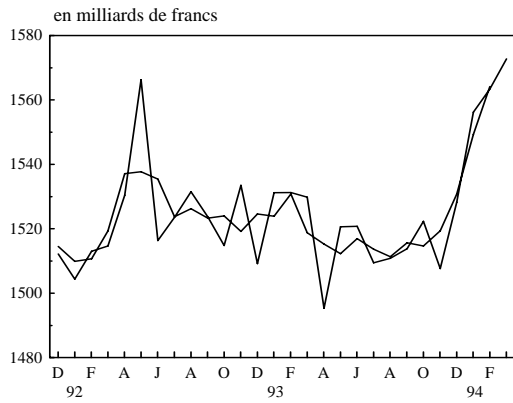
1993, cette évolution recouvre une croissance très soutenue des financements de marché (16,6 % en un an) et, notamment, des ressources obligataires (21,6 %).

Pour leur part, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit ont diminué de 1,5 % sur un an. Le développement des crédits aux ménages s'est renforcé (3,0 % en janvier, après 2,1 % en décembre), alors que le rythme de contraction des crédits aux sociétés s'est ralenti (- 4,0 %, après - 4,6 % le mois précédent).

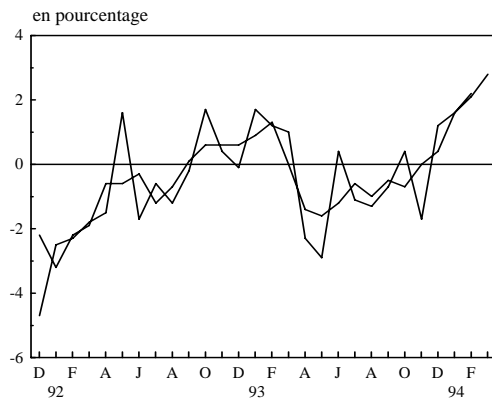
Actualité

<b>AGRÉGATS MONÉTAIRES</b>				
Statistiques à fin mars 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 :	
			Janvier 1994 en pourcentage	Février 1994 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE MONNAIE</b>				
- M1 .....	1 545,1	0,6	1,6	2,2
- M2 .....	2 765,5	0,6	1,9	2,4
- M3 .....	5 250,4	0,0	-2,9	-3,8
- M4 .....	5 294,1	0,0	-3,0	-3,9
<b>AGRÉGAT DE PLACEMENT</b>				
- P1 .....	1 277,3	0,7	18,9	18,5
Variations sur 12 mois en glissement				
Statistiques à fin janvier 1994		Septembre 1993 en pourcentage	Décembre 1993 en pourcentage	Janvier 1994 en pourcentage
<b>AGRÉGATS DE CRÉDIT</b>				
- Endettement intérieur total .....	9 598,7	4,3	4,1	5,0
- Ensemble des crédits à l'économie..	6 186,9	-1,2	-0,3 (e)	-1,5 (e)
- Crédits des banques à l'économie ...	3 527,4	-2,8	-3,3	-3,2
(e) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 29			Mise à jour le 5 mai 1994	

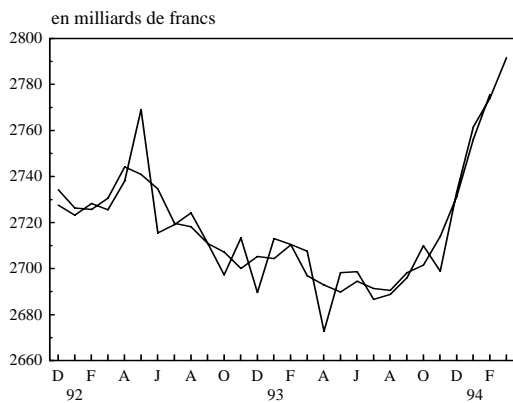
**M1**  
**Encours cvs**



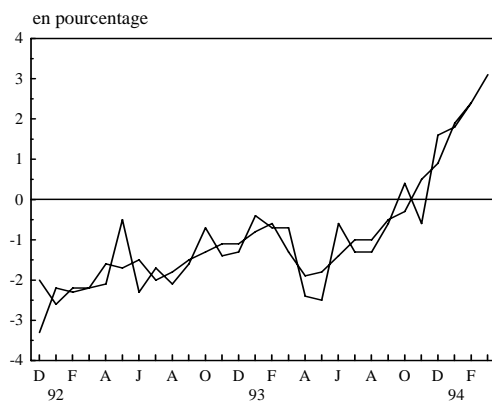
**M1**  
**Glissements sur 12 mois**



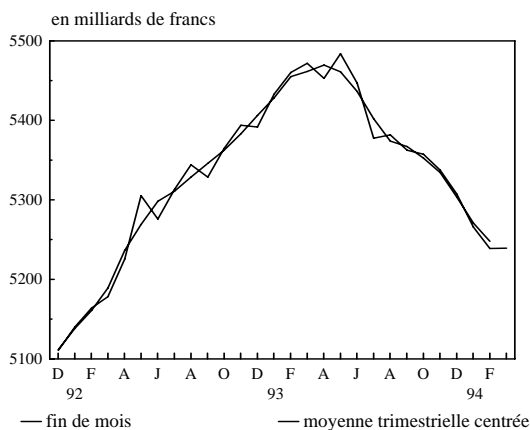
**M2**  
**Encours cvs**



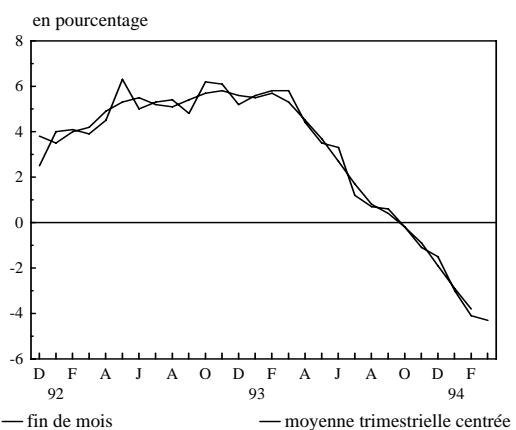
**M2**  
**Glissements sur 12 mois**



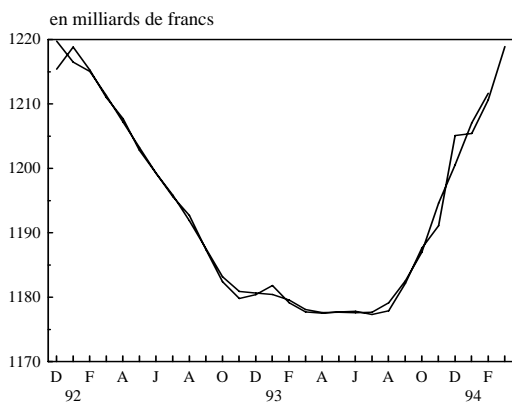
**M3**  
**Encours cvs**



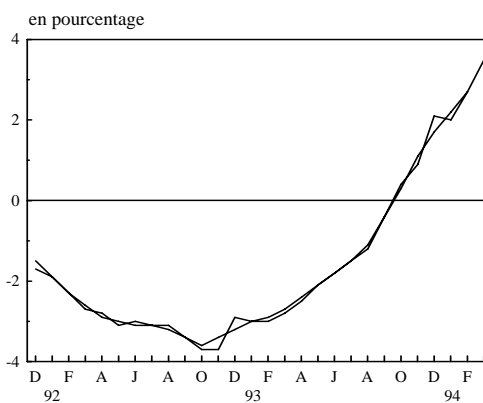
**M3**  
**Glissements sur 12 mois**



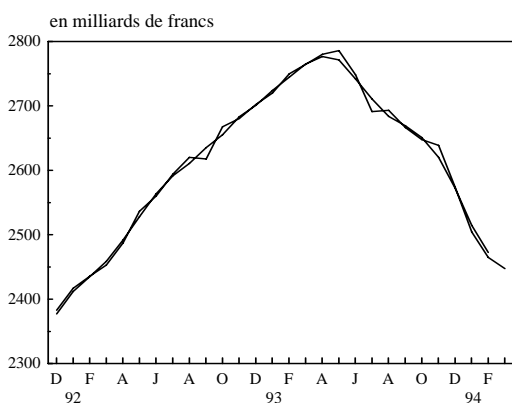
**M2 - M1**  
**Encours cvs**



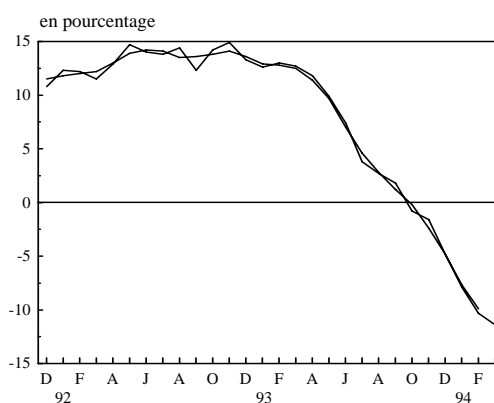
**M2 - M1**  
**Glissements sur 12 mois**



**M3 - M2**  
**Encours cvs**



**M3 - M2**  
**Glissements sur 12 mois**



— fin de mois                      — moyenne trimestrielle centrée

— fin de mois                      — moyenne trimestrielle centrée



**Tableau non disponible**

## 6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

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

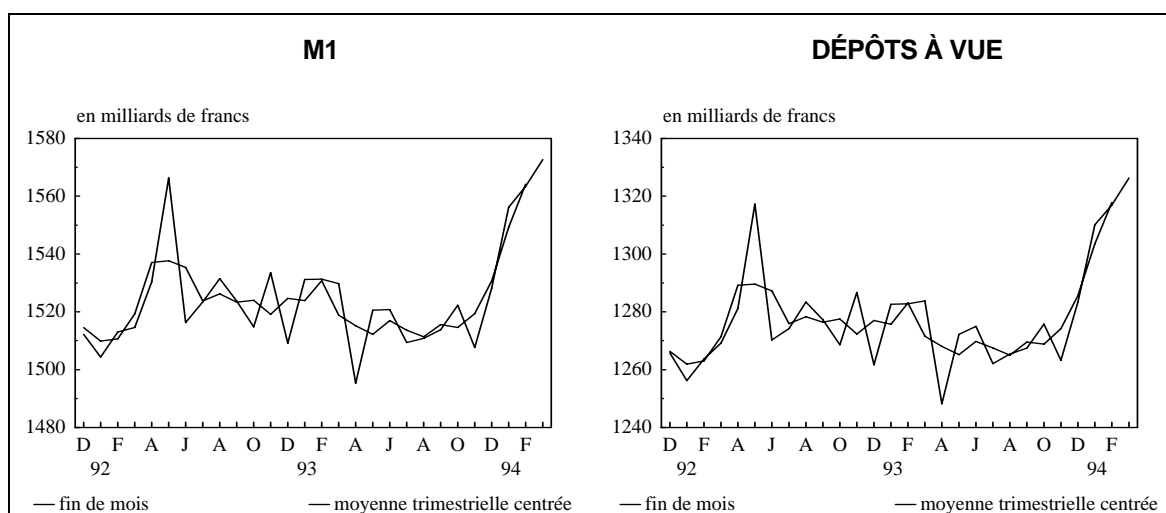
(statistiques à fin mars)

#### *M1*

En mars, l'agrégat M1 a progressé de 0,6 % (après 0,5 % le mois précédent), sous l'effet d'une nouvelle hausse des dépôts à vue. De ce fait, son rythme de croissance annuel, nul à fin décembre, est passé de 1,6 % à fin février à 2,2 % à fin mars.

Les dépôts à vue, principale composante de M1, ont augmenté pour le quatrième mois consécutif. Leur accroissement est de 0,7 %, ce qui porte leur variation sur douze mois à 2,7 %, contre 0,1 % à la fin de l'année dernière.

Cette nette reprise des encaisses de transaction doit être rapprochée de l'évolution favorable de l'économie française au premier trimestre de l'année.



L'encours des billets et monnaies est resté stable.

#### *M2 – M1*

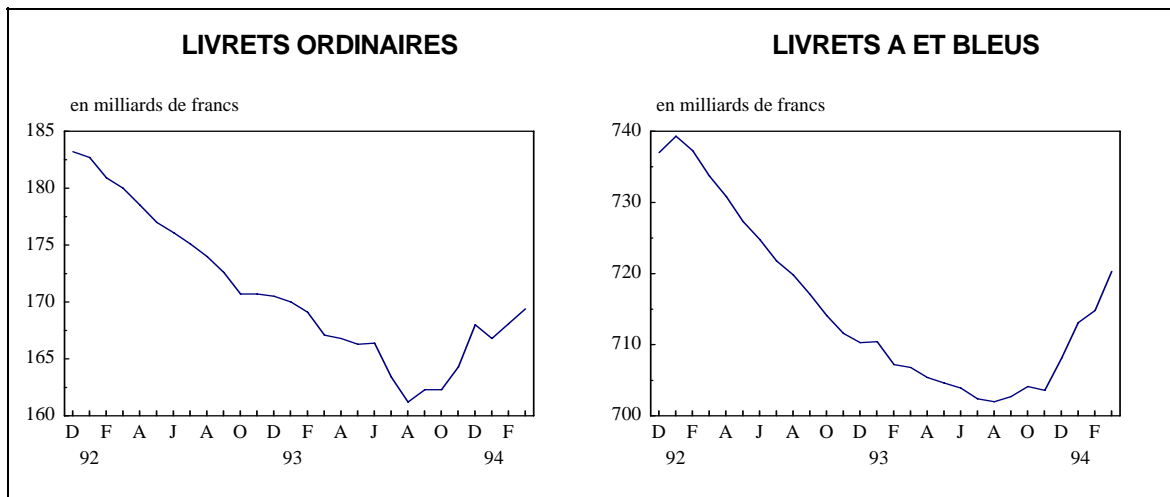
Les comptes sur livrets ont continué de se développer (0,7 %, après 0,4 % en février). Leur croissance annuelle s'est accentuée et atteint 2,7 % à fin mars (contre 2,2 % à fin février).

L'encours des livrets A et bleus a progressé de 0,8 % en mars (0,3 % en février) et, sur un an, leur hausse atteint 1,1 %.

Les comptes d'épargne-logement se sont très légèrement repliés (-0,1 %), alors qu'ils s'étaient accrus de 0,4 % en février. En rythme annuel, leur progression est toutefois demeurée soutenue (6,4 % à fin mars, contre 6,9 % à fin février).

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

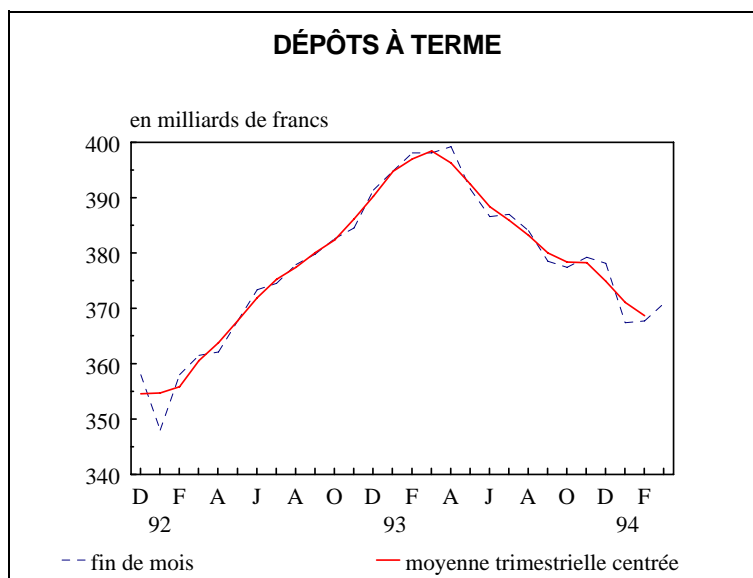
Les livrets soumis à l'impôt se sont accrus de 0,7 % en un mois et leur repli, en glissement sur douze mois, n'est plus que de 0,4 %.



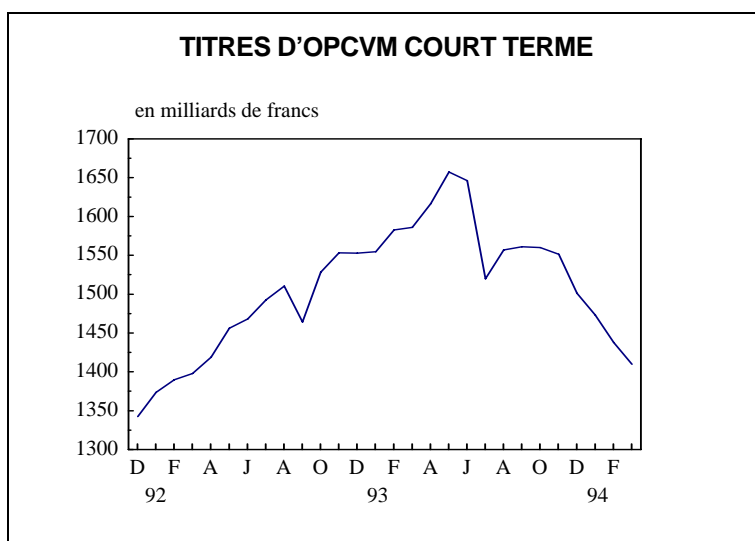
### M3 – M2

L'agrégat M3 – M2 s'est légèrement contracté en mars (–0,7 %, au lieu de –1,6 % en février). En glissement annuel, sa baisse s'établit à –9,9 %.

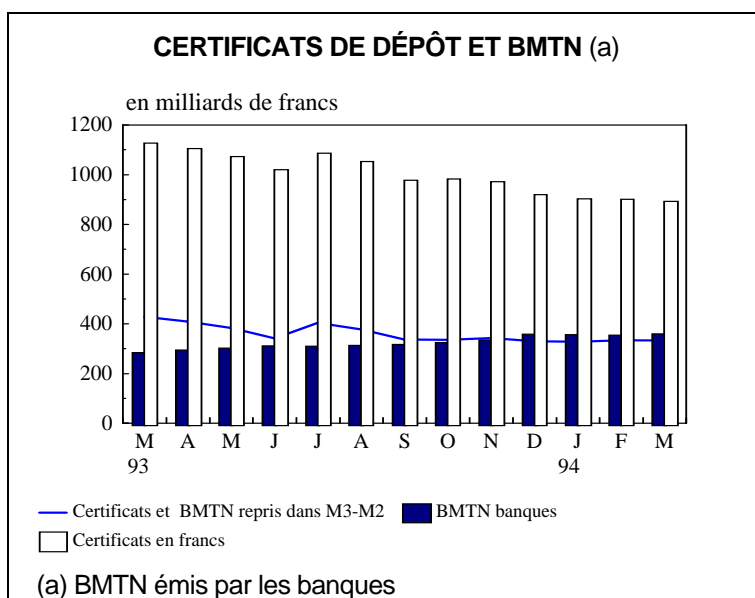
Les placements à terme se sont réduits de 0,1 % d'une fin de mois à l'autre et de 9,7 % en un an.



Le montant des titres d'OPCVM court terme s'est contracté de 2,0 %, après –2,4 % le mois précédent. En glissement annuel, son recul atteint 8,5 %.



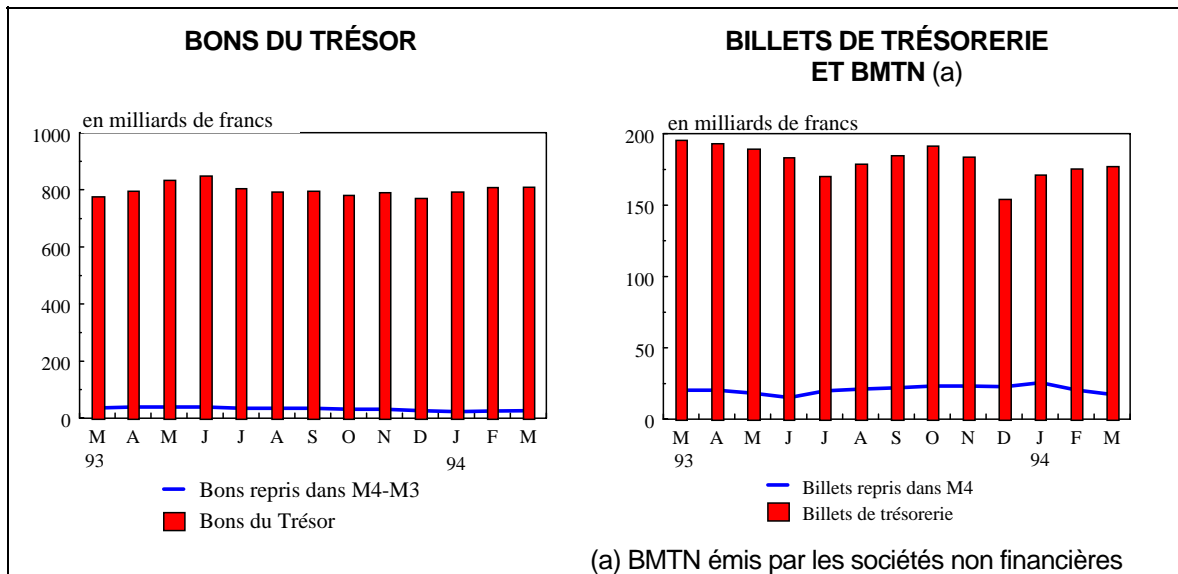
L'encours des certificats de dépôt en francs et des bons à moyen terme négociables émis par les banques et acquis par les agents non financiers est resté assez stable (332,8 milliards de francs, après 333,9 milliards). L'encours global a peu varié également, revenant, d'une fin de mois à l'autre, de 1 254,8 milliards de francs à 1 251,8 milliards.



### M4 – M3

Le montant des bons du Trésor détenus par les agents non financiers s'élève à 26,4 milliards de francs (25 milliards à fin février) ; dans le même temps, leur encours global est passé de 808,2 milliards de francs à 809,4 milliards.

Le montant des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par le public s'est contracté de 3,3 milliards de francs et atteint 17,3 milliards sur un encours global de 177 milliards.

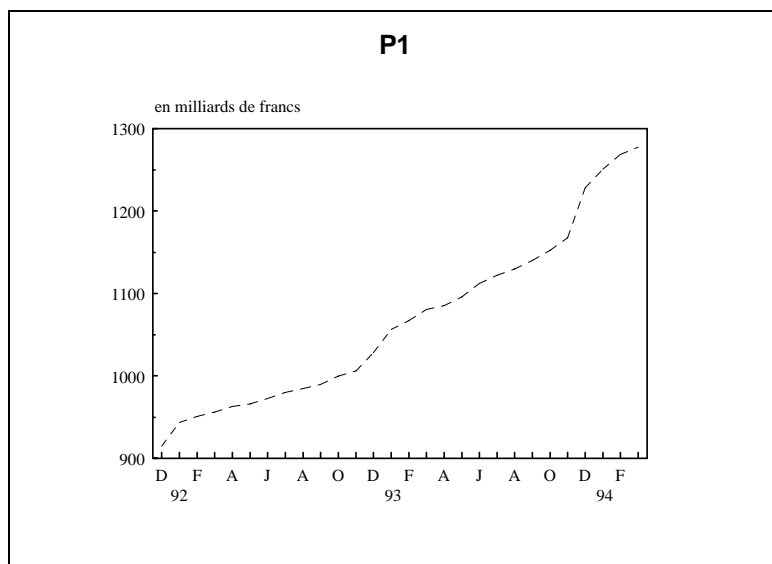


**P1**

L'agrégat de placement P1 s'établit à 1 277,3 milliards de francs et son rythme de croissance annuel reste élevé (18,5 % à fin mars).

L'encours des plans d'épargne-logement a progressé de 1,4 % (après 1,6 % en février) et, sur un an, leur variation reste soutenue (17,1 % à fin mars, contre 12,2 % à fin décembre).

Les fonds placés sur les plans d'épargne populaire s'élèvent à 385,1 milliards de francs ; en rythme annuel, ils ont progressé de 29,9 %.



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

### 6.2.1. Évolution des crédits

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

#### Vue d'ensemble

À fin janvier 1994, en variation sur 12 mois, les concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit se sont de nouveau contractés (- 1,5 %, après - 0,3 % à fin décembre 1993). Néanmoins, les évolutions sont plus favorables pour ce qui est des crédits aux ménages. En effet, leur progression s'est renforcée et s'élève à 3,0 %, après 2,1 % à l'issue du mois précédent. Pour sa part, le recul des crédits aux sociétés s'est poursuivi à un rythme légèrement inférieur (- 4,0 %, après - 4,6 % le mois précédent). En revanche, les crédits aux autres agents (principalement, les collectivités locales et les organismes de sécurité sociale) se sont nettement repliés (- 5,2 %, après + 9,4 %).

Les crédits accordés par les banques enregistrent, sur un an, un repli légèrement moindre que celui du mois précédent (- 3,2 %, contre - 3,3 % à fin décembre 1993). Ce résultat est acquis en dépit d'une contraction des concours octroyés aux autres agents (- 5,5 %, contre + 3,0 % en décembre 1993). En revanche, les crédits des banques aux ménages n'ont diminué que de 0,2 %, comme en décembre, et ceux aux entreprises marquent une moindre régression que précédemment (- 5,6 %, contre - 6,7 %).

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					
<i>(en pourcentage)</i>					
	1992	1993			1994
	Décembre	Juin	Septembre	Décembre	Janvier
<b>BANQUES</b>					
- Total des crédits .....	3,1	-0,4	-2,8	-3,3	-3,2
- Sociétés .....	3,4	-1,2	-5,0	-6,7	-5,6
- Ménages .....	0,7	-0,1	-0,4	-0,2	-0,2
- Autres agents .....	21,9	4,5	-2,8	3,0	-5,5
<b>ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>					
- Total des crédits .....	3,0	-0,1	-1,2	-0,3 (a)	-1,5 (a)
- Sociétés .....	3,0	-2,0	-3,7	-4,6 (a)	-4,0 (a)
- Ménages .....	0,5	1,0	1,1	2,1 (a)	3,0 (a)
- Autres agents .....	11,4	4,4	2,3	9,4 (a)	-5,2 (a)
(a) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France DESM - SASM - Tél. : +33 (1) 42 92 49 28					
Mise à jour le 21 avril 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 nettement ralenti (- 0,3 % en janvier, après - 0,7 % à fin décembre). Cette évolution recouvre, comme le mois précédent, des mouvements contrastés. En effet, les concours accordés aux sociétés se sont légèrement redressés, après deux mois de baisse (0,9 % à fin janvier, après - 2,2 % à fin décembre 1993 et - 0,8 % à fin novembre). En revanche, les crédits aux ménages ont enregistré une baisse de 0,8 % (après + 0,4 % en décembre 1993) et les crédits aux autres agents ont diminué de 6,9 % (après + 1,3 % en décembre).

<sup>1</sup> 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.

<b>ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE</b>					
<i>(en pourcentage)</i>					
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1993		1994	1993	1994
	Novembre	Décembre	Janvier	Décembre	Janvier
<b>TOTAL</b> .....	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,2</b>
<b>SOCIÉTÉS</b> .....	-0,8	-2,2	0,9	-6,7	-5,6
– Investissement des sociétés .....	-1,7	-1,6	-0,5	1,6	-1,7
– Trésorerie des sociétés .....	-1,1	-1,5	2,9		-9,0
– Autres crédits .....	0,9	-4,0	-0,7		-3,8
<b>MÉNAGES</b> .....	-0,1	0,4	-0,8	-0,2	-0,2
– Habitat ménages .....	0,1	0,5	-0,2	2,6	1,8
– Trésorerie des particuliers .....	0,8	0,6	-2,0	1,1	-1,1
– Autres crédits .....	-1,1	0,0	-1,3	-7,5	-4,6
<b>AUTRES AGENTS RÉSIDENTS</b> .....	2,3	1,3	-6,9	3,0	-5,5

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

Mise à jour le 21 avril 1994

La reprise des concours octroyés aux sociétés est imputable à une hausse de 2,9 % des crédits de trésorerie, tandis que les crédits à l'investissement et les autres crédits se sont moins contractés qu'à fin décembre (respectivement – 0,5 % et – 0,7 %, après – 1,6 % et – 4,0 %).

Sur un an, le recul de l'ensemble des concours accordés aux sociétés par les banques ressort à – 5,6 % à fin janvier. Les crédits à l'investissement ont diminué de 1,7 %. La baisse des crédits de trésorerie et celle des autres crédits a été, respectivement, de 9,0 % et 3,8 %. Ces catégories de concours ont été particulièrement affectées par les réaménagements liés aux nouvelles règles comptables entrées en vigueur en janvier 1993, dans le cadre de la réforme Bafi, aussi n'est-il guère significatif d'effectuer la comparaison des évolutions annuelles observées à fin janvier 1994 avec celles constatées en 1993.

Sur un mois, l'encours des crédits des banques aux ménages s'est inscrit en baisse de 0,8 % après une hausse de 0,4 % en décembre. Cette évolution est le fait de l'ensemble des catégories de concours : les crédits à l'habitat ont diminué de 0,2 %, après deux mois de hausse (0,1 % en novembre et 0,5 % en décembre) ; les crédits de trésorerie se sont contractés plus fortement (– 2,0 %, après + 0,6 % en décembre et + 0,8 % en novembre) ; les autres crédits ont reculé de 1,3 %, après un mois de stabilité.

Appréciés sur douze mois, les crédits aux ménages se sont réduits au même rythme qu'à fin décembre 1993 (– 0,2 %). Cette évolution recouvre une augmentation des crédits à l'habitat (1,8 %) et une diminution des crédits de trésorerie et des autres crédits (respectivement – 1,1 % et – 4,6 %).

Les crédits aux autres agents sont en net recul, tant en variation mensuelle (– 6,9 %, après + 1,3 % à fin décembre) qu'en variation sur douze mois (– 5,5 %).

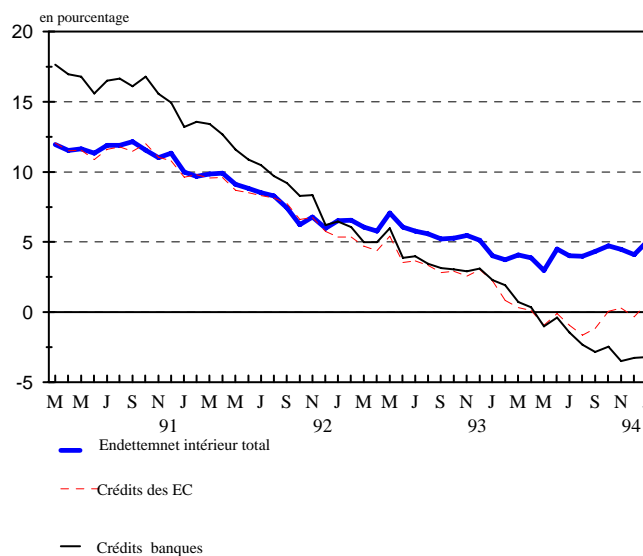
## 6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin janvier)

Le rythme de progression de l'endettement intérieur total s'est renforcé en début d'année et ressort à 5,0 % en glissement annuel à fin janvier. La croissance de l'endettement de l'État atteint 26,3 % en rythme annuel, après 20,3 % à fin décembre et 18,4 % à fin novembre. Les financements octroyés aux ménages progressent sensiblement, leur rythme annuel de croissance passant de 0,6 % et 2,1 % à la fin des deux derniers mois de 1993 à 3,0 % à fin janvier, tandis que le mouvement de repli des concours consentis aux sociétés semble se ralentir, avec un recul de -2,7 % en glissement annuel intervenant après des baisses de -2,9 % et de -3,6 % à fin novembre et fin décembre.

Le très léger accroissement de l'encours des crédits consentis aux agents résidents (0,7 %, après 0,2 % à fin décembre) recouvre notamment l'évolution divergente des crédits aux ménages, dont le montant progresse de 3,0 % en rythme annuel (contre 2,1 % à fin décembre) et des crédits aux sociétés qui enregistrent une nouvelle contraction de leur encours (-4,0 % en un an à fin janvier), moins prononcée toutefois que celle observée à fin décembre 1993 (-4,6 %).

### TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DE L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL ET DES CRÉDITS



La progression des financements levés sur les marchés internes est demeurée soutenue (16,6 % en glissement annuel à fin janvier, contre 14,7 % à fin décembre). L'accélération de la croissance de l'encours des titres émis sur le marché monétaire (8,1 % en un an à fin janvier, après 4,2 % à fin décembre) provient d'une reprise des bons du Trésor (10,8 % à fin janvier, contre 7,7 % à la fin du mois précédent) et d'une moindre contraction de l'encours des billets de trésorerie dont le repli sur un an n'est plus que de -3,0 % à fin janvier, après avoir atteint -10,3 % à fin décembre.

Les tendances observées depuis plusieurs mois sur le marché obligataire ne se sont pas modifiées. La progression de l'encours des obligations émises par les agents non financiers est demeurée très vive (21,6 % à fin janvier en rythme annuel), à un niveau très proche de ceux enregistrés les mois précédents (20,9 % à fin décembre et 22,4 % à fin novembre). L'augmentation de l'encours des titres d'État (29,2 % sur un an à fin janvier) est restée du même ordre que celle observée à la fin de



LES AGRÉGATS MONÉTAIRES  
Le crédit et l'endettement intérieur total

l'année 1993 (28,7 % à fin décembre). Le rythme de progression annuelle de l'encours des obligations émises par les sociétés a également peu varié, passant de 3,2 % à 4,1 % d'une fin de mois à l'autre.

Après s'être ralenti au dernier trimestre de 1993, le rythme de croissance annuelle des crédits et obligations internationaux s'est stabilisé et ressort à 3,5 % à fin janvier, contre 3,4 % à fin décembre 1993).

<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)</b>					
<i>(variations sur 12 mois, en pourcentage)</i>					
	DONNÉES BRUTES				
	1991	1992	1993		1994
	Décembre	Décembre	Novembre	Décembre	Janvier
<b>ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL</b> .....	<b>6,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,1</b>	<b>5,0</b>
– État .....	6,7	13,8	18,4	20,3	26,3
– Ménages .....	2,1	0,5	0,6	2,1	3,0
– Sociétés (a) .....	7,7	4,3	-2,9	-3,6	-2,7
– Autres (b) .....	8,4	4,3	17,1	8,5	-5,1
<b>CRÉDITS (c)</b> .....	<b>5,5</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>
– État .....	2,8	-26,8	-12,5	22,8	65,8
– Ménages .....	2,1	0,5	0,6	2,1	3,0
– Sociétés .....	7,6	3,0	-4,1	-4,6	-4,0
– Autres (b) .....	9,1	5,3	18,3	9,4	-4,8
<b>FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d)</b> ..	<b>7,4</b>	<b>15,7</b>	<b>17,2</b>	<b>14,7</b>	<b>16,6</b>
<i>Sur le marché monétaire</i> .....	<i>0,9</i>	<i>25,1</i>	<i>8,4</i>	<i>4,2</i>	<i>8,1</i>
– État .....	1,3	28,3	12,6	7,7	10,8
– Sociétés .....	-0,5	13,2	-6,7	-10,3	-3,0
<i>Sur le marché obligataire</i> .....	<i>11,0</i>	<i>10,8</i>	<i>22,4</i>	<i>20,9</i>	<i>21,6</i>
– État .....	11,6	14,5	30,3	28,7	29,2
– Sociétés .....	11,5	4,3	4,5	3,2	4,1
– Autres .....	-4,5	-13,2	-9,1	-10,8	-11,4
<b>CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX</b> .....	<b>6,2</b>	<b>14,0</b>	<b>5,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>

(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 4 mai 1994

# COMMUNICATIONS

# LETTRE INTRODUCTIVE AU RAPPORT ANNUEL DE LA BANQUE DE FRANCE

Lettre introductive au rapport annuel de la Banque de France adressée à  
Monsieur le Président de la République,  
à Monsieur le Président du Sénat,  
à Monsieur le Président de l'Assemblée nationale

---

JEAN-CLAUDE TRICHET  
*Gouverneur de la Banque de France*

J'ai l'honneur de vous adresser, conformément à la loi, le rapport sur les opérations de la Banque de France, la politique monétaire et ses perspectives. Comme il est d'usage, je vous prie de bien vouloir trouver ci-dessous les réflexions générales que m'inspire l'année écoulée.

\* \*  
\*

En 1993, l'orientation de l'activité économique dans le monde a été défavorable pour l'économie française, qui a subi une récession, la contraction du Produit Intérieur Brut (PIB) s'élevant à - 0,7 %. Ce résultat global ne reflète pas la tendance de l'année qui, après une nette dégradation intervenue à la fin de l'année 1992 et au début de l'année 1993, durant deux trimestres consécutifs, a été caractérisée ensuite par une stabilisation, puis un redressement en fin d'année.

L'inflation est demeurée maîtrisée et notre commerce extérieur a connu, en partie du fait d'un niveau d'investissement faible, mais aussi grâce à la bonne compétitivité externe de notre économie, un important excédent.

Le raffermissement de la reprise qui s'amorce dépend d'une politique économique convenablement équilibrée. La politique monétaire garantit la stabilité du franc : elle a été progressivement mais substantiellement assouplie et permet à l'économie française de bénéficier de bonnes conditions de financement et de maintenir sa compétitivité. La hausse des salaires et des coûts dans l'économie

## Lettre introductive au rapport annuel

demeure contenue. La maîtrise de l'évolution des finances publiques et sociales conformément au programme de convergence est dans ce contexte très importante.

Au-delà de la reprise conjoncturelle, une croissance saine, ferme et durable, condition de l'amélioration de l'emploi, requiert un environnement propice au renforcement de l'appareil productif et un nouveau dynamisme de l'investissement financé par une épargne suffisante.

La Banque de France a été profondément réformée par les lois du 4 août et du 31 décembre 1993. Le Conseil de la Politique Monétaire est chargé de définir la politique monétaire en toute indépendance. En 1994, le Conseil de la Politique Monétaire s'est assigné comme objectif final la stabilité des prix pour l'année et à moyen terme et apporte ainsi sa contribution à l'amélioration structurelle de l'efficacité de notre économie.

Cette politique monétaire s'inscrit dans le contexte de l'Union Économique et Monétaire de l'Europe décidée par les « douze » et qui est entrée le 1er janvier 1994 dans sa deuxième phase, préparatoire à la troisième, c'est à dire à l'Union Monétaire elle-même.

\* \*

\*

En 1993, dans un contexte marqué jusqu'à l'été par des tensions quelquefois très vives sur les marchés de change, la politique monétaire a été prudemment mais très nettement assouplie et les conditions de financement de l'économie française adaptées à la reprise économique qui se dessine.

- Les évolutions monétaires et financières ont été contrastées. Alors que les agrégats de monnaie et de crédit stagnaient, voire diminuaient, les financements distribués à l'économie, recensés dans l'« endettement intérieur total », ont continué de progresser à un rythme soutenu. La réorientation massive, encouragée à juste titre par les pouvoirs publics, des placements des résidents vers des produits d'épargne longs et le recul de la distribution du crédit ont pesé sur l'expansion monétaire, tandis que les agrégats de placement connaissaient une progression exceptionnellement vive. Par ailleurs, les financements obtenus sur les marchés se sont sensiblement développés, en particulier ceux au bénéfice de l'Etat.

- Confrontées à deux reprises à des crises de change injustifiées au regard de nos facteurs économiques fondamentaux, les autorités monétaires ont maintenu la stabilité du franc au sein du Système Monétaire Européen. Après la décision du 2 août confirmant les cours pivots et élargissant les marges de fluctuation au sein de l'accord de change européen, cet acquis a été préservé : le franc est resté stable tandis que les autorités monétaires menaient une action de baisse graduelle, mais très sensible, des taux d'intérêt à court terme, baisse qui a atteint sur l'ensemble de l'année 4,8 points pour les taux à 3 mois. Cette action a favorisé la poursuite de la diminution des taux à long terme qui ont baissé sur l'ensemble de l'année de 2,4 points environ. Ils se situaient à la fin de l'année 1993 à un niveau historiquement bas, inférieur à celui de la plupart des grands pays du « G 7 ».

Notre politique monétaire a porté ses fruits en contribuant, notamment, au renforcement de l'efficacité de l'économie.

La France figure ainsi parmi les pays les moins inflationnistes de l'OCDE : l'écart d'inflation en notre faveur sur un an s'établissait, en décembre 1993, à plus d'un point vis-à-vis de la moyenne de l'Union européenne et à environ un point (0,9 %) par rapport à l'ensemble de nos partenaires.

En conséquence, en 1993, la compétitivité-prix des produits manufacturés français s'est améliorée, prolongeant ainsi une évolution de moyen terme observée depuis 1986. L'efficacité de l'appareil productif, induite par la stabilité du franc, a conduit les entreprises à renforcer leur compétitivité hors prix.

La balance commerciale de la France a ainsi dégagé un excédent de 89,6 milliards de francs (en termes FAB-FAB), en très vive hausse par rapport à celui de 1992 (31 milliards de francs). Le surplus

des échanges de produits industriels s'est nettement accru (51,6 milliards de francs, y compris le matériel militaire, en termes CAF-FAB, contre 4,3 milliards en 1992). Sur l'industrie civile est apparu un excédent de 41 milliards de francs contre un déficit de 12,1 milliards de francs en 1992.

Certes, la faiblesse de l'activité, en provoquant un recul des importations — notamment d'énergie —, a contribué à cet excédent record (que les imperfections statistiques dues à la suppression des données douanières en Europe surestiment vraisemblablement), mais nos exportations ont connu, après un fléchissement durant les premiers mois, un net redressement.

Les plus récentes enquêtes de conjoncture, en particulier celles de la Banque de France, montrent que l'amélioration des perspectives des chefs d'entreprise repose largement sur la perception d'un net redressement de la demande extérieure émanant non seulement de nos partenaires traditionnels mais également des nouveaux marchés à forte potentialité de croissance des pays de l'Asie de l'Est et du Sud-Est.

Loin d'entraver l'activité, la politique monétaire contribue, en renforçant la compétitivité de l'économie, à assurer le maintien d'un courant ferme et régulier de demande externe propice à la croissance.

Dans l'environnement plus favorable du début de l'année 1994, les conditions de financement de l'économie française sont de nature à conforter la reprise qui se dessine.

Le secteur bancaire joue un rôle déterminant dans le financement des acteurs économiques par le volume et les conditions de taux des concours qu'il leur accorde. Les banques françaises dans leur ensemble ont enregistré dans leurs résultats de 1993 les conséquences de la détérioration de la situation de leurs clients. Elles ont subi les effets de la crise de l'immobilier et des difficultés rencontrées par un nombre important d'entreprises, en particulier de petite et moyenne taille. En décidant de provisionner largement et rapidement les créances dont la qualité était dégradée, le secteur bancaire français dans son ensemble a montré qu'il avait les moyens de surmonter ses difficultés conjoncturelles tout en maintenant une structure financière solide. Grâce aux efforts constants accomplis durant les dernières années, il présente un ratio de solvabilité moyen supérieur au seuil réglementaire de 8 %. Les banques françaises offrent une solidité financière suffisante pour répondre aux besoins de financement des entreprises.

La capacité de financement de l'ensemble des entreprises est importante. Toutefois, la situation des petites et moyennes entreprises est contrastée. Les ménages, pour leur part, ont nettement réduit leur endettement, ce qui a eu pour conséquence un certain accroissement de leur épargne nette.

J'ai déjà évoqué la baisse sensible des taux à court terme. Elle s'est répercutée sur l'ensemble des conditions de crédit. C'est ainsi que le taux moyen des découverts bancaires est passé, en un an, de plus de 12,5 % à un peu moins de 9 %. Le taux de base bancaire, qui concerne principalement les crédits aux petites et moyennes entreprises, et qui avait peu varié durant les périodes où les tensions sur les marchés de change justifiaient un relèvement de certains taux du marché monétaire, a baissé d'un peu plus de deux points entre janvier 1993 et janvier 1994, passant de 10 % à 7,95 %.

Il est tout aussi important de préserver, par la poursuite d'une politique monétaire de crédibilité et de stabilité, le bas niveau relatif des taux de marché à moyen et à long terme qui sont une référence centrale pour les décisions d'investissement des entreprises et ont un impact direct sur les taux d'une grande part des prêts au logement. Or, l'investissement et le logement sont des facteurs importants d'amplification du redressement de la demande interne. Il serait gravement dommageable pour l'économie qu'une baisse brutale et forcée des taux à court terme affecte défavorablement les anticipations sur la stabilité interne et externe future de la monnaie et contribue finalement, à travers la réapparition de primes de risque, à la hausse de nos taux d'intérêt à moyen et long terme. C'est la politique de baisse graduelle des taux à court terme, attentive à la stabilité du franc, qui a permis à notre économie de bénéficier de taux de marché à moyen et long terme parmi les moins élevés du monde.

## Lettre introductive au rapport annuel

\* \*  
\*

La politique économique doit être équilibrée et la maîtrise de l'évolution des comptes publics est essentielle pour préserver les acquis observés.

Dans l'ensemble de l'OCDE, les besoins de financement des administrations publiques sont élevés. Le contraste est cependant net entre les États-Unis où, avec un déficit en réduction qui ne devrait pas dépasser 3,5 % du PIB en 1993, la voie de l'amélioration est clairement perceptible, le Japon où les déficits résultent d'actions délibérées du Gouvernement pour stimuler l'activité et l'Europe où les déficits atteignent des montants élevés, généralement supérieurs à 5 % du PIB et où, dans onze pays sur douze, des programmes pluriannuels de redressement dits « programmes de convergence » ont dû être mis en place.

La France n'a pas pu échapper à cette évolution. Alors qu'elle était encore, il y a quelques années, l'un des rares pays à respecter, dans le domaine des soldes budgétaires, le niveau de référence de 3 % du PIB défini par le Traité de Maastricht, ses comptes publics se sont détériorés depuis 1991 et le besoin de financement des administrations atteint en 1993 5,7 % du PIB. Ce chiffre est proche de celui de l'Allemagne où la situation s'est stabilisée après la forte dérive due aux conséquences de la réunification.

L'élargissement des déficits publics est un phénomène mécanique en phase de stagnation ou de récession mais il convient d'être attentif à sa composante structurelle qui, d'après les estimations de l'OCDE, représente la moitié du découvert et se serait accrue de l'équivalent d'environ 1,5 point du PIB en trois ans.

Simultanément, la dette publique s'est alourdie et atteint, en 1993, 44,2 % du PIB sur une base consolidée contre 39,5 % en 1992 : ce ratio reste fort heureusement l'un des plus bas de l'Union européenne, mais il est en progression.

Le Gouvernement, comme les autres gouvernements européens, a engagé un programme à moyen terme de redressement des finances publiques — dit « Programme de convergence de la France » — tout en procédant à des actions sélectives dans des secteurs sensibles au cycle économique. Il est essentiel que l'effort de redressement ainsi décidé et confirmé, en ce qui concerne le budget de l'État, par la loi d'orientation quinquennale du 24 janvier 1994, soit effectivement concrétisé année après année. Dans cette perspective, la maîtrise des comptes sociaux apparaît comme étant la première priorité. Cette maîtrise suppose avant tout des progrès continus et substantiels dans la maîtrise de la dépense elle-même, et tout particulièrement de la dépense d'assurance maladie.

Notre économie bénéficie jusqu'à présent de l'atout substantiel du niveau encore modéré de l'encours de dette en proportion du Produit Intérieur Brut. Il est important que l'application méthodique du « programme de convergence » empêche que se développe un processus auto-entretenu de gonflement de cet encours de la dette qui compromettrait gravement, comme le montrent de nombreux exemples étrangers, la croissance à moyen terme de notre économie et le niveau de l'emploi.

\* \*  
\*

Un renforcement significatif de notre appareil productif est nécessaire pour assurer à l'économie française une croissance saine, vigoureuse et créatrice d'emplois durables.

L'économie française est largement ouverte sur l'extérieur dans un contexte de mondialisation croissante des économies. Pour notre appareil productif, la demande mondiale est au moins aussi importante que la demande interne. Le vigoureux effort d'investissement à l'étranger que les sociétés françaises ont poursuivi dans les années récentes montre que ce contexte est bien perçu. Toutefois,

dans le même temps, on observe un fort recul, de près de 16 %, de l'investissement productif en France depuis la fin de 1990 après, il est vrai, plusieurs années consécutives de forte croissance. Cette évolution traduit une réaction, peut-être excessive, aux infléchissements de la demande interne et externe au cours de la période.

La reprise de l'investissement est nécessaire à la fois pour stimuler la croissance économique immédiate et aussi, et peut-être surtout, pour améliorer sur le moyen terme le potentiel de croissance non inflationniste de l'économie. Ce potentiel de croissance de moyen terme s'élève aujourd'hui, d'après les calculs émanant des experts nationaux et internationaux, à 2,5 % à 3 % par an en moyenne, comme le Conseil de la Politique Monétaire l'a observé dans sa définition de la politique monétaire pour 1994. Il s'agit de moyennes sur plusieurs années, la croissance pouvant dépasser ce niveau annuellement, compte tenu notamment du retard enregistré pendant la phase dépressive récente du cycle économique.

Un taux de croissance soutenu est la condition de la création d'emplois. Le chômage en France qui, d'après les normes du Bureau International du Travail, représente 12,2 % de la population active en décembre 1993, comprend une importante composante structurelle due notamment à l'inadéquation des qualifications d'une partie de la population active aux besoins de l'emploi ainsi qu'aux caractéristiques du marché du travail. Ce dernier facteur rend d'ailleurs en partie artificielles les comparaisons internationales. Mais il est également certain que c'est en restaurant les conditions d'une croissance vigoureuse et en renforçant la productivité de l'économie française que l'on créera le cadre propice, non seulement à une réduction du chômage conjoncturel, mais aussi à la mise en oeuvre et à l'accélération des nécessaires réformes structurelles permettant d'améliorer le « contenu en emplois » de la croissance française.

L'épargne des ménages qui s'est légèrement redressée ces dernières années, passant de 11 % du revenu disponible en 1987 à 12,8 % en 1993, pourrait provisoirement fléchir et accroître ainsi la demande. Mais il serait toutefois imprudent de fonder notre croissance durant les prochaines années sur une contribution excessive de la consommation. Une telle orientation ne pourrait soutenir durablement la croissance et l'emploi. Dans un contexte international très ouvert et très concurrentiel, c'est l'investissement, propice à l'éclosion de nouvelles technologies et de nouveaux produits qui crée les conditions d'un accroissement de nos marchés intérieurs et extérieurs et donc de la création d'emplois durables.

L'épargne totale est loin, en France, d'être excessive au regard des besoins d'investissements. Certes le solde des transactions courantes, qui donne une mesure approchée de l'équilibre entre l'épargne et l'investissement, s'établit cette année à 59,5 milliards de francs, soit 0,8 % du PIB. Mais, pour confirmer cette évolution positive de nos comptes extérieurs, le redressement de l'investissement en France, comme la poursuite souhaitable des investissements à l'étranger, requièrent un renforcement progressif de l'épargne nationale, faute de quoi l'économie française serait tributaire d'un financement extérieur trop important.

Tant la réduction des déficits publics que l'introduction de formes de placements susceptibles de susciter une réelle motivation d'épargne nouvelle chez les agents économiques contribueront progressivement à améliorer le niveau de l'épargne totale de notre économie.

\* \*

\*

La politique monétaire définie pour 1994 par le Conseil de la Politique Monétaire se donne pour objectif la stabilité des prix, dans une perspective de moyen terme. Le nouveau statut conférant à la Banque de France l'indépendance dans le domaine de la politique monétaire ne peut que renforcer la crédibilité de cette action essentielle pour le renforcement structurel de la compétitivité de notre économie.

L'objectif final de la politique monétaire est une hausse des prix ne dépassant pas 2 % aussi bien en 1994 qu'au cours des prochaines années. La Banque de France maintiendra la stabilité du franc dans le cadre du mécanisme de change européen conformément aux orientations retenues par le Gouvernement français et qui sont consignées dans le communiqué du 2 août des Ministres et Gouverneurs de l'Union Européenne. L'agrégat M3, dont la vitesse de circulation a été fortement affectée en 1993, mais dont la validité comme objectif à moyen terme n'est pas remise en cause, devrait s'inscrire sur une tendance de 5 % dans les années à venir, compte tenu d'une croissance non inflationniste du PIB potentiel en volume de l'ordre de 2,5 % à 3 %. En outre, la Banque de France vérifiera, à partir de l'indicateur privilégié que constitue l' « endettement intérieur total », que l'économie dispose des moyens de financement permettant d'accompagner la reprise, naturellement sans raviver l'inflation.

La politique monétaire française est ainsi fondée sur la stabilité, la crédibilité et la continuité. Elle s'inscrit dans le contexte du processus d'Union Économique et Monétaire européen décidé par les Gouvernements et ratifié par les Parlements des « douze ». Celui-ci vient de rentrer dans sa deuxième phase avec la création de l'Institut Monétaire Européen. Cet organisme devra contribuer à une meilleure coordination des politiques monétaires, veiller au bon fonctionnement du Système Monétaire Européen, lever les obstacles à un usage plus large de l'Écu dans les circuits financiers et, enfin et surtout, harmoniser les instruments statistiques, d'analyse et de politique monétaire afin que soit défini le cadre d'action de la future Banque Centrale Européenne.

La poursuite d'une orientation en faveur de la stabilité des prix et de la stabilité du franc vis-à-vis des monnaies européennes s'inscrit aussi dans le cadre plus général du renforcement de la convergence des économies européennes, condition nécessaire de la réalisation de l'Union Économique et Monétaire.



# L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE EST-ELLE RÉALISTE ?

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
lors de la conférence organisée  
par l'Association pour l'Union monétaire de l'Europe,  
à Paris le 15 avril 1994

---

Je suis particulièrement heureux de l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de discuter du caractère réaliste du projet d'Union économique et monétaire de l'Europe devant vous, responsables de banques, d'entreprises, d'organismes professionnels, vous qui êtes en prise sur les réalités quotidiennes de la vie économique et monétaire.

Je voudrais organiser mon propos autour de deux thèmes :

- il n'y a pas de conception réaliste d'un grand marché européen commun et unique sans une organisation monétaire parallèle et sans le concept de l'Union économique et monétaire,
- c'est de la manière la plus pratique et concrète que les banquiers centraux travaillent, depuis plusieurs années, à la construction d'une Union économique et monétaire de l'Europe.

## **Il n'y a pas de conception réaliste d'un grand marché européen sans projet d'Union économique et monétaire**

Les avantages que les entreprises européennes tireront de la construction du grand marché européen sont désormais bien connus et vous en êtes, en tant que responsables économiques, les premiers avertis. Aussi mentionnerai-je seulement les deux éléments suivants :

- l'ouverture des frontières et l'harmonisation des législations, d'ores et déjà très largement entamées, permettront aux entreprises de s'adresser à un marché unifié de taille comparable à celui du marché américain ;
- la liberté des mouvements de capitaux qui lui est associée et qui est, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1994, garantie par le traité de Maastricht, favorise une allocation optimale de l'épargne et facilite considérablement le financement des entreprises aux meilleures conditions possibles.

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

---

L'Union économique et monétaire est-elle réaliste ?

Je soulignerai, à cet égard, deux points :

– dès à présent, une stabilité appropriée des changes est une condition pratique nécessaire de la constitution d'un grand marché européen. C'est l'une des raisons qui ont conduit les pays membres du mécanisme de change à poursuivre résolument une politique orientée vers la stabilité externe de leur monnaie depuis la décision d'élargissement des marges d'août dernier ;

– à l'avenir, le grand marché européen ne pourra avoir ses pleins effets sans la mise en place d'une monnaie européenne commune.

En premier lieu, il m'apparaît donc essentiel de souligner que le marché commun et le marché unique d'une part, la coopération monétaire d'autre part, constituent l'avvers et le revers d'une même médaille.

L'évidence d'un lien entre ouverture des frontières et stabilité monétaire s'est en effet imposée aux pays membres de la Communauté dès le départ. Les pères fondateurs du traité de Rome n'avaient certes pas eu à se poser la question d'une coopération monétaire entre États européens puisqu'elle existait au niveau de l'ensemble des pays industrialisés dans le cadre des accords de Bretton Woods. Ils avaient néanmoins tenu à préciser dans l'article 107, alinéa 1 du traité de Rome que « chaque État membre traite sa politique en matière de taux de change comme un problème d'intérêt commun ».

Dans cette perspective, les arrangements monétaires des années soixante-dix, le Système monétaire européen (SME) et l'Union économique et monétaire apparaissent comme des développements successifs impliqués par la volonté commune des européens de parachever le marché commun puis le marché unique dans le contexte d'un système monétaire international ayant abandonné depuis le début des années soixante-dix les disciplines de Bretton Woods.

En particulier, il est difficile d'imaginer le fonctionnement du marché unique, l'abolition de toutes les frontières matérielles et immatérielles entre les hommes, les capitaux, les biens et les services et les concepts du marché unique tandis que les barrières invisibles que représenteraient les cours de change s'élèveraient et s'abaisseraient de façon erratique et non maîtrisée.

Même si les entreprises peuvent se couvrir contre les risques de change, une plus grande variabilité des taux de change constituerait un recul considérable par rapport au projet de constitution d'un grand marché intérieur européen : elle irait à l'encontre de l'objectif de mise en place d'un marché le plus harmonisé possible et le marché unique ne survivrait sans doute pas à des fluctuations de change trop amples.

L'interpénétration croissante des économies européennes que la constitution du grand marché européen ne fera qu'augmenter encore a, en outre, d'ores et déjà considérablement accru cette exigence d'une coopération monétaire de plus en plus étroite. Ainsi, un pays comme la France réalise déjà, depuis longtemps, la plus grande part de ses échanges extérieurs avec ses partenaires de l'Union européenne : environ 60 % contre 51 % en 1980. Parallèlement, les structures économiques des pays membres du mécanisme de change et, notamment, de la France et l'Allemagne ont eu tendance à se rapprocher de plus en plus nettement, ainsi que le montrent les études économiques récentes. Or, les coûts d'une variabilité excessive des taux de change sont d'autant plus élevés que les économies sont plus intégrées et que leurs structures sont plus proches.

En second lieu, le marché unique ne pourra avoir ses pleins effets qu'avec l'avènement d'une monnaie unique.

Je ferai, à cet égard, deux observations principales :

– l'Union monétaire, c'est-à-dire la monnaie unique, permettra une allocation optimale des ressources financières puisque les mouvements de capitaux obéiront exclusivement à la recherche de

## L'Union économique et monétaire est-elle réaliste ?

l'efficacité économique et ne dépendront plus des divergences entre les politiques monétaires ou les indices de compétitivité des taux de change ;

– seule la possibilité pour les entreprises européennes de disposer d'une seule monnaie sur le marché intérieur européen leur permettra par ailleurs, d'être à égalité avec leurs concurrents extérieurs, notamment américains.

Concrètement, le passage à la monnaie unique entraînera en particulier :

- l'élimination des coûts de transaction entre monnaies européennes ;
- la suppression des gestions individualisées de trésorerie dans chacune des monnaies de la Communauté pour les entreprises qui travaillent dans plusieurs pays ;
- l'unicité et donc la comparabilité beaucoup plus aisée des prix, des bilans... ;
- un financement de l'investissement et des constitutions de fonds propres largement facilitées : l'instauration d'un marché financier à l'échelle européenne exercera, sans nul doute, un pouvoir d'attraction considérable sur les investisseurs non seulement de la Communauté mais aussi du monde entier.

### **C'est de façon concrète et pratique que les banques centrales préparent le passage à l'Union économique et monétaire**

Dans le souci d'assurer, de façon pragmatique et réaliste, la transition vers l'Union économique et monétaire, les banques centrales se sont mobilisées d'un double point de vue :

- en contribuant à la définition d'une démarche réaliste, prévoyant une étape de préparation active du passage à l'Union ;
- en étudiant de façon approfondie les aspects les plus concrets de la future Union.

Les banques centrales ont contribué à la définition d'une démarche réaliste.

Elles travaillent au projet depuis que les chefs d'État et de gouvernement ont donné mandat au groupe Delors en juin 1988 et ont, en effet, largement participé aux différentes phases d'élaboration du traité dans le domaine monétaire, qu'il se soit agi :

- de la mise au point par le Comité des gouverneurs d'un projet de statuts de la Banque centrale européenne. Cette mission, qui avait été confiée au Comité des gouverneurs au printemps 1990, consistait à définir les statuts de l'institution centrale au stade ultime du processus d'Union économique et monétaire. Après un travail intense au sein du Comité des gouverneurs, un accord sur les principes de base et sur un grand nombre de dispositions précises a pu être trouvé en novembre 1990 ;
- ou de la rédaction définitive du projet de traité par la conférence intergouvernementale sur l'Union économique et monétaire convoquée en décembre 1990 et qui a terminé ses travaux un an après, en particulier, s'agissant des statuts du futur Système européen de banques centrales et ceux de l'Institut monétaire européen (IME).

Au total, les textes adoptés tant pour le Système européen de banques centrales que pour l'Institut monétaire européen, témoignent du souci de réalisme des banquiers centraux.

En particulier, il a été prévu une étape essentielle de préparation de l'Union dans laquelle l'Institut monétaire européen, qui assure la transition entre le Comité des gouverneurs et la future Banque centrale européenne, est appelé à jouer un rôle important. Il n'aurait pas été réaliste, en effet, d'envisager le passage à l'Union sans qu'une période suffisante soit dévolue à l'adaptation nécessaire des banques centrales et des économies nationales à l'harmonisation de leurs moyens d'action et, de façon plus générale, à la préparation de la mise en place d'une monnaie unique.

## L'Union économique et monétaire est-elle réaliste ?

Ainsi, 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'Union économique et monétaire ». 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. L'adoption d'un objectif commun de stabilité des prix rend tout à fait réaliste la conciliation de ces deux dispositions du traité qui pourraient, à première vue, apparaître difficile à mettre en oeuvre conjointement : maintien d'une responsabilité nationale finale en matière de politique monétaire et un renforcement de la coordination de ces politiques.

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 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<sup>er</sup> 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 de l'introduction d'une politique monétaire unique.

Afin de faciliter la réalisation de cette tâche essentielle, les gouverneurs ont d'ores et déjà étudié et continuent à étudier les aspects les plus concrets de l'Union monétaire. Des groupes de travail spécialisés ou sous-comités ont été créés à cet effet depuis déjà de nombreux mois. Ainsi, les travaux initiés sous les auspices du Comité des gouverneurs, désormais dissous, seront d'une précieuse utilité à l'IME. Il s'agit notamment d'harmoniser les concepts, les instruments et les statistiques monétaires. Il faut également préparer la fabrication et la distribution des billets européens, améliorer les systèmes de paiement transfrontaliers.

Je prendrai seulement un exemple précis qui vous permettra d'avoir une idée de l'ampleur du travail déjà accompli, celui de l'amélioration des systèmes de paiement transfrontières. Dès avril 1993, en effet, le Comité des gouverneurs a adopté un rapport, préparé par le groupe de travail sur les systèmes de paiement en liaison avec le sous-comité de surveillance bancaire, sur la coopération en matière de surveillance des systèmes de paiement communautaires. Cette coopération est d'autant plus nécessaire que, depuis la mise en œuvre de la deuxième directive de coordination bancaire, la supervision bancaire est exercée quasi exclusivement par les autorités du pays d'origine, alors que la surveillance des systèmes de paiement demeure de la seule compétence des banques centrales des pays d'accueil. Depuis l'adoption du rapport, il est apparu nécessaire d'approfondir certaines questions quant aux modalités concrètes d'exercice de cette coopération entre autorités de surveillance des systèmes de

## L'Union économique et monétaire est-elle réaliste ?

paiement et autorités de surveillance bancaire de l'Union. Des travaux ont été ainsi menés par les deux groupes de travail et sous-comités spécialisés et sont maintenant très avancés.

Je souhaiterais, en conclusion, insister sur les quatre points suivants.

– D'abord, l'Union économique et monétaire est bien en marche. Les gouverneurs des banques centrales la préparent, en particulier dans le cadre de l'IME et sous l'excellente présidence de M. Lamfalussy.

– Ensuite, le mécanisme de change du SME est beaucoup plus robuste que certains ne l'avaient pensé. Dois-je rappeler que neuf économies sur douze participent à ce mécanisme de change dont le fonctionnement depuis le 2 août a été très satisfaisant ? Et je tiens à souligner que les neuf ministres et les neuf banques centrales ou instituts monétaires qui participent au mécanisme de change ont bien conscience de le faire pour le compte des douze aujourd'hui et, demain, pour le compte des seize.

– En troisième lieu, la préparation de l'Union économique et monétaire et le fonctionnement du mécanisme de change sont grandement facilités par le consensus sur la stabilité des prix qui est la règle commune des européens. Dois-je dire, s'agissant de la Banque de France, que le Conseil de la politique monétaire a pour objectif la stabilité des prix parce que c'est ce que la loi lui demande ? En poursuivant, selon la loi, une politique de stabilité et de crédibilité monétaire, la Banque de France non seulement contribue à ce que l'économie française bénéficie des taux de marché à moyen et long terme les plus bas possibles mais encore apporte sa propre pierre à la construction de l'édifice monétaire européen.

– Enfin, je voudrais rappeler ce que j'ai déjà eu l'occasion de dire à quelques reprises, y compris parfois conjointement avec l'un ou l'autre de mes collègues : la baisse des taux courts en Europe n'est pas interrompue.

Ceci est maintenant, je le vois bien, mieux compris qu'il y a quelques semaines. Cette baisse graduelle des taux se poursuivra sans naturellement mettre en cause la stabilité et la crédibilité de notre monnaie.

# LA POLITIQUE MONÉTAIRE FRANÇAISE ET L'INDÉPENDANCE DE LA BANQUE DE FRANCE

Discours prononcé par Jean-Claude Trichet, gouverneur,  
à la Fondation franco-américaine  
à New York, le 27 avril 1994

---

C'est toujours un plaisir pour moi d'être à New York. J'y suis venu à de nombreuses reprises et chaque fois j'ai été très impressionné de me trouver au cœur même de la place financière d'une ville qui est sans conteste la capitale de la modernité.

Ce plaisir est double lorsque je fais l'expérience — cela arrive très souvent — de la puissance des attaches qui lient New York et Paris. Depuis le début de ce siècle, la proximité de ces liens s'est manifestée en littérature et en art moderne. Ils sont nourris des valeurs fondamentales très profondes que partagent nos deux cultures. Il s'y ajoute maintenant aussi une attache financière très puissante, due à la modernisation de la place de Paris, dans laquelle New York a joué un rôle important en inventant de nouveaux instruments financiers, en développant de nouveaux marchés — ces mutations ont été suivies à Paris — et en ouvrant des succursales et des filiales, ce dont nous nous félicitons car elles jouent un rôle éminent dans l'internationalisation du marché français.

Enfin et surtout, c'est un grand privilège pour moi de parler devant un public aussi choisi que celui de la Fondation franco-américaine. Il y a quelques semaines, mon distingué ami Bill McDonough a prononcé un brillant discours à Paris dans un français qui semblait supérieur au mien. Cela ne m'encourage guère à prendre aujourd'hui la parole en anglais car la comparaison risque d'être moins flatteuse pour moi ; aussi vous demanderai-je toute votre indulgence.

En premier lieu, j'aimerais dire quelques mots sur les défis mondiaux actuels au sortir de la réunion du groupe dit du « G7 » à Washington à laquelle je viens de participer.

Ensuite, j'essaierai de commenter les fondements de la politique monétaire qui est poursuivie par la Banque de France, devenue indépendante ; et enfin je m'étendrai quelque peu sur l'évolution récente de l'économie française.

Je me limiterai à six remarques sur la situation du monde.

– Il est certain que l'économie mondiale se porte mieux que ne le donnaient à penser les prévisions il y a quelques mois. En Amérique du Nord, la croissance est vive et soutenue, tandis que dans tous les pays d'Europe la reprise pointe nettement.

Au Japon, elle semble pour l'instant plus timide, mais la tendance est également prometteuse.

– Cette expansion repose sur des bases saines. L'inflation est presque partout maîtrisée et, là où elle est encore trop forte, elle régresse manifestement. Il semble donc que les conditions de la poursuite d'une croissance non inflationniste durable soient réunies dans la grande majorité des pays du monde.

– L'existence d'une large marge de *ressources inemployées* dans plusieurs pays du G7 vient encore renforcer ce diagnostic.

En Italie, en France, au Royaume-Uni et au Canada, la marge de croissance potentielle est encore à 4 % ou 4,5 %. Au Japon, elle est encore plus importante. Tous ces signes révèlent qu'une croissance forte et non inflationniste est à portée de main dans un grand nombre de pays industrialisés.

– Il existe cependant un besoin énorme de réformes structurelles dans ces pays, en particulier dans les domaines suivants : réduction de la composante structurelle des déficits budgétaires, gestion rationnelle des dépenses de santé, amélioration de l'enseignement et de la formation, flexibilité du marché du travail. Cependant, la conclusion de l'accord commercial dit de « l'Uruguay Round » a été la meilleure mesure structurelle possible pour susciter une croissance générale non inflationniste.

– Beaucoup a été fait dans bon nombre d'économies d'Europe de l'Est : Pologne, République tchèque, Hongrie et États baltes. Il reste beaucoup à faire en ex-Union soviétique où, pour diverses raisons, des réformes économiques en profondeur restent encore à mettre en œuvre, mais l'engagement du gouvernement russe dans le processus de réformes est actuellement un point très positif.

– Les réformes qui convenaient ont été opérées par un nombre croissant de pays en développement, lesquels contribuent maintenant de manière significative à la croissance mondiale. Voilà bien l'une des évolutions les plus prometteuses sur la scène mondiale.

C'est dans ce contexte général que la Banque de France est régie par de nouveaux statuts depuis le début de 1994. Laissez-moi ajouter quelques mots sur la politique monétaire de la Banque de France. Les nouveaux statuts garantissent son indépendance et la continuité de ses choix dans la fixation des objectifs de la politique monétaire française, comme dans leur mise en œuvre. L'indépendance accordée à la Banque centrale renforce l'efficacité de la politique de stabilité des prix, ce qui nourrit un environnement monétaire et financier favorable à un regain de croissance et à une réduction du chômage.

L'expérience a montré en outre que l'efficacité des politiques monétaires reposait de plus en plus sur la crédibilité ou la « réputation » des institutions chargées de définir les objectifs monétaires et de les mettre en œuvre. Une condition nécessaire sinon suffisante de cette crédibilité est que la politique monétaire soit conduite sur la base d'un engagement clair et solennel en faveur de la stabilité des prix et

que cet engagement soit perçu comme irréversible. Les nouveaux statuts de la Banque de France, en vigueur depuis le début de 1994, sont clairement inspirés par ce souci. La conception et la mise en œuvre de la politique monétaire, sont désormais assurées par le Conseil de la politique monétaire, organisme indépendant et collégial.

L'objectif ultime de la politique monétaire française, expressément prévu par la loi elle-même, est d'assurer la stabilité des prix. Le Conseil de la politique monétaire a fixé un plafond de 2 % à la hausse des prix, aussi bien en 1994 que pour les prochaines années. Pour respecter cet objectif final, la politique monétaire se fixe deux objectifs intermédiaires. Le premier a trait à la stabilité externe du franc, recherchée dans le cadre du Système monétaire européen.

En ce qui concerne le deuxième objectif intermédiaire, il a été décidé de suivre simultanément M3, d'une part, et l'endettement intérieur total des secteurs non financiers, d'autre part. Le mérite de cette vision « à double portée » apparaît très utile à présent. À cet égard, la Banque de France est proche du Système de Réserve fédérale et s'est enrichie de l'expérience américaine.

La formulation de l'objectif monétaire intermédiaire interne, dont le support est l'agrégat large M3, repose aujourd'hui sur une norme de moyen terme de 5 %, combinant une croissance du PIB potentiel non inflationniste de 2,5 % à 3,0 % en volume et une inflation n'excédant pas 2 %. Le choix de cette norme de moyen terme, plutôt que d'un objectif annuel, tient au fait que la vitesse de circulation de M3 peut être affectée à court terme par d'amples fluctuations, reflétant notamment des réallocations de portefeuilles de la part des agents économiques, sous l'effet soit de fortes variations des taux d'intérêt et de la courbe des rendements, soit de facteurs discrétionnaires exceptionnels, tels que l'emprunt d'État de juillet 1993 et le réaménagement de la fiscalité des OPCVM de court terme. Ce fut en particulier le cas en 1993, année au cours de laquelle M3 s'est contracté de 1,2 %. On observe qu'une fois corrigée de l'impact de ces facteurs discrétionnaires, la croissance de M3 s'établirait en 1993 à environ 1,8 %, soit un chiffre très proche de la progression du PIB nominal, ce qui confirme la validité de l'agrégat M3 comme support de moyen terme de la politique monétaire. Cependant, il a été jugé utile d'élargir la vision des autorités monétaires aux financements. C'est la raison pour laquelle un accent particulier a été mis sur l'endettement intérieur total. Cet agrégat représentatif de l'ensemble des financements par endettement des résidents, a progressé de 4 % en 1993 ; une telle évolution peut être rapprochée de la référence de 5 % retenue pour le PIB nominal à moyen terme.

Je voudrais maintenant vous entretenir brièvement des événements les plus récents de l'économie en France.

La France a connu une récession en 1993 causée par une réduction de l'activité économique au quatrième trimestre de 1992 et au premier trimestre de 1993. Une telle diminution de l'activité, phénomène pratiquement inconnu en France depuis la seconde guerre mondiale, a provoqué des réactions de rejet. Remarquons toutefois que cette récession a probablement été l'une des plus courtes parmi les pays du G7 avec une baisse de PIB sur seulement six mois.

Les prévisions gouvernementales pour 1994 font état d'une croissance de 1,4 % environ. D'après les indicateurs préliminaires des premiers mois de l'année 1994, je pense que nous ferons mieux.

La production manufacturière, en particulier, augmente depuis novembre 1993 : + 0,2 % en novembre, + 0,5 % en décembre, + 1,2 % en janvier — dernier chiffre disponible —, ce qui représente une hausse de 1,9 % en trois mois.

De fait, les derniers indicateurs disponibles confirment un raffermissement du marché intérieur. Celui-ci irait au-delà d'une simple reprise technique et préfigurerait une accélération progressive de la



croissance, certains instituts de prévision privés allant jusqu'à envisager une augmentation du PIB de l'ordre de 2 % en 1994.

Selon les enquêtes mensuelles de conjoncture de la Banque de France auprès des chefs d'entreprise, la reprise que l'on avait décelée dès novembre 1993 s'amplifie depuis dans tous les secteurs, tout particulièrement dans l'industrie automobile. De même, on observe un meilleur climat pour l'investissement, qui doit redevenir positif en 1994, certains signes récents laissant supposer qu'une reprise des investissements de capacité pourrait d'ores et déjà être à l'œuvre. De plus, on observe au cours de la période récente une consommation plus dynamique et un redressement de l'opinion des ménages.

Ce raffermissement de la demande interne s'accompagne d'une demande extérieure soutenue. N'oublions pas que la France, dont le PIB occupe la quatrième place mondiale, est également le quatrième exportateur du monde. Parmi les pays du G7, la France est même le troisième plus grand exportateur par tête derrière le Canada et l'Allemagne, mais devant les autres économies, y compris le Japon, avec USD 3 620 d'exportations annuelles par tête.

En ce qui concerne la dynamique actuelle des exportations françaises, la demande a été forte en provenance d'Asie du Sud-Est, du Moyen-Orient, des États-Unis et du Royaume-Uni ; elle émane maintenant de plus en plus de marchés du continent européen.

La reprise de l'activité ne devrait se traduire qu'avec le décalage habituel sur la situation de l'emploi. Déjà, la progression du nombre de demandeurs d'emplois inscrits à l'Agence nationale pour l'emploi (ANPE) s'est sensiblement ralentie et le taux de chômage (au sens du Bureau international du travail) s'est stabilisé à 12,2 % depuis novembre 1993. Depuis quelques mois, en outre, les offres d'emplois sont en sensible hausse.

La situation financière favorable des agents économiques privés, dont le taux d'épargne a atteint des niveaux élevés, constitue un élément de soutien à la reprise de la croissance. En particulier, la situation financière des entreprises reste bien orientée : pour la deuxième année consécutive, celles-ci auront dégagé une capacité de financement, de l'ordre de 200 milliards de francs en 1993 et leur taux d'autofinancement se maintient à un niveau historiquement élevé, autour de 120 %. Cet excédent de financement constitue un facteur d'accélération potentielle de la reprise de l'investissement. De même, les années 1992 et 1993 ont été marquées par une réduction régulière de l'endettement des ménages qui abordent la reprise avec une situation financière renforcée.

Le diagnostic que l'on peut faire de la situation des finances publiques doit être plus nuancé. La politique budgétaire a joué un rôle indispensable de stabilisation conjoncturelle en 1993 et ce facteur explique pour une grande part le creusement du déficit. Le ratio déficit des administrations publiques/PIB a augmenté depuis 1991 pour atteindre 5,7 % en 1993. En outre, le ratio dette publique/PIB qui s'est accru, mais à 44,2 % sur une base consolidée, se compare favorablement à celui de tous nos partenaires européens (à l'exception du Luxembourg). Cependant, le Gouvernement s'est engagé, dans le cadre de son programme à moyen terme, à mettre en œuvre sans délai un effort de redressement des finances publiques.

L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, conserve une trajectoire très favorable, en deçà de la limite fixée par la politique monétaire (2 % en rythme annuel). Sur un an, la hausse a été de 1,5 % en mars, contre 1,8 % en février et 1,9 % en janvier. Ces résultats sont confortés par une bonne maîtrise des coûts salariaux. Les coûts salariaux unitaires n'ont augmenté en 1993 que de 1,9 %. En 1992, ils n'avaient progressé que de 1,8 %. Ajoutée à la stabilité monétaire, celle des coûts salariaux contribue à renforcer encore la compétitivité de l'économie.

La croissance des agrégats monétaires M1 et M2 s'accélère quelque peu, confirmant la reprise de l'activité. En février, la variation sur 12 mois (données brutes) de M1 a été de 2,2 % et celle de M2 de 2,4 %, contre, respectivement, 0,7 % et 1,7 % en décembre 1993. Sur les six derniers mois connus, M1

aussi bien que M2 connaissent même un rythme annuel de progression supérieur à 5 %. L'évolution de l'agrégat large M3 continue en revanche d'être négative pour des raisons qui tiennent à une restructuration des placements financiers sous l'effet de différents facteurs, fiscaux en particulier.

J'aimerais, pour conclure, mettre l'accent sur les points clés de la politique monétaire menée par la Banque de France dans ce contexte de reprise naissante.

Les termes essentiels sur lesquels j'ai moi-même insisté dans la présentation du *Rapport annuel de la Banque de France* au président de la République et au Parlement sont : stabilité, crédibilité et continuité. Outre que cette attitude est cohérente avec l'obligation légale faite à la Banque de France d'assurer la stabilité des prix, outre que toutes les banques centrales, sans exception, veillent à maintenir et à renforcer la crédibilité de la monnaie qu'elles émettent, outre que la stabilité, la crédibilité et la continuité de la politique monétaire française jouent un rôle éminent dans l'effort de l'Europe pour réaliser l'Union économique et monétaire, *c'est, surtout et en premier lieu, la solution la meilleure pour notre économie.*

Grâce à notre crédibilité aujourd'hui, nos taux d'intérêt à moyen et long terme figurent parmi les plus bas des pays industrialisés et je suis sûr que cette situation va encore s'améliorer. Cela va aider la reprise à se développer en France, où le financement du secteur immobilier se fait à moyen et long terme et où l'investissement dans le secteur productif — qui est déterminant pour une économie saine et non inflationniste — trouve aussi son financement à des taux fixes à long et moyen terme.

# LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

## 1. Publications diffusées par la Banque de France en avril 1994

### ***Enquête mensuelle de conjoncture – n° 123 – avril 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 – mars 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***

### ***Localisations et performances : la situation des entreprises industrielles régionales en 1992 – B 94/08***

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

### ***Commerce de gros non alimentaire 1991-1992 – B 94/09***

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 textile 1991-1992 – B 94/10***

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 du papier-carton 1991-1992 – B 94/11***

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

**Note d'information n° 97 : Les interventions de la Banque de France sur le Marché monétaire**

Service de l'Information

(Tél. : +33 (1) 42 92 39 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 11)

**Soirée d'information – Grenoble : La crise, sa vraie nature ou les conditions d'une reprise durable**

par Jean-Pierre Chomette, directeur de la Conjoncture

Banque de France Grenoble

(Tél. : +33 76 86 96 96 – Télécopie : +33 76 86 96 86)

**Cahiers régionaux Pays de la Loire avec supplément sur le logement en 1993 – n° 29 – avril 1994**

Banque de France Nantes et Cellule économique régionale du BTP

Secrétariat régional Pays de la Loire

(Tél. : +33 40 12 53 53 – Télécopie : +33 40 12 53 29)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Poitou-Charentes avec supplément sur l'activité des entreprises en 1993 dans le département des Deux-Sèvres – n° 33 – mars 1994**

Banque de France Poitiers

Secrétariat régional Poitou-Charentes

(Tél. : +33 49 55 88 00 – Télécopie : +33 49 55 88 29)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Poitou-Charentes avec supplément sur l'activité des entreprises en 1993 dans le département de la Charente-Maritime – n° 37 – avril 1994**

Banque de France Poitiers

Secrétariat régional Poitou-Charentes

(Tél. : +33 49 55 88 00 – Télécopie : +33 49 55 88 29)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Provence-Alpes-Côte d'Azur avec supplément sur l'évolution de l'activité et des résultats des entreprises en 1993 – mars 1994**

Banque de France Marseille

Secrétariat régional Provence-Alpes-Côte d'Azur

(Tél. : +33 91 04 10 10 – Télécopie : +33 91 04 10 67)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Haute-Normandie avec supplément sur la situation du logement en 1993 – avril 1994**

Banque de France Rouen

Secrétariat régional de Haute-Normandie

(Tél. : +33 35 52 78 78 – Télécopie : +33 35 52 78 99)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

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

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

**2. Contributions à des publications extérieures*****La Banque de France : son nouveau statut***

par Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(Économie et Culture – avril-juin 1994)

***Projet TBF : adoption d'un scénario dual***

par Jean-Claude Trichet, gouverneur  
(Revue Banque – n° 548 – mai 1994)

***La surveillance prudentielle des dérivés***

par Danièle Nouy, directeur au secrétariat général de la Commission bancaire  
(Revue Banque – n° 548 – mai 1994)

***La monnaie fiduciaire***

Entretien avec Claude Vigier, caissier général  
(La Vie des Agences – n° 25 – mai 1994)

**3. Communications des responsables de la Banque de France*****Rapport relatif à l'exercice 1993***

Lettre introductive <sup>1</sup>  
par Jean-Claude Trichet, gouverneur  
à Paris, le 21 avril 1994

***L'Union économique et monétaire est-elle réaliste ?<sup>1</sup>***

Intervention de Jean-Claude Trichet, gouverneur  
lors de la conférence organisée par l'Association pour l'Union monétaire de l'Europe,  
à Paris, le 15 avril 1994

***La politique monétaire française et l'indépendance de la Banque de France <sup>1</sup>***

Discours de Jean-Claude Trichet, gouverneur  
prononcé à la Fondation franco-américaine  
à New York, le 27 avril 1994

<sup>1</sup> Publiée dans ce Bulletin

É T U D E S

# L'INSTITUT MONÉTAIRE EUROPÉEN

Le 1<sup>er</sup> janvier 1994, a été créé, à Francfort, l'Institut monétaire européen (IME). La création de cet Institut, dont sont membres les banques centrales des États de la Communauté européenne, résulte de la mise en œuvre du traité sur l'Union européenne, signé à Maastricht le 7 février 1992 et entré en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 1993.

En effet, le traité prévoit l'instauration, au plus tôt en 1997 et au plus tard en 1999, d'une Union économique et monétaire (UEM). Chaque pays de l'Union européenne pourra participer à l'UEM dès lors qu'il remplira certains critères de convergence économique déterminés par le traité. Sur le plan monétaire, l'UEM se traduira par la fixation irrévocable des parités de change entre les monnaies des pays participants, par la mise en place d'une politique monétaire unique, puis par la création d'une monnaie unique.

Pour atteindre cet objectif, un processus progressif a été défini. Conformément au calendrier prévu par le traité, la deuxième et avant-dernière phase de ce processus a débuté le 1<sup>er</sup> janvier 1994. La création de l'IME constitue un élément essentiel de cette phase de transition vers l'Union monétaire.

Sont présentées ci-après les missions de l'IME, son organisation, ses ressources et les décisions prises dans le cadre de sa création ou durant les premiers mois de son existence.

---

PHILIPPE BONZOM  
*Direction des Relations avec l'étranger*  
*Service des Relations multilatérales*

## Les missions de l'IME

Le traité et les statuts figurant dans un protocole annexé au traité confient à l'IME plusieurs missions<sup>1</sup>. Certaines correspondent à des missions qu'exerçait le Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté jusqu'à sa dissolution, intervenue le 31 décembre 1993 conformément aux dispositions du traité. Toutes sont orientées vers un but essentiel : contribuer à réaliser les conditions nécessaires au passage à la troisième phase de l'UEM. À cet égard, cinq grandes missions peuvent être distinguées.

L'IME doit *préparer l'introduction de la future politique monétaire unique*. L'objectif consiste, dans ce domaine, à faire en sorte que cette politique monétaire unique puisse être mise en œuvre de manière efficace dès le premier jour de la troisième phase de l'UEM. Ce champ d'action est vaste. Il comprend, tout d'abord, l'harmonisation des concepts et des statistiques monétaires ainsi que la détermination concertée et la mise au point des instruments de la future politique monétaire unique. Les travaux concernent aussi l'amélioration de l'efficacité des systèmes de paiements transfrontières, la préparation de la fabrication et de la distribution des billets européens et la définition des règles de fonctionnement du futur Système européen de banques centrales (SEBC). Ce Système sera créé, en effet, au début de la troisième phase, lorsque sera prononcée la liquidation de l'IME. Composé de la future Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales, le SEBC sera notamment chargé de définir et de conduire la politique monétaire unique. Le traité prévoit que l'IME fera rapport au Conseil de l'Union européenne<sup>2</sup>, une fois par an, sur l'état d'avancement des travaux engagés en vue de la création du SEBC. À ce titre, l'IME surveillera, notamment, le respect par les États membres des engagements pris dans le traité en matière d'indépendance des banques centrales. En outre, le 31 décembre 1996, au plus tard, l'IME devra avoir précisé le cadre réglementaire, opérationnel et logistique dont le SEBC aura besoin pour remplir ses missions.

L'IME doit aussi *renforcer la coordination des politiques monétaires* dans le cadre d'un objectif qui fait l'objet d'un large consensus entre les banques centrales européennes : la stabilité des prix. Le traité souligne que, durant la deuxième phase, la responsabilité finale de la politique monétaire demeure du ressort des autorités nationales. L'IME doit donc favoriser l'échange de points de vue et d'analyses ainsi que la perception de l'interdépendance des politiques monétaires dans l'espace économique et financier très intégré que constitue l'Union européenne. Il devra être consulté avant la prise de décision sur l'orientation des politiques monétaires nationales. Il pourra formuler des avis et des recommandations sur ces politiques et décider, le cas échéant, de rendre publics ces avis et recommandations.

Par ailleurs, l'IME doit *superviser le fonctionnement du Système monétaire européen (SME) et le développement de l'écu*. Il s'agit d'organiser une transition harmonieuse entre le SME à marges élargies autour de cours centraux inchangés défini en août 1993 — système dont il conviendra de préserver et de renforcer la crédibilité retrouvée — et la fixation des parités, la mise en place de la politique monétaire unique, l'instauration de la monnaie unique. On notera, d'une part, que l'IME s'est vu confier les fonctions qui étaient dévolues, de 1973 à 1993, au Fonds européen de coopération monétaire (FECOM) : en particulier, l'émission d'écus au profit des États membres en échange d'une partie de leurs réserves en or et en devises, la gestion des facilités de financements inter-banques centrales (financement à très court terme et soutien monétaire à court terme), la gestion des emprunts et prêts effectués par la Communauté dans le cadre du soutien financier à moyen terme et l'octroi du statut de « tiers détenteurs » d'écus aux autorités monétaires de pays tiers et à certaines institutions financières internationales<sup>3</sup>. On notera, d'autre part, que, pour ce qui concerne l'écu privé, l'IME a notamment pour responsabilité la surveillance du bon fonctionnement du système de compensation en écus. Il devra aussi faciliter l'utilisation de l'écu et il pourra, dans ce cadre, encourager la levée des obstacles qui subsistent parfois à un recours plus large à l'écu dans les circuits financiers.

<sup>1</sup> Cf. article 109 F du traité sur l'Union européenne et protocole sur les statuts de l'Institut monétaire européen.

<sup>2</sup> Nouvelle appellation du Conseil des Communautés, couramment désigné par l'expression « Conseil des ministres ».

<sup>3</sup> Le FECOM a été dissous le 31 décembre 1993.



L'IME est également doté de *fonctions consultatives*. Le traité lui confère le pouvoir de formuler, et éventuellement de rendre publics, des avis et recommandations portant non seulement, dans le cadre de la coordination évoquée ci-dessus, sur les politiques monétaires des États membres mais aussi sur les autres politiques menées par ces États membres et susceptibles d'affecter la situation monétaire interne et externe de la Communauté et, en particulier, le fonctionnement du SME. Ainsi, l'IME fera rapport sur l'évolution des finances publiques des États membres. C'est également sur la base d'avis émanant notamment de l'IME que les chefs d'État ou de gouvernement pourront prendre la décision d'entrée en union monétaire. En outre, l'IME doit être consulté, par le Conseil de l'Union européenne et par les autorités des États membres, sur les projets de disposition d'ordre législatif ou réglementaire relevant des domaines dans lesquels il exerce ses compétences. Il procède lui-même à des consultations sur les questions affectant la stabilité des établissements et des marchés financiers.

Enfin, l'IME peut détenir et gérer des *réserves en devises* en tant qu'agent — et à la demande — des banques centrales nationales.

## L'organisation de l'IME

L'IME est dirigé et géré par un Conseil, composé d'un président et des gouverneurs des banques centrales nationales, dont l'un est vice-président. Le président est nommé, pour trois ans, par les chefs d'État ou de gouvernement, sur recommandation du Conseil de l'IME (ou, pour ce qui concerne la première nomination, sur recommandation du Comité des gouverneurs) et après consultation du Parlement européen et du Conseil de l'Union européenne. Le président prépare et préside les réunions du Conseil, représente l'IME à l'extérieur et assure la gestion de l'Institut.

Le traité garantit l'indépendance de l'IME : les membres du Conseil exercent leurs fonctions à l'IME sous leur propre responsabilité et ils ne peuvent, dans l'exercice de ces fonctions, solliciter ni accepter d'instructions des organes communautaires ou des gouvernements des États membres. Pour leur part, ces organes et ces gouvernements se sont engagés à ne pas chercher à influencer le Conseil.

Le traité comprend également des dispositions destinées à faciliter la coopération entre l'IME et les autres institutions européennes ainsi que la transparence de ses opérations. Ainsi, en dehors même des conditions de nomination du président de l'Institut, évoquées ci-dessus, il est prévu que le président du Conseil de l'Union européenne et un membre de la Commission assistent — sans droit de vote — aux réunions du Conseil de l'IME. Inversement, le président de l'IME assiste aux réunions du Conseil de l'Union européenne lorsque des questions relatives aux objectifs et aux missions de l'Institut sont évoquées. Par ailleurs, l'IME adresse son rapport et ses comptes annuels au Parlement européen, au Conseil de l'Union européenne, au Conseil européen et à la Commission. Enfin, son président peut, sur demande du Parlement européen ou de sa propre initiative, être invité à s'exprimer devant la commission parlementaire compétente en matière monétaire.

Au Conseil de l'IME, chaque membre dispose d'une voix. Les décisions sont normalement prises à la majorité simple. La majorité qualifiée des deux tiers est notamment requise pour l'adoption des avis et recommandations sur les politiques des États membres et la définition des règles concernant la détention et la gestion éventuelles de réserves de change. L'unanimité est notamment nécessaire pour la publication éventuelle des avis et recommandations sur les politiques des États membres ainsi que pour l'adoption des règles de fonctionnement du SEBC.

## Les ressources de l'IME

L'IME doit être doté de ses propres ressources. Le traité prévoit, à cette fin, que des contributions des banques centrales nationales, libérées lors de la création de l'Institut, assureront le revenu estimé nécessaire pour couvrir les dépenses administratives encourues.

Les deux critères devant être utilisés pour la fixation de la clé de répartition des contributions entre les banques centrales nationales sont déterminés par le traité : il s'agit, avec une égale pondération, des parts de chaque État membre dans la population et dans le PIB communautaires. Calculée en fonction de ces critères, la contribution de la Banque de France représentera 18,3 % des ressources de l'IME.

## Les débuts de l'IME

Pendant la courte période, d'environ deux mois, qui s'est écoulée entre la fin du processus de ratification du traité par les douze États membres et la date fixée pour le début de la deuxième phase et la création de l'Institut, les autorités européennes ont pris deux décisions importantes.

D'une part, le 29 octobre 1993, les chefs d'État ou de gouvernement ont décidé que le siège de l'IME serait à Francfort, en Allemagne.

D'autre part, le 11 décembre 1993, les chefs d'État ou de gouvernement ont nommé Alexandre Lamfalussy, précédemment directeur général de la Banque des Règlements internationaux (BRI), à la présidence de l'IME. Cette décision fait suite à une recommandation dans ce sens formulée, fin octobre 1993, par le Comité des gouverneurs et à un avis favorable émis, en novembre 1993, par le Parlement européen. M. Lamfalussy avait été préalablement entendu par la commission parlementaire des affaires économiques et monétaires et de la politique industrielle.

L'IME a donc pu commencer ses activités dès janvier 1994, comme prévu par le traité. Installé à titre provisoire à Bâle (dans les locaux précédemment occupés, auprès de la BRI, par le Comité des gouverneurs), il a conclu, début avril, le contrat qui lui permettra de disposer de ses propres locaux à Francfort. L'installation dans cette ville doit s'effectuer progressivement, entre avril et novembre 1994.

En janvier, le Conseil de l'IME — qui se réunit une fois par mois — désignait Maurice Doyle, gouverneur de la Banque centrale d'Irlande, aux fonctions de vice-président<sup>1</sup>. En février, Robert Raymond, précédemment directeur général du Crédit à la Banque de France, a été nommé directeur général de l'IME. Fin mars, l'Institut avait nommé les responsables de ses quatre départements : secrétariat général, monnaie-économie-statistiques, administration et systèmes de communication et d'information. Un département financier sera créé ultérieurement et sera notamment chargé de la gestion des réserves que les banques centrales nationales pourront éventuellement confier à l'IME. D'une manière générale, l'IME a commencé de réunir le personnel nécessaire à l'accomplissement de ses missions : une partie de ce personnel sera constitué d'agents du secrétariat du Comité des gouverneurs ; à terme, les effectifs des services de l'IME pourraient atteindre de 150 à 200 personnes.

Dès maintenant, l'IME bénéficie également du réseau de sous-comités et de groupes de travail constitué par le Comité des gouverneurs. Ces sous-comités et groupes de travail rassemblent les experts de chaque banque centrale nationale dans les domaines suivants : politique monétaire, politique de change, supervision bancaire, systèmes de paiements, préparation des futurs billets européens, comptabilité des banques centrales et systèmes d'information.

Bien entendu, dans cette période initiale, l'IME a dû définir certaines méthodes de travail et procédures provisoires. Tel est le cas, notamment, pour ce qui concerne l'obligation de consultation de l'Institut par les autorités nationales sur les projets de textes législatifs ou réglementaires relevant de ses

<sup>1</sup> M. Doyle ayant quitté ses fonctions de gouverneur de la Banque centrale d'Irlande fin avril 1994, un nouveau vice-président devrait être nommé prochainement.

domaines de compétence : le Conseil de l'IME a demandé aux autorités nationales, en mars, d'adresser leurs demandes de consultation aux banques centrales nationales, à charge pour celles-ci de les transmettre à l'IME. De même, dans l'attente d'une estimation plus précise des besoins financiers de l'Institut, il a été décidé que les banques centrales procèderaient, pendant la première année de fonctionnement, à des versements échelonnés de leur contribution.

La création de l'Institut monétaire européen a été voulue par les États membres pour marquer, par une évolution institutionnelle, une nouvelle étape dans le nécessaire approfondissement de l'intégration européenne. Son action, notamment en matière de coordination des politiques monétaires nationales, de surveillance multilatérale et de préparation de la future politique monétaire unique devrait contribuer, en parallèle avec les effets du marché unique, le renforcement de la coordination des politiques économiques, l'ajustement des finances publiques et les politiques structurelles nationales et communautaires, à la convergence des économies et au succès de la transition vers l'Union économique et monétaire.

E N Q U Ê T E S

# ENQUÊTE FINANCIÈRE PREMIER TRIMESTRE 1994

L'enquête financière, de périodicité trimestrielle, est une enquête de tendance, menée, par l'intermédiaire du réseau de succursales de la Banque de France, auprès des établissements de crédit qui sont interrogés sur leur comportement et sur celui de l'ensemble des entreprises et des particuliers. Les questions visent à saisir, sous forme de notations chiffrées, des évolutions (passées ou prévues) relatives aux marchés de prêts et placements, et des opinions relatives à des situations (trésoreries, endettement global des entreprises et des particuliers, patrimoine financier des particuliers). Les réponses sont pondérées en fonction de l'importance de l'activité clientèle de l'établissement interrogé — le critère variant selon la nature de la question. Les chiffres ainsi obtenus donnent une mesure synthétique de l'écart entre la proportion des informateurs qui estiment qu'il y a eu progression ou qu'une situation est favorable (trésoreries, patrimoine financier des particuliers) ou importante (endettement global) et celle des informateurs jugeant qu'il y a eu fléchissement ou qu'une situation est défavorable ou faible. L'analyse de ces séries fera l'objet d'une désaisonnalisation lorsque l'enquête aura quelques années d'existence.

## Vue d'ensemble

Au cours du trimestre, marqué par un redressement de la situation financière des entreprises et des ménages et une baisse générale des taux d'intérêt, la demande de crédit s'est ranimée tandis que les banques ont accentué leurs efforts pour développer leurs emplois.

### *Les positions patrimoniales se sont consolidées*

La situation financière des *entreprises* s'est renforcée. Les trésoreries, positives dans les grandes entreprises, sont désormais proches de la normale dans la plupart des petites et moyennes entreprises (PME). L'endettement s'est encore allégé et les besoins de fonds de roulement se sont réduits. Les difficultés de paiement diminuent. Les résultats bruts d'exploitation s'améliorent.

Les *particuliers* ont encore accru leur patrimoine financier.

Les *banques* ont intensifié la collecte de ressources stables inscrites à leur bilan.

### *Les établissements de crédit mettent maintenant de plus en plus l'accent sur le développement de leurs emplois sur le marché des particuliers et aussi celui des entreprises*

Pour les *particuliers*, dont la demande de concours se redresse pour financer aussi bien des achats immobiliers que des biens durables, automobiles notamment, les établissements de crédit cherchent à élargir leurs parts de marché. Sur le segment des prêts à la consommation, la concurrence des grandes surfaces et des concessionnaires automobiles est vive.

Pour les *entreprises*, dont la demande de crédit devrait augmenter au cours des prochains mois, les banques donnent toujours la préférence à la distribution de crédits à l'équipement ou de concours causés assortis de garanties (escompte, cessions Dailly).

### *La baisse générale des taux d'intérêt s'est poursuivie*

Dans un climat de concurrence accrue sur les emplois, la baisse a été nettement marquée pour les taux débiteurs.

Aussi, malgré l'extension de la tarification des services, les marges bancaires se sont-elles réduites.

## 1. Le comportement des établissements de crédit

Dans le contexte de la baisse générale des taux d'intérêt, les banques s'efforcent désormais de plus en plus de développer leurs emplois, sans renoncer pour autant à renforcer les ressources stables inscrites à leurs bilans.

<b>SOLDE DES OPINIONS EXPRIMANT LE COMPORTEMENT DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT</b>								
<i>(en données brutes)</i>								
Évolutions passées sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
	1992	1992	1992	1993	1993	1993	1993	1994
Concurrence sur les placements								
– des particuliers .....	33	44	49	25	25	28	43	26
– des entreprises .....	17	14	29	20	15	17	21	18
Concurrence sur les crédits								
– aux particuliers .....	31	15	15	51	71	77	57	80
– aux entreprises .....	20	0	23	13	16	35	40	50
Stratégie prévue pour les placements								
– des particuliers .....	68	67	76	56	61	58	64	42
– des entreprises .....	14	18	18	24	23	16	21	31
Stratégie prévue pour les crédits								
– aux particuliers .....	31	21	31	51	55	52	62	65
– aux entreprises .....	14	8	12	13	12	23	25	39
Rémunération des placements								
– des particuliers .....	4	27	21	-21	-75	-75	-74	-65
– des entreprises .....	1	34	35	-8	-71	-62	-61	-46
Taux des crédits								
– aux particuliers .....	-15	5	-42	-95	5	-88	-79	-70
– aux entreprises .....	-5	29	40	-15	-88	-77	-70	-50
Prix des services								
– aux particuliers .....	32	28	23	26	19	20	17	23
– aux entreprises .....	25	32	21	25	22	22	18	23
Marges bancaires .....	-11	-2	-1	-19	-20	-27	-27	-27

## ÉVOLUTION DES TAUX DE PLACEMENTS ET DE CRÉDITS (séries brutes)

### *En matière de crédit*

La concurrence se fait de plus en plus vive, aussi bien sur le marché des particuliers que sur celui des entreprises.

S'agissant des *particuliers*, l'action des établissements est orientée aussi bien en direction de l'accroissement des crédits à l'habitat que de l'octroi de crédits à la consommation, dont la progression a été stimulée par les mesures gouvernementales en faveur de l'automobile et pour lesquels les grandes surfaces et les concessionnaires automobiles exercent une pression concurrentielle forte.

Du côté des *entreprises*, les banques donnent priorité à l'expansion des crédits à l'équipement ; pour les crédits d'exploitation, leur attitude demeure prudente et préférence est donnée aux concours causés assortis de garanties (escompte, procédure Dailly).

L'intensification de la concurrence se traduit, notamment, par la baisse des conditions débitrices proposées aux emprunteurs.

La volonté d'élargir les parts de marché conduit parfois les banques à réduire leurs exigences relatives à l'obtention de garanties et sûretés, notamment pour les prêts aux particuliers ; elles acceptent également, en dépit de leurs réticences, la renégociation des conditions de prêts anciens aux particuliers et aux entreprises.

### *En matière de placements*

Les banques s'attachent toujours à renforcer les ressources stables inscrites à leurs bilans (Plan d'épargne-logement — PEL — notamment) et à augmenter leur présence sur le marché de l'assurance. L'intensification de la concurrence se fait moins âpre.

### *Évolution des taux d'intérêt, des prix des services et des marges bancaires*

La baisse des taux d'intérêt, qui s'est poursuivie sur les emplois comme sur les ressources, a été un peu plus accentuée pour les premiers que pour les secondes.

Dans ce contexte, les établissements cherchent à étendre le champ de la tarification des services qu'ils rendent.

Les marges bancaires se sont resserrées.



## 2. Le comportement des entreprises

<b>SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES</b>								
<i>(en données brutes)</i>								
Évolutions passées sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
	1992	1992	1992	1993	1993	1993	1993	1994
Situation de trésorerie en fin de période								
– ensemble des entreprises.....	-43	-60	-62	-58	-64	-46	-12	13
– grandes entreprises.....	-8	-26	-15	-27	-22	-8	16	33
– PME.....	-66	-79	-79	-83	-79	-62	-38	33
Situation de trésorerie prévue								
– ensemble des entreprises.....	-43	-58	-39	-35	-63	-42	-6	-2
– grandes entreprises.....	-9	-23	-16	-10	-32	-6	10	10
– PME.....	-58	-71	-54	-48	-77	-54	-17	-8
Difficultés de paiement.....	41	36	35	36	19	23	9	-19
Résultats bruts d'exploitation.....	42	-66	-66	-74	-81	-63	-51	7
Besoins en fonds de roulement.....	32	40	39	40	17	3	-10	-18
Investissements globaux.....	-39	-67	-61	-75	-71	-65	-46	-13
Autorisations nouvelles et renouvellements de crédits à court terme.....	18	16	9	20	-1	8	-6	-18
Utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme.....	-9	-43	-41	-43	-55	-42	-29	-9
Situation de l'endettement global.....	19	10	3	0	3	-19	-28	-28
Dépôts à vue (encours moyen).....	-36	-35	-20	-15	-28	-27	-11	-21
Placements nouveaux liquides.....	8	-1	15	22	-25	-4	-16	-10
Placements nouveaux en titres négociables.....	0	-22	8	5	-5	-6	-3	-2
– dont titres d'OPCVM.....	-1	-23	10	3	-2	-2	-7	1

**SITUATION DE TRÉSORERIE DE L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES  
(séries brutes)**

Selon les établissements de crédit interrogés, l'amélioration de la situation de trésorerie des entreprises, amorcée depuis le troisième trimestre 1993, s'est encore amplifiée et s'est étendue au premier trimestre 1994, en liaison avec les rentrées supplémentaires générées par le rebond de la conjoncture. Ainsi, dans les grandes entreprises, les trésoreries sont désormais aisées ; dans les PME, elles sont quasiment revenues à la normale. Cependant, des petites entreprises, notamment dans le bâtiment, le commerce de détail, la restauration, souffrent toujours d'un manque de liquidités et les unités les plus fragiles ont disparu ou ne sont plus en relation avec les banques.

Au cours des prochains mois, cette aisance devrait se confirmer, malgré les prélèvements auxquels devront procéder les entreprises pour financer l'augmentation de leur activité.

Les difficultés de paiement se font plus rares.

Dans l'ensemble, les besoins de fonds de roulement ont fléchi grâce à la gestion stricte des actifs circulants et à la reprise qui facilite l'écoulement des stocks.

Les résultats bruts d'exploitation s'améliorent en liaison avec la meilleure tenue de la demande et surtout avec les efforts de réduction des coûts. Toutefois, la pression de la concurrence sur les prix des produits finis est nettement ressentie, d'autant que les cours de certaines matières premières remontent.

Les investissements se redressent. Des programmes, dont la réalisation avait été différée, sont engagés. Ils visent en majorité à accroître la productivité et à s'aligner sur les normes en matière d'environnement et de sécurité mais concernent aussi la construction de bâtiments industriels. Par ailleurs, les chefs d'entreprise multiplient les consultations relatives au coût et aux conditions de financement de projets qu'ils se disent prêts à mettre en œuvre avec la confirmation de la reprise.

Les entreprises sont à même d'autofinancer largement leurs dépenses d'exploitation et d'investissement en prélevant sur leurs placements liquides. Elles s'efforcent toujours de se désendetter. Aussi le niveau de leur endettement apparaît-il toujours bas. Les autorisations nouvelles de crédits à court terme se sont encore contractées, mais les utilisations nouvelles de prêts à moyen et long terme cessent de diminuer en raison du meilleur climat en matière d'investissement et grâce à l'action des banques pour développer la distribution de crédits d'équipement.

### 3. Le comportement des particuliers

#### 3.1. Les comportements d'épargne

<b>SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS</b>								
<i>(en données brutes)</i>								
Évolutions passées sauf indications contraires	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1 <sup>er</sup> trim.
	1992	1992	1992	1993	1993	1993	1993	1994
Situation du patrimoine financier.....	5	9	22	24	20	38	49	33
Encours moyens des dépôts à vue.....	-7	-5	12	-23	17	6	17	9
Encours moyens des livrets.....	-63	-48	-44	-40	-37	-5	16	31
Placements nouveaux en comptes à terme et certificats de dépôts.....	14	32	44	45	-12	28	-31	-10
Placements nouveaux en PEL.....	-1	5	27	41	47	75	113	92
Placements nouveaux en PEP.....	31	16	53	54	41	35	45	10
Placements en actions.....	-34	-43	-14	-8	-11	15	70	26
Placements en obligations.....	1	-16	9	1	49	65	8	-17
Placements en OPCVM court terme.....	40	32	7	9	-58	-60	-84	-51
Placements en autres OPCVM.....	-1	5	3	4	0	21	40	-10

#### L'ÉPARGNE DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(séries brutes)

Selon les établissements de crédit interrogés, le patrimoine financier des particuliers a continué de se renforcer.

L'attraction pour l'épargne est encore sensible, en raison des incertitudes qui peuvent peser sur l'emploi et l'avenir des retraites. En témoigne le vif essor des placements d'assurance.

Par ailleurs, les fluctuations de taux (reflux des taux courts, remontée des taux longs, abaissement des taux applicables aux plans d'épargne-logement) se sont traduites par des réallocations de portefeuille : les placements en OPCVM court terme se sont de nouveau nettement contractés ; l'érosion

des placements en comptes à terme et certificats de dépôt s'est poursuivie ; les placements obligataires se sont réduits.

À l'inverse, les produits à taux réglementés, dont la rémunération est devenue relativement plus attractive et sur lesquels n'existe pas de risque en capital, ont bénéficié de la faveur des épargnants (les encours moyens des dépôts à vue et des plans d'épargne populaire — PEP — ont quelque peu augmenté) ; les livrets se regarnissent ; les PEL ont enregistré une forte expansion, amplifiée par l'afflux des souscriptions en anticipation de la baisse des taux servis sur ce type de produit intervenue en février.

Les placements en actions, soutenus par les privatisations, ont affiché des progrès.

### 3.2. Les comportements d'endettement

<b>SOLDE DES OPINIONS PORTÉES PAR LES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT SUR L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS</b>								
<i>(en données brutes)</i>								
Évolutions passées sauf indications contraires	2 <sup>e</sup> trim. 1992	3 <sup>e</sup> trim. 1992	4 <sup>e</sup> trim. 1992	1 <sup>er</sup> trim. 1993	2 <sup>e</sup> trim. 1993	3 <sup>e</sup> trim. 1993	4 <sup>e</sup> trim. 1993	1 <sup>er</sup> trim. 1994
Situation de l'endettement global .....	-5	-20	-20	-18	-24	-18	-20	-4
Difficultés de paiement .....	18	9	18	11	9	5	2	-5
Autorisations et renouvellements de crédits de trésorerie..	-5	-26	-15	-25	-11	-10	0	9
Utilisations nouvelles de prêts personnels.....	-25	-44	-34	-44	-18	0	23	25
Utilisations nouvelles de prêts immobiliers.....	-25	-42	-28	-22	16	11	17	41

### L'ENDETTEMENT DES PARTICULIERS SELON L'OPINION DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

(séries brutes)

La demande de crédit des particuliers s'est nettement raffermie, parallèlement à une offre plus active des banques.

Aussi la progression des utilisations nouvelles de prêts immobiliers s'est-elle amplifiée. Les utilisations de prêts personnels ont de nouveau progressé. Les crédits de trésorerie se sont redressés.

L'endettement global des ménages reste cependant légèrement en deçà de la normale et leurs difficultés de paiement se sont atténuées.

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

# TEXTES RÉGLEMENTAIRES

---

---

## Bulletin officiel Banque de France

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

***Communiqué de la Banque de France –  
Adjudication d'obligations assimilables du  
Trésor 5,50 % avril 2004,  
8,25 % février 2004, 6 % octobre 2025***

– en date du 5 avril 1994

Le jeudi 7 avril 1994 à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois 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 1994. Coupon annuel : 110 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2004.

2. OAT 8,25 % février 2004 de 2 000 francs

Jouissance du 27 février 1994. Coupon annuel : 165 francs payable le 27 février de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 27 février 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 27 février 1994 au 25 avril 1994, soit 25,76 francs par obligation.

3. 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 avril 1994, soit 59,84 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 avril 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<sup>e</sup> étage – bureau A 220) contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

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

- jusqu'au jeudi 7 avril 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 8 avril 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

<b>OAT 5,50 % AVRIL 2004</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
93,06	550 000 000	550 000 000	93,06
93,02	1 100 000 000	1 650 000 000	93,03
93,00	5 350 000 000	7 000 000 000	93,01
92,98	5 000 000 000	12 000 000 000	93,00
92,96	6 400 000 000	18 400 000 000	92,98
92,94	2 600 000 000	21 000 000 000	92,98
92,92	600 000 000	21 600 000 000	92,98
92,90	1 450 000 000	23 050 000 000	92,97
92,88	200 000 000	23 250 000 000	92,97
92,80	550 000 000	23 800 000 000	92,97
92,60	50 000 000	23 850 000 000	92,97
92,40	50 000 000	23 900 000 000	92,97
Prix limite retenu : 92,98 % (taux de rendement : 6,48 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 93,00 % (taux de rendement : 6,47 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 mars 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	13 225	12 000	- 1 225
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,42	6,48	0,06
– au prix moyen pondéré.....	6,41	6,47	0,06



<b>OAT 8,25 % FÉVRIER 2004</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
112,68	300 000 000	300 000 000	112,68
112,64	1 200 000 000	1 500 000 000	112,65
112,62	200 000 000	1 700 000 000	112,64
112,60	500 000 000	2 200 000 000	112,63
112,58	1 400 000 000	3 600 000 000	112,61
112,56	1 000 000 000	4 600 000 000	112,60
112,54	500 000 000	5 100 000 000	112,60
112,52	450 000 000	5 550 000 000	112,59
112,50	2 200 000 000	7 750 000 000	112,56
112,44	100 000 000	7 850 000 000	112,56
112,40	50 000 000	7 900 000 000	112,56
112,38	50 000 000	7 950 000 000	112,56
112,36	550 000 000	8 500 000 000	112,55
112,34	50 000 000	8 550 000 000	112,55
112,32	50 000 000	8 600 000 000	112,54
112,30	50 000 000	8 650 000 000	112,54
112,26	500 000 000	9 150 000 000	112,53
Prix limite retenu : 112,54 % (taux de rendement : 6,48 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 112,60 % (taux de rendement : 6,47 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 juin 1993	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs) .....	1 500	5 100	3 600
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu .....	7,29	6,48	- 0,81
– au prix moyen pondéré.....	7,29	6,47	- 0,82

<b>OAT 6 % OCTOBRE 2025</b>			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
86,86	300 000 000	300 000 000	86,86
86,84	200 000 000	500 000 000	86,85
86,82	200 000 000	700 000 000	86,84
86,80	200 000 000	900 000 000	86,83
86,78	350 000 000	1 250 000 000	86,82
86,76	450 000 000	1 700 000 000	86,80
86,74	150 000 000	1 850 000 000	86,80
86,72	50 000 000	1 900 000 000	86,80
86,70	450 000 000	2 350 000 000	86,78
86,68	100 000 000	2 450 000 000	86,77
86,66	600 000 000	3 050 000 000	86,75
86,60	300 000 000	3 350 000 000	86,74
86,58	50 000 000	3 400 000 000	86,74
86,54	150 000 000	3 550 000 000	86,73
86,50	550 000 000	4 100 000 000	86,70
86,46	50 000 000	4 150 000 000	86,69
86,42	50 000 000	4 200 000 000	86,69
86,40	250 000 000	4 450 000 000	86,67
86,30	50 000 000	4 500 000 000	86,67
76,72	50 000 000	4 550 000 000	86,56
Prix limite retenu : 86,70 % (taux de rendement : 7,06 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjudgés : 86,78 % (taux de rendement : 7,05 %)			

<b>COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION</b>			
	Séance du 3 mars 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs).....	4 900	2 350	- 2 550
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu.....	6,91	7,06	0,15
– au prix moyen pondéré.....	6,91	7,05	0,14

– *Résultat global de l'adjudication du 8 avril 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT du 7 avril 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non

compétitives avant la séance à concurrence de 368 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 19 450 millions de francs.

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

---

Aucune offre non compétitive n'ayant été présentée après la séance, le montant nominal global émis s'élève donc à 19 818 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 5,50 % avril 2004.....	12 000	149		12 149
OAT 8,25 % février 2004.....	5 100			5 100
OAT 6 % octobre 2025 .....	2 350	219		2 569
<b>TOTAL.....</b>	<b>19 450</b>	<b>368</b>		<b>19 818</b>
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<sup>er</sup> avril 1994**

<b>COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 1 <sup>er</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> avril 1994
<b>DÉCOUVERTS EN COMPTE</b>		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	12,32	16,43
<b>AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS</b>		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs .....	11,23	14,97
<b>PRÊTS CONSENTIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT</b>		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs .....	11,71	15,61
<b>PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE &gt; À 2 ANS À TAUX FIXE</b>		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,92	13,23
<b>PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE &gt; À 2 ANS À TAUX VARIABLE</b>		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs .....	9,54	12,72
<p><i>Note</i> : 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.</p> <p><i>Commissions de plus fort découvert</i> :</p> <p>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.</p> <p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>		

<b>COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE</b>		
<i>(en pourcentage)</i>		
	Taux effectifs pratiqués au 1 <sup>er</sup> trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 <sup>er</sup> avril 1994
<b>CRÉDITS DE TRÉSORERIE</b>		
– 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
<b>CRÉDITS IMMOBILIERS</b>		
– Prêts relais .....	10,05	13,40
– Prêts immobiliers à taux fixe .....	9,51	12,68
– Prêts immobiliers à taux variable .....	9,34	12,45
<p><i>Note</i> : 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.</p> <p>Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études</p>		

**Communiqué de la Banque de France, en date du 21 avril 1994, relatif à ses taux directeurs**

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 5,90 % à 5,80 % et son taux de prise en pension de 5 à 10 jours de 7,00 % à 6,75 %.

**Communiqué de la Banque de France, en date du 21 avril 1994, relatif à l'ajustement trimestriel des avoirs de change auprès de l'Institut monétaire européen (IME)**

La situation hebdomadaire arrêtée au 14 avril 1994 fait apparaître l'incidence de l'ajustement trimestriel du dépôt de 20 % des réserves publiques en or et en dollars effectué auprès de l'Institut monétaire européen.

Le poste « Or » n'a enregistré aucune modification, le dépôt d'or restant inchangé à 636,8 tonnes d'or.

Le poste « Disponibilités à vue à l'étranger » s'est accru de 968 millions de francs correspondant à la rétrocession par l'IME de 167 millions de dollars, consécutive à la réduction des réserves en cette devise entre le 31 décembre 1993 et le 31 mars 1994.

En contrepartie des avoirs déposés, l'IME a mis à la disposition de la Banque de France 9 132 millions d'écus, contre 9 167 millions précédemment. Le montant des écus a été déterminé par l'IME sur la base :

- pour l'or, de la moyenne des cours notés pendant les six derniers mois aux deux « fixing » de Londres et convertis en écus, soit : 1 kg = 10 759,922 écus, contre 10 524,321 à fin décembre 1993,
- pour le dollar, du cours du marché le 7 avril 1994, soit : 1 dollar = 0,884290 écu, contre 0,898133 le 7 janvier 1994.

La contrevaletur en francs des écus reçus, calculée sur la base du cours d'évaluation semestrielle de l'écu, soit 1 écu = 6,58738 francs, représente 60 153 millions de francs ; le poste « Écus » fait cependant apparaître un montant inférieur en raison, d'une part, de l'utilisation en

novembre 1993 d'avoirs en écus pour le remboursement d'une dette envers le Fecom, et, d'autre part, de l'acquisition d'écus effectuée par une banque centrale étrangère.

L'engagement réciproque de dénouement à terme des opérations intervenues entre la Banque de France et l'IME est retracé dans les postes suivants :

- à l'actif : « Or et autres actifs de réserve à recevoir de l'IME » qui a été ramené de 60 427 millions de francs à 59 459 millions de francs ;
- au passif : « Écus à livrer à l'IME » qui a été ramené de 60 387 millions de francs à 60 153 millions de francs.

**Communiqué de la Banque de France, en date du 28 avril 1994, relatif au taux des appels d'offres**

Sur décision du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène son taux d'appel d'offres de 5,80 % à 5,70 %.

---

**Bulletin officiel  
Comité de la réglementation  
bancaire**

***Lettre du Secrétaire général du Comité de la réglementation bancaire, en date du 28 mars 1994, au Président de l'Association française des établissements de crédit relative à l'obligation de publication du montant des rémunérations des organes d'administration et de direction***

Monsieur le Président,

Je vous rappelle qu'en application du règlement n° 91-01 du 16 janvier 1991 du Comité de la réglementation bancaire, relatif à l'établissement et à la publication des comptes individuels annuels, qui s'applique pour la première fois aux comptes de l'exercice 1993, les établissements de crédit doivent mentionner, dans l'annexe à

leurs comptes publiés, le montant global des rémunérations versées aux membres de leurs organes d'administration et de direction (point 4-3.b) de l'annexe V de ce règlement).

De son côté, le règlement n° 85-12 du 27 novembre 1985, relatif à la consolidation des comptes des établissements de crédit, modifié notamment par le règlement n° 91-02 du 16 janvier 1991, impose la publication d'une information de même nature en annexe aux comptes consolidés (5<sup>e</sup> tiret du 3<sup>e</sup> alinéa de l'annexe V de ce règlement modifié).

En outre, les règlements de la Commission des opérations de bourse (COB) n° 91-02 relatif au prospectus d'émission et n° 92-02 relatif aux offres au public de valeurs mobilières imposent de leur côté des obligations similaires aux sociétés faisant appel public à l'épargne.

Dans un souci d'harmonisation, le Président du Comité de la réglementation bancaire, agissant conformément aux dispositions de l'article 36 de la loi modifiée du 24 janvier 1984, et la Commission des opérations de bourse ont décidé d'adopter une position commune sur les obligations résultant de ces règlements.

Pour l'application des règlements n° 91-01 et n° 85-12 du Comité de la réglementation bancaire et n° 91-02 et n° 92-02 de la COB, il faut comprendre par rémunération des organes d'administration, de direction ou de surveillance, les deux montants suivants, indiqués séparément :

1) le montant global des rémunérations directes et indirectes de toute nature<sup>1</sup> perçues de l'établissement ou des sociétés, françaises ou étrangères, membres du groupe<sup>2</sup>, par :

- les membres du conseil d'administration ou de surveillance (y compris le Président) ;
- et les dirigeants effectifs de l'établissement ou du groupe, réunis au sein du directoire ou dont les noms figurent sous la rubrique : « direction générale », « comité exécutif », « comité de direction générale », etc. (selon les usages propres à chaque établissement, quelle que soit sa forme juridique), avec la liste de ces dirigeants, cette liste pouvant être de l'ordre de 10 personnes.

2) le montant annuel des jetons de présence alloués aux membres du conseil d'administration et le nombre desdits membres.

Comme pour toute information chiffrée contenue dans l'annexe, la présentation des données correspondantes de l'exercice précédent est importante, ainsi que l'indication, le cas échéant, des modifications intervenues pour la détermination des montants concernés.

Je vous serais obligé de communiquer le contenu de cette lettre aux membres de votre association.

Veuillez agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma considération distinguée.

<sup>1</sup> Seuls les jetons de présence versés par les sociétés du groupe (hors maison-mère) doivent être pris en compte à ce titre. Les rémunérations indirectes comprennent notamment : les avantages en nature, les engagements en matière de pensions de retraite et indemnités assimilées.

<sup>2</sup> Le groupe est constitué des sociétés contrôlées de manière exclusive au sens de l'article 3 du règlement n° 85-12 du Comité de la réglementation bancaire.

## COMTÉ DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

### MODIFICATIONS APPORTÉES À LA LISTE DES ÉTABLISSEMENTS RELEVANT DE LA LOI BANCAIRE

(LOI DU 24 JANVIER 1984 MODIFIÉE TITRES I & IV BIS)

#### A. ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT AGRÉÉS EN FRANCE

**Agréments, retraits d'agrément et autres modifications  
devenus effectifs au cours du premier trimestre 1994**

##### MÉTROPOPLE - OUTRE-MER

#### I. Banques

##### Retraits d'agrément

- Canadian imperial bank of commerce (Banque canadienne impériale de commerce), établissement hors de l'EEE - Succursale, Paris, Toronto, (CA)
- Canadian imperial bank of commerce (International) SA, SA, Paris

##### Modification

- Banque de Wallis et Futuna, SA, Uvea, (Wallis et Futuna)  
au lieu de Banque de Wallis et Futuna, SA, Mata-Utu, (Wallis et Futuna)

#### II. Banques mutualistes ou coopératives

**Établissements affiliés à la Confédération nationale du crédit mutuel**

##### Modifications

- Caisse fédérale du crédit mutuel du Massif Central, Union de sociétés coopératives, Clermont-Ferrand, (Puy-de-Dôme)  
au lieu de Caisse fédérale du crédit mutuel Auvergne-Bourdonnais, Union de sociétés coopératives, Clermont-Ferrand, (Puy-de-Dôme)
- Entr'aide rurale, Union de sociétés coopératives, Lille, (Nord)  
au lieu de Entr'aide, Société coopérative - livre V du code rural, Lille, (Nord)

#### IV. Sociétés financières

##### 1. Sociétés financières affiliées à un organe central

##### a) Sociétés financières affiliées à la Chambre syndicale des banque populaires

**Retraits d'agrément**

- Société de caution mutuelle artisanale du Gers "Socama 32", Société coopérative de caution mutuelle - loi du 13.03.1917, Auch, (Gers)
- Société de caution mutuelle artisanale des Landes "Socama Landes", Société coopérative de caution mutuelle - loi du 13.03.1917, Mont-de-Marsan, (Landes)

- Société de caution mutuelle artisanale des Pyrénées-Atlantiques, "Socama Pyrénées-Atlantiques", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Pau, (Pyrénées-Atlantiques)
- Société de caution mutuelle artisanale du Tarn-et-Garonne "Socama 82", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Montauban, (Tarn-et-Garonne)
- Société de caution mutuelle des fonctionnaires et assimilés de Franche-Comté "Socacef Franche-Comté", société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Besançon, (Doubs)

### **Modifications**

- Société de caution mutuelle artisanale Midi-Pyrénées Ouest "Socama Midi-Pyrénées Ouest", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Tarbes, (Hautes-Pyrénées)  
au lieu de Société de caution mutuelle artisanale des Hautes-Pyrénées "Socama 65", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Tarbes, (Hautes-Pyrénées)
- Société de caution mutuelle artisanale du Sud-Ouest "Socama Sud-Ouest", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Bordeaux, (Gironde)  
au lieu de Société de caution mutuelle artisanale de la Gironde "Socama Gironde", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Bordeaux, (Gironde)
- Société de caution mutuelle immobilière de Franche-Comté, du Mâconnais et de l'Ain "Socami Franche-Comté, Mâconnais et Ain", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Besançon, (Doubs)  
au lieu de Société de caution mutuelle immobilière de Franche-Comté "Socami Franche-Comté", Société coopérative de caution mutuelle, loi du 13.03.1917, Besançon, (Doubs)

## **2. Sociétés financières adhérant à un organisme professionnel**

### **f) Sofergie**

#### **Modification**

- Energeco, SA, Paris  
au lieu de Energeco-PME, SA, Strasbourg, (Bas-Rhin)

### **g) Sicomi**

#### **Retraits d'agrément**

- Bafip-Bail, SA, Paris
- Financimmo, SA, Paris

### **h) Autres sociétés financières**

#### **Agréments**

- Isis factor Spa - Isis factor Paris, établissement financier EEE, succursale non lib. ét., Paris, Milan, (IT)
- Paribas dérivés garantis SNC (PDG), société en nom collectif, Paris
- Sfac crédit, SA, Paris
- Sogefinancement SNC, société en nom collectif, Rueil-Malmaison, (Hauts-de-Seine)

#### **Retraits d'agrément**

- Aréas finance, SA, Paris
- Crédit commercial de Tahiti, SA, Papeete, (Polynésie Française)



## Modifications

- Cavia location, SA, Paris  
au lieu de Cavia professionnels, SA, Paris
- Cofacrédit, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de Cofacrédit, SA, Paris
- Diffuco, SA, St-Lô, (Manche)  
au lieu de Diffuco-Bail SA, SA, St-Lô, (Manche)
- Euroéquipement, SA, Lille, (Nord)  
au lieu de Euroéquipement, SA, Paris
- Experts immobiliers associés - EIA, SA, Paris  
au lieu de EIA - experts immobiliers associés, SA, Paris
- Factobail, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de Factobail, SA, Paris
- Factocic, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de Factocic, SA, Paris
- Factofrance Heller, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de Factofrance Heller, SA, Paris
- Société pour favoriser l'accession à la propriété immobilière - Safapi, SA, Puteaux, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de Société pour favoriser l'accession à la propriété immobilière - Sofapi, SA, Paris
- Société financière de la banque cantonale de Genève, SA, Lyon, (Rhône)  
au lieu de Société financière de la CEG Genève - Groupe banque cantonale de Genève, SA, Lyon, (Rhône)
- Société martiniquaise de financement - Somafi, SA, Fort-De-France, (Martinique)  
au lieu de Société martiniquaise de financement, SA, Fort-De-France, (Martinique)
- Transfact, SA, Nanterre, (Hauts-de-Seine)  
au lieu de Transfact, SA, Paris
- Turgot gestion, société en nom collectif, Limoges, (Haute-Vienne)  
au lieu de Turgot gestion, SA, Limoges, (Haute-Vienne)
- Universal factoring, SA, Paris  
au lieu de Universal factoring, SA, Marseille, (Bouches-du-Rhône)

---

## VII. Sociétés financières - Maisons de titres

### Agréments

- Financière Expert, SA, Paris
- Merrill Lynch finance SA, SA, Paris

### Modification

- CS first Boston France, SA, Paris  
au lieu de CS first Boston France SA, SA, Paris

## MONACO

### I. Banques

#### Modification

- Banque de Gothard (Monaco), SA, Monaco, (Monaco)  
au lieu de Banque Duménil-Leblé Monaco, SA, Monaco, (Monaco)

## B. SUCCURSALES D'ÉTABLISSEMENTS AYANT LEUR SIÈGE DANS UN PAYS DE L'ESPACE ÉCONOMIQUE EUROPÉEN

---

### Modifications

- Skandinaviska enskilda banken, établissement de crédit de l'EEE - Succursale, Paris, Stockholm, (SE)  
au lieu de Skandinaviska enskilda banken, établissement hors de l'EEE - Succursale, Paris, Stockholm, (SE)
- Union Bank of Finland Ltd, établissement de crédit de l'EEE - Succursale, Paris, Helsinki, (FI)  
au lieu de Union Bank of Finland Ltd, établissement de crédit hors de l'EEE - Succursale, Paris, Helsinki, (FI)

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

du 1<sup>er</sup> avril au 30 avril 1994

### ***Textes législatifs et gouvernementaux***

JO DU 2 AVRIL 1994

– Circulaire du 16 mars 1994 relative au régime de l'épargne-logement.

– Décret du 1<sup>er</sup> avril 1994 portant cessation de fonctions du directeur général du Crédit national, Monsieur Haberer Jean-Yves.

JO DU 3 AVRIL 1994

– Décrets portant promotions et nominations dans l'ordre national de la Légion d'honneur.  
 . Est nommé commandeur au titre du ministère de l'Économie : Monsieur Prate Alain, vice-président de la Banque européenne et d'investissement.

. Est nommé chevalier au titre du ministère de la Coopération : Monsieur Diguët Bernard, inspecteur général de la Banque de France.

. Est nommé officier au titre du Premier ministre : Monsieur Brousse René, directeur général honoraire de la Banque de France.

JO DU 6 AVRIL 1994

– Décret n° 94-269 du 5 avril 1994 pris pour l'application de l'article 72 de la loi quinquennale n° 93-1313 du 20 décembre 1993 relative au travail, à l'emploi et à la formation professionnelle.

JO DU 8 AVRIL 1994

– Arrêté du 6 avril 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de février 1994.

JO DU 12 AVRIL 1994

– Décret n° 94-281 du 11 avril 1994 portant création d'une aide au premier emploi des jeunes.

JO DU 13 AVRIL 1994

– Décret n° 94-287 du 6 avril 1994 pris pour l'application de l'article 38 de la loi de finances pour 1994 (n° 93-1352 du 30 novembre 1993).

– Décret n° 94-288 du 6 avril 1994 pris pour l'application de l'article 39 de la loi de finances rectificative pour 1993 (n° 93-1353 du 30 décembre 1993).

JO DU 15 AVRIL 1994

– Circulaire du 5 avril 1994 relative à la saisine pour l'application de l'article 10-1 (1°) de la loi n° 86-912 du 6 août 1986 relative aux modalités des privatisations modifiée par la loi de privatisation n° 93-923 du 19 juillet 1993.

– Avis aux porteurs des obligations de l'emprunt d'État 10 % 1979 (code 7 160).

JO DU 24 AVRIL 1994

– Arrêté du 24 mars 1994 portant approbation des comptes financiers du Centre français du commerce extérieur pour 1991 et 1992.

JO DU 26 AVRIL 1994

– Arrêté du 25 avril 1994 fixant les modalités de la privatisation de la société centrale Union des assurances de Paris.

– Arrêté du 25 avril 1994 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997 remis en paiement des actions de la société centrale Union des assurances de Paris cédées par l'État par offre publique de vente du 26 avril 1994.

– Avis de la commission de la privatisation du 21 avril 1994 relatif à la valeur minimum de la société centrale Union des assurances de Paris.

JO DU 27 AVRIL 1994

– Arrêté du 15 avril 1994 fixant le taux d'intérêt applicable en 1993 aux créances résultant de la suppression du décalage d'un mois en matière de taxe sur la valeur ajoutée.

– Arrêté du 19 avril 1994 portant nomination au Conseil national du crédit, Monsieur Jurgensen Philippe est nommé membre du Conseil national du crédit au titre des institutions financières spécialisées en remplacement de Monsieur Richard Pierre.

JO DU 28 AVRIL 1994

– Arrêté du 22 avril 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 25 avril 1994 des

obligations assimilables du Trésor 9,50 % avril 2000 en écus (codes Sicovam n° 11 720 et n° 11 721).

JO DU 29 AVRIL 1994

– Arrêté du 26 avril 1994 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor en écus 6,75 % avril 2002.