

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 7

JUILLET 1994

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité est toujours soutenue aux États-Unis. Quelques signes de reprise sont perceptibles au Japon. L'amélioration de la conjoncture se confirme en Italie et en Espagne, tandis qu'en Allemagne la reprise poursuit son raffermissement. Le Royaume-Uni connaît une légère modération du rythme de sa croissance. La hausse des prix est restée modérée dans les pays de l'OCDE. Les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur hausse sur l'ensemble des marchés.

L'évolution des principales devises en juin

Le dollar, d'abord orienté à la hausse, a brutalement chuté le 17 juin, à l'issue de la publication d'un rapport du Conference Board évoquant l'hypothèse d'un taux de change de la monnaie américaine pouvant passer sous la barre de 1,50 deutschemark d'ici à fin 1995 ; la baisse s'est accentuée avec la publication d'un accroissement sensible du déficit du commerce extérieur américain. Le dollar est tombé à son plus bas niveau d'après-guerre contre yen, malgré une action concertée de soutien de l'ensemble des banques centrales. Le yen s'est également raffermi par rapport au deutschemark, notamment en fin de mois après l'annonce de la nomination du nouveau premier ministre japonais. Le franc suisse a montré une grande fermeté. La livre sterling a sensiblement fléchi vis-à-vis des autres devises européennes, de même que la lire. Au sein du mécanisme de change européen, le deutschemark a été le principal bénéficiaire des dégagements à l'encontre du dollar ; les conditions monétaires de la Banque fédérale d'Allemagne se sont à nouveau nettement détendues et le processus de baisse des taux de l'argent au jour le jour en Europe s'est poursuivi. La peseta et l'escudo, affectés par la fermeté du deutschemark durant la seconde quinzaine du mois, se sont très sensiblement redressés en fin de période. La drachme a continué de subir des pressions. Le franc, soutenu en début de période par la publication de résultats économiques satisfaisants (hausse du PIB et maintien d'un excédent commercial élevé en avril), a enregistré sur l'ensemble du mois un très léger recul par rapport au deutschemark.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en juin

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle a poursuivi sa progression dans tous les secteurs, à l'exception de celui de l'automobile où, après trois mois de croissance soutenue, l'activité s'est stabilisée. L'amélioration du taux d'utilisation des capacités de production, régulière depuis un semestre, s'est confirmée. La demande globale s'est encore raffermie, essentiellement grâce aux développements des ordres en provenance de l'étranger. Sur le marché intérieur, la reconstitution des stocks paraît, actuellement, le principal facteur de soutien de la demande. Les carnets de commandes continuent de s'améliorer pour se rapprocher d'un niveau jugé normal et les stocks sont considérés comme globalement bien adaptés au besoin du marché. Les prix des produits finis sont stables en moyenne. Les responsables d'entreprise consultés estiment qu'au cours des prochains mois l'activité devrait continuer de progresser dans tous les secteurs, à l'exception de l'automobile où des reculs sont attendus. S'ils font encore preuve d'un certain attentisme en matière d'investissements, ils envisagent des projets plus nombreux pour le second semestre, notamment dans les secteurs où les équipements actuels sont de plus en plus sollicités et les capacités utilisées proches de leur maximum. La bonne orientation de l'activité commerciale en juin n'a pas entièrement effacé la mauvaise performance de mai. Les effectifs ont globalement reculé dans le commerce et dans l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont stabilisés ; ils sont demeurés inchangés dans le bâtiment et les services marchands.

La balance des paiements en avril

L'excédent du commerce extérieur (FAB-FAB) s'est maintenu à un niveau élevé en données cvs (7,6 milliards de francs, après 8,9 milliards en mars) ; pour les quatre premiers mois de l'année il atteint 23,6 milliards de francs, contre 20,9 milliards pour la période correspondante de 1993. En données brutes, il s'établit à un niveau plus favorable qu'en mars (10,4 milliards de francs, au lieu de 9,7 milliards) et le solde cumulé depuis le début de l'année atteint 25,2 milliards de francs, contre 22,6 milliards pour les quatre premiers mois de 1993.

Le solde des transactions courantes, en données brutes, se contracte sensiblement d'un mois à l'autre, revenant de 8,0 milliards de francs en mars à 1,8 milliard, du fait de l'alourdissement du déficit des revenus de facteurs et des transferts unilatéraux ; sur l'ensemble des quatre premiers mois, le solde s'améliore considérablement (+ 12 milliards de francs, au lieu de - 2,5 milliards pour la période correspondante de 1993), en raison essentiellement de recettes exceptionnelles perçues en janvier au titre des transferts unilatéraux du secteur officiel. En données cvs, une contraction de l'excédent est également observée d'un mois à l'autre, mais de moindre ampleur (0,5 milliard de francs, au lieu de 3,3 milliards de francs en mars).

Pour le cinquième mois consécutif, les mouvements de capitaux à long terme se soldent par des sorties nettes à hauteur de 29,7 milliards de francs, en léger retrait par rapport à celles enregistrées en mars (30,5 milliards). Les entrées au titre des mouvements de capitaux à court terme se réduisent fortement d'un mois à l'autre (7,6 milliards de francs, au lieu de 25,6 milliards en mars).

Les marchés de capitaux en juin

Le redressement de la courbe des taux s'est poursuivi et la hausse des rendements, précédemment observée sur les échéances à partir de un an, s'est propagée jusqu'aux durées à partir de trois mois. La Banque de France a continué de détendre graduellement ses taux d'intervention en liaison avec ses principaux partenaires européens, en réduisant à trois reprises de 0,10 point le taux des appels d'offres (ramené ainsi de 5,40 % à 5,10 %).

Les taux à partir de trois mois ont enregistré une hausse croissante suivant les échéances, sous l'effet d'une certaine inflexion des anticipations du marché concernant l'évolution ultérieure des taux courts en Europe, dans le contexte d'une confirmation d'une reprise de la croissance.

Le marché obligataire a continué de faire preuve d'une très grande volatilité. En dépit de reprises temporaires, le mouvement de dégradation s'est poursuivi à l'instar de ce qui était observé sur la plupart des autres marchés européens. Au total, l'indice des emprunts du gisement enregistre une nouvelle progression de l'ordre d'un quart de point et s'établit à 7,47 % en moyenne sur le mois.

À l'exception des bons à moyen terme négociables, les différents encours de titres de créances négociables ont connu des baisses plus ou moins sensibles, 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 se sont redressés malgré l'attentisme persistant des intervenants, lié à la volatilité des marchés de taux aux États-Unis et en Europe.

Le mouvement de baisse des cours entamé début février à la Bourse de Paris s'est accentué en juin. La remontée générale des taux obligataires et le repli du dollar vis-à-vis de l'ensemble des monnaies européennes ont suscité des dégagements de certains investisseurs non-résidents, les investisseurs résidents restant peu présents sur le marché. Sur l'ensemble de la période, l'indice CAC 40 enregistre un recul de 6,70 % et revient à son niveau de juin 1993.

Les agrégats monétaires

En mai, les moyens de paiement (M1), après une forte progression ininterrompue depuis décembre dernier, ont diminué de 2,5 %. Ce repli reflète, en partie, la ponction opérée sur les encaisses des agents non financiers par le règlement d'opérations de privatisation. Les placements à vue à taux réglementé (M2 – M1) se sont de nouveau accrus (0,2 %). Au total, les agrégats étroits (M1 et M2) continuent de présenter une évolution nettement positive : la progression de M1 s'élève ainsi à 3,8 % sur les douze derniers mois et celle de M2 à 4,0 %. Cette fermeté s'explique, en partie, par la diminution du coût d'opportunité de la détention d'encaisses non rémunérées ou rémunérées à des taux plafonnés, du fait de la baisse des taux d'intérêt ; elle résulte également du maintien d'avoirs sous une forme liquide dans une période d'incertitude accrue quant au choix des placements mais aussi, probablement, d'une reconstitution des encaisses de transaction, liée à l'amélioration de la conjoncture économique.

Sous l'effet principalement du recul ponctuel de M1, et en dépit d'une croissance, pour le deuxième mois consécutif, de l'encours des titres d'OPCVM court terme, l'agrégat M3 s'est légèrement contracté en mai (– 0,8 %).

Son évolution sur un an continue de refléter l'impact des transferts de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, qui se sont produits notamment dans la seconde partie de l'année 1993 et au début de 1994. De ce fait, la variation annuelle de M3, entre moyennes trimestrielles centrées, se traduit toujours par un recul, de 4,1 % nominalement et de l'ordre de 1 % si l'on tient compte des facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation, qui ont influé sur la répartition des placements.

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 à fin mai, entre moyennes trimestrielles centrées, à 18,4 % sur un an.

Le rythme de croissance de l'endettement intérieur total a enregistré une légère décélération (3,6 % en glissement sur douze mois à fin mars, contre 4,9 % à fin février) en raison, notamment, d'un moindre recours de l'État à l'endettement.

S'agissant des concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit, leur recul sur un an n'est plus à fin mars que de 1,2 %, au lieu de 1,6 % à la fin du mois de février). Les concours distribués par les banques ont progressé, au cours de ce même mois, de 0,2 %.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les mesures en faveur de la pêche artisanale

- 3 juin** Le ministre de l'Agriculture et de la Pêche signe avec le Comité national des pêches maritimes une convention visant à assurer un salaire net minimum mensuel de FRF 5 000 à tout marin de la pêche artisanale.

Les mesures en faveur des entreprises exportatrices

- 13 juin** Le Premier ministre annonce diverses mesures pour inciter les PME à se porter davantage sur les marchés extérieurs, parmi lesquelles une aide à l'embauche de salariés à l'exportation.

L'aménagement du territoire

- 15 juin** Le conseil des ministres adopte le projet de loi d'orientation de développement du territoire.
- 30 juin** Le gouvernement élargit les zones rurales prioritaires, qui concernent désormais 13 millions de personnes, et annonce 25 mesures en faveur du monde rural concernant les activités économiques, les services publics et le logement.

Les mesures en faveur de l'agriculture

- 16 juin** Le ministre de l'Agriculture annonce un assouplissement des aides à l'installation des jeunes exploitants.
- 23 juin** Le ministre de l'Agriculture annonce un allègement fiscal de quelque FRF 500 millions pour les producteurs de céréales par le biais de la réduction de plusieurs taxes spécifiques.

La dette publique

- 21 juin** La commission des Finances de l'Assemblée nationale confirme que l'encours de la dette publique devrait atteindre FRF 2 908 milliards à la fin de l'année.

La réduction des délais de paiement de l'État

- 23 juin** Le gouvernement annonce une réduction des délais de paiement de l'État et des établissements publics, qui passeront à 40 jours le 1^{er} août et à 35 jours le 1^{er} janvier prochain, contre 45 jours actuellement.

Le relèvement du plafond des Codevi

- 24 juin** Le ministre de l'Économie annonce un relèvement du plafond des Codevi de FRF 20 000 à 30 000.

La revalorisation du SMIC

- 29 juin** S'en tenant à l'application stricte de la loi, le gouvernement décide de revaloriser de 2,1 % au 1^{er} juillet le taux horaire du SMIC, qui est ainsi porté à FRF 35,56, soit un montant mensuel brut de FRF 6 009,64.

La protection sociale

- 29 juin** Après le Sénat, l'Assemblée nationale adopte le projet de loi sur la Sécurité sociale qui instaure notamment l'autonomie financière des quatre branches du régime général et accroît les pouvoirs de contrôle du Parlement.

La Banque de France et la politique monétaire

- 2 juin** La Banque de France ramène le taux de ses appels d'offres de 5,40 % à 5,30 %.
- 16 juin** La Banque de France abaisse le taux de ses appels d'offres de 5,30 % à 5,20 %.
- 30 juin** La Banque de France réduit le taux de ses appels d'offres de 5,20 % à 5,10 %.

Les principaux indicateurs conjoncturels***Le PIB au 1^{er} trimestre***

- 16 juin** Au premier trimestre, le PIB s'est accru de 0,5 %, après avoir stagné au cours des trois mois précédents, sous l'effet d'un net ralentissement du stockage dans les entreprises.

Les perspectives d'activité

- 24 juin** Selon l'Insee, les commandes étrangères ont enregistré un redressement spectaculaire au premier semestre, qui devrait se poursuivre au cours des six prochains mois.
- 28 juin** Selon l'enquête mensuelle de l'Insee, les perspectives générales d'activité demeurent bien orientées dans l'industrie.

La production industrielle

- 9 juin** En mars, la production industrielle (cvs, hors bâtiment et travaux publics) a progressé de 0,2 % sur un mois ; sur un an elle a fléchi de 0,1 %.

Le bâtiment et les travaux publics

- 21 juin** Selon le ministère de l'Équipement, les aides de l'État devraient permettre à ce secteur de retrouver une croissance de l'ordre de 0,5 % à 1,5 % en volume en 1994 et 1995.
- 22 juin** Selon une étude de l'Insee, l'activité du bâtiment et des travaux publics a chuté de 3,9 % en volume en 1993, après un recul de 2,5 % en 1992.

Les créations d'entreprises

- 14 juin** Selon l'Insee, les créations d'entreprises se sont élevées à 24 630 en mai, contre 24 310 en avril.

Les immatriculations d'automobiles

- 2 juin** Continuant à bénéficier des mesures gouvernementales, les immatriculations ont progressé en mai de 26,2 % en données brutes et de 13,6 % après corrections du nombre de jours ouvrables. Sur les cinq premiers mois de l'année, elles se sont accrues de 16 % par rapport à la période correspondante de 1993.

La consommation des ménages

- 3 juin** Selon une étude de l'Insee, la consommation des ménages n'a augmenté que de 0,4 % en volume l'an dernier, alors qu'elle avait progressé de 3,2 % en moyenne de 1985 à 1990.
- 22 juin** En mai, la consommation des ménages en produits manufacturés s'est repliée de 0,9 % après une hausse de 1,8 % en avril.

L'emploi

- 3 juin** L'emploi salarié a augmenté de 0,2 % au premier trimestre, ce qui correspond à la création de 25 700 emplois. Cette amélioration provient exclusivement du secteur tertiaire marchand, les effectifs continuant à décliner dans l'industrie et le bâtiment.
- 30 juin** En mai, le chômage a augmenté de 0,6 % en données cvs. Le nombre des demandeurs d'emploi atteint 3 346 600, soit 12,7 % de la population active, contre 12,6 % en avril et 11,6 % en mai 1993.

Les salaires

- 9 juin** Selon l'Insee, le salaire net moyen du secteur privé et semi-public s'est accru de 2,5 % en francs courants en 1993, soit une hausse de seulement 0,4 % en termes réels.

Les prix

- 21 juin** En mai, selon l'indice définitif de l'Insee, les prix à la consommation ont augmenté de 0,2 %, traduisant une hausse de 1,7 % sur un an.
- 17 juin** En avril, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 7,6 milliards en données cvs (10,4 milliards en données brutes), après 8,9 milliards en mars. Sur les quatre premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 23,55 milliards, contre 20,9 milliards pour la période correspondante de 1993.

2.2. Étranger

- 1^{er} juin** Progression de 2,5 % de la production industrielle dans la partie occidentale de l'Allemagne au mois d'avril.
- Baisse de 5 points du taux des prises en pension de la Banque fédérale d'Allemagne (de 5,20 % à 5,15 %).
- Réduction par la Banque nationale de Belgique de ses taux directeurs (taux central ramené de 5,25 % à 5,20 % et taux des avances plafonnées de 6,75 % à 6,70 %).
- 3 juin** Aux États-Unis, créations de 191 000 emplois au mois de mai. Le taux de chômage s'inscrit en baisse à 6 % contre 6,4 %.
- 6 juin** Baisse du taux des avances spéciales de la Banque des Pays-Bas de 5,10 % à 5 %.
- 7 juin** Première estimation du taux de croissance du PIB en Allemagne occidentale au 1^{er} trimestre 1994 : + 0,5 %. Le taux de chômage revient de 8,4 % à 8,1 % en mai en données brutes (taux inchangé à 8,3 % en cvs).
- 8 juin** Le taux des prises en pension de la Banque fédérale d'Allemagne passe de 5,15 % à 5,10 %.
- Réduction par la Banque nationale de Belgique de ses taux directeurs (taux central ramené à 5,10 % et taux des avances en fin de journée à 6,60 %).
- 10 juin** Déficit commercial au Royaume-Uni : 1,18 milliard de livres sterling en mars.
- 12 juin** Élections européennes.
- L'Autriche se prononce par référendum en faveur de son adhésion à l'Union européenne.
- 14 juin** Hausse de 0,2 % des prix à la consommation aux États-Unis en mai (+ 0,3 % hors alimentation et énergie) soit + 2,3 % en rythme annuel.
- La Banque nationale des Pays-Bas ramène son taux central de 5,00 % à 4,90 %.
- 15 juin** La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours à taux variable. Le taux le plus bas est revenu de 5,10 % la semaine précédente à 5,05 %.
- La Banque nationale de Belgique réduit son taux central de 5,10 à 5,05 %. Elle ramène simultanément le taux des découverts qu'elle accorde en fin de journée aux banques de 6,60 % à 6,55 %.
- 17 juin** Un rapport du Conference Board, organisme du patronat américain, indique que le dollar pourrait revenir en dessous du niveau des DEM 1,50 d'ici à la fin 1995 ; à la suite de ce rapport, le dollar tombe au niveau de DEM 1,60.
- 21 juin** L'annonce d'un accroissement sensible du déficit commercial américain en avril (de 6,9 milliards de dollars à 8,4 milliards) déclenche un nouvel accès de faiblesse du dollar, qui tombe à son plus bas niveau historique d'après-guerre contre yen (99,80).
- Publication d'une progression de 13,7 % de la masse monétaire allemande M3 en mai (contre + 15,4 % en avril).

- 22 juin** La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à taux variable à 14 jours. Elle alloue la plupart des fonds à des taux compris entre 5,00 et 5,01 %, en retrait de 5 points de base sur l'opération analogue de la semaine précédente.
- La Banque nationale de Belgique abaisse son taux central de 5,15 % à 5,00 % et son taux de découvert de fin de journée de 6,55 % à 6,50 %.
- 23 juin** Hausse de 0,9 % des commandes de biens durables aux États-Unis au cours du mois de mai.
- Démission du gouverneur de la Banque du Portugal.
- 24 juin** Interventions concertées de soutien du dollar menées par 17 banques centrales. Le dollar se stabilise à DEM 1,59.
- Au Royaume-Uni, progression de 0,7 % du PIB au premier trimestre et contraction du déficit des paiements courants (0,67 milliard de livres sterling au premier trimestre après 2,05 milliards).
- 25 juin** Démission du Premier ministre japonais, M. Hata. Le dollar franchit à nouveau le seuil des JPY 100 à la baisse.
- 28 juin** Hausse de l'indice de confiance des consommateurs américains de 88,9 % en mai à 92 % en juin, son plus haut niveau depuis 4 ans.
- Selon les indicateurs préliminaires, la hausse du coût de la vie en Allemagne occidentale revient de 3 % en mai à 2,9 % en juin.
- La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours. Les fonds sont alloués au taux minimal de 4,96 %, contre 5,00 % lors de l'opération analogue de la semaine précédente. La plupart des prêts sont accordés à 4,97 %, contre 5,01 % le 22 juin.
- 29 juin** Baisse de 4 points du taux des prises en pension de la Banque fédérale d'Allemagne de 5 % à 4,96 %. Dans son sillage, la Banque nationale de Belgique réduit de 5 points ses taux directeurs (taux central ramené de 5,00 % à 4,95 % et taux des avances plafonnées de 6,50 % à 6,45 %).
- Chiffre définitif du taux de croissance du PIB américain au cours du premier trimestre 1994 : + 3,4 % contre + 3,0 % précédemment annoncé.
- Au Japon, M. Murayama, membre du Parti socialiste, est nommé Premier ministre.
- 6 juillet** La Banque fédérale d'Allemagne procède à une prise en pension à 14 jours à taux variable. Le taux minimal est revenu de 4,96 % à 4,93 %.
- 7 juillet** La Banque nationale du Danemark réduit de 10 points de base ses prises en pension, à 5,5 %.
- 8 juillet** Le Conseil de la Banque fédérale d'Allemagne a décidé de garder les taux inchangés. Le taux d'escompte est maintenu à 4,50 % et le taux Lombard à 6,0 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité est toujours soutenue aux États-Unis. Quelques signes de reprise sont perceptibles au Japon. L'amélioration de la conjoncture se confirme en Italie et en Espagne, tandis qu'en Allemagne la reprise poursuit son raffermissement. Le Royaume-Uni connaît une légère modération du rythme de sa croissance. La hausse des prix est restée modérée dans les pays de l'OCDE. Les taux d'intérêt à long terme ont poursuivi leur hausse sur l'ensemble des marchés.

La **hausse des prix** est restée modérée dans les pays de l'OCDE. L'inflation s'est stabilisée en Allemagne occidentale, à 3,0 % en juin, comme en mai, ainsi qu'au Japon (0,8 % en mai, comme en avril), et en Espagne (4,9 % en mai, comme en avril). Au Royaume-Uni, la hausse des prix s'est établie en mai à 2,6 %, comme en avril où sa vive progression était essentiellement imputable au relèvement de la fiscalité indirecte. Elle a diminué aux États-Unis à 2,3 % en mai, après 2,4 % en avril, ainsi qu'en Italie où elle est revenue à 3,7 % en juin, après 4,1 % en mai.

Les **taux d'intérêt** à long terme ont poursuivi leur hausse sur l'ensemble des marchés. La Banque fédérale d'Allemagne a réduit progressivement le taux de ses prises en pension jusqu'à 4,93 % le 6 juillet 1994. Cette évolution a été suivie par la Belgique et les Pays-Bas.

Aux **États-Unis**, l'activité est restée soutenue. Selon les données définitives, le PIB a progressé de 3,4 % en rythme annuel au premier trimestre 1994, après 7 % au dernier trimestre 1993. Les commandes à l'industrie se sont renforcées en mai, augmentant de 11,5 % en glissement annuel, après 9 % en avril. Les dépenses de construction se sont accrues de 0,9 % en mai, après 0,7 % en avril, soit un accroissement de 11,2 % en

glissement annuel. Grâce aux importantes créations nettes d'emplois (379 000 en mai, contre 252 000 en avril), le taux de chômage s'est stabilisé au niveau de 6 % de la population active. Le déficit commercial s'est creusé, passant de USD 9,58 milliards en mars à 12 milliards en avril.

Au **Japon**, une amorce de reprise semble se dessiner. Après avoir enregistré un recul de 0,7 % au quatrième trimestre 1993, le PIB s'est accru de 1,0 % au premier trimestre 1994, soit la plus forte hausse depuis le premier trimestre 1991. Les mises en chantier de logements ont crû de 13,5 % en glissement annuel en mai, contre 11,6 % en avril. Le recul de la production industrielle s'est atténué revenant de 2 % en glissement annuel en avril à 1,4 % fin mai. La diminution des dépenses de consommation a été moins prononcée, - 0,8 % à fin avril, contre - 4,3 % à fin mars. Le taux de chômage s'est stabilisé à 2,8 % de la population active en mai. L'excédent commercial s'est contracté, en revanche, revenant de USD 13,25 milliards en avril à 8,8 milliards en mai.

En **Allemagne occidentale**, la production industrielle s'est accrue de 1,3 % au cours du bimestre avril-mai par rapport aux deux mois précédents et de 2,2 % en glissement annuel. Elle ne retrouve pourtant ainsi que son niveau de la fin 1989, période antérieure de neuf mois à

l'unification monétaire. En outre, l'indice cvs a diminué de 0,7 % d'avril à mai, interrompant la première série de trois mois consécutifs de croissance observée depuis la fin de 1991. L'indice cvs des commandes à l'industrie a progressé de 1,1 % d'un bimestre à l'autre, enregistrant un glissement annuel de 6,5 %. Les ordres reçus de l'étranger, qui avaient constitué le moteur de la reprise depuis décembre 1993, diminuent de 0,5 % en deux mois. À l'inverse, les ventes sur le marché intérieur, en forte reprise depuis le début de 1994, augmentent de 2,2 % sur le bimestre. À l'Ouest, pour le troisième mois consécutif, le taux de chômage cvs est resté stable à 8,4 % de la population active totale. À l'Est, le taux de chômage, disponible uniquement en données brutes, diminue également de 16,3 % à 15,7 %.

Au **Royaume-Uni**, les indicateurs disponibles font apparaître une légère modération du rythme de la croissance. La production industrielle a progressé de 0,1 % en mai, soit 3,9 % en glissement annuel, après 5,8 % en avril. Les ventes au détail sont restées stables sur un mois en mai, leur glissement annuel s'établissant à 3,9 %, après 4,1 %. Le taux de chômage a continué de régresser, passant de 9,5 % de la population active en avril à 9,4 % en mai. Le déficit commercial s'est réduit à GBP 803 millions en avril, après 1 182 millions en mai et 1 238 millions en avril 1993.

En **Italie**, la production industrielle a progressé de 0,1 % au premier trimestre 1994, après trois trimestres consécutifs de baisse. Au mois de mars, les commandes à l'industrie ont augmenté de 12,7 % en glissement annuel, contre 6,4 % en février et 2,8 % en mars 1993. Malgré la création de 92 000 postes de travail entre le mois de janvier et le mois d'avril, le taux de chômage est passé de 11,3 % à 11,6 % pendant cette même période. La consommation reste hésitante. Ainsi, les ventes d'automobiles, qui constituent un bon indicateur du comportement des ménages, après avoir connu une très forte augmentation au premier trimestre (+ 23,9 %), ont baissé de 2,7 % au deuxième trimestre.

En **Espagne**, la reprise de l'activité se confirme, largement imputable à la vigueur des exportations. Les données définitives relatives au PIB font apparaître une progression de 0,4 % au premier trimestre 1994, contre 0,6 % précédemment annoncé. La production industrielle (indice brut) a progressé de 7,1 % en glissement annuel en avril, après 4,9 % en mars. Le taux de chômage a diminué à 17,4 % en mai, après 17,8 % en avril. Le déficit commercial s'est réduit à ESP 233 milliards en mai, après 273 milliards en avril.

3.2. L'évolution des principales devises

Le mois de juin a été marqué par un nouvel accès de faiblesse du dollar, qui est tombé à son plus bas niveau historique d'après guerre contre yen (JPY 97,70 pour USD 1, le précédent point le plus bas se situant à 100,40, atteint le 17 août 1993). L'accélération de la chute du dollar au cours de la seconde quinzaine de juin et notamment le franchissement du seuil des 100 yens pour 1 dollar ont déclenché des interventions concertées de soutien de la part de dix-sept banques centrales. Cette action a permis une relative stabilisation du dollar en fin de période.

Comme au cours des mois précédents, deux principaux facteurs ont continué de peser fortement sur la tenue de la **devise américaine** :

- la mauvaise orientation des marchés financiers liée aux craintes de reprise de l'inflation et aux incertitudes quant à l'évolution future des taux d'intérêts aux États-Unis et en Europe. Dans ce contexte, les publications de statistiques mettant en évidence le rythme toujours soutenu de l'activité (progression de l'indice de confiance des consommateurs de 88,9 % en mai à 92 % en juin, son plus haut niveau depuis 4 ans ; révision en hausse du taux de croissance du PIB au premier trimestre : 3,4 % au lieu de 3 %) n'ont pas bénéficié au dollar car, en ravivant les craintes inflationnistes, elles ont entraîné une baisse du marché obligataire et dans son sillage de la devise américaine ;

- l'accumulation des déficits extérieurs américains, notamment vis-à-vis du Japon, et l'absence d'avancée perceptible dans les négociations commerciales avec ce pays.

En début de mois, le dollar a d'abord enregistré un mouvement de hausse lié à une meilleure tenue passagère du marché obligataire américain : l'annonce d'un nombre limité de création d'emplois en mai — 191 000 emplois contre 267 000 le mois précédent — et d'une baisse des commandes à l'industrie en avril (– 0,1 %) ont eu un impact positif en apaisant les craintes inflationnistes. Mais, la hausse de la devise américaine s'est rapidement essoufflée (au plus haut DEM 1,6740 pour USD 1), les difficultés des négociations commerciales américano-japonaises pesant à nouveau, à partir du 8 juin, sur la parité dollar-yen, notamment à la suite de déclarations de M. Kantor indiquant que les sanctions autorisées par la loi américaine sur le commerce seraient envisagées si aucun progrès n'était observé dans ce domaine.

Rendue vulnérable par ce contexte, la devise américaine a brutalement chuté le 17 juin, à la suite de la publication d'un rapport du Conference Board, organisme patronal américain, indiquant que le dollar pourrait tomber en dessous des DEM 1,50 d'ici la fin 1995. Le recul de la devise américaine s'est ensuite accentué avec la publication d'un accroissement sensible du déficit du commerce extérieur américain en avril (de USD 6,9 milliards à 8,4 milliards). En l'absence d'intervention des banques centrales, le mouvement baissier s'est poursuivi, alimenté par le déclenchement d'ordres de limite de pertes. Le dollar a ainsi touché les JPY 99,80 et DEM 1,5880 le 24 juin, provoquant une action concertée de soutien de l'ensemble des banques centrales. Celle-ci a permis de stabiliser le dollar. Toutefois, l'annonce, le lendemain, de la démission du gouvernement japonais de M. Hata a été considérée par les opérateurs comme étant de nature à entraîner de nouveaux retards dans les négociations commerciales avec le Japon et a provoqué un nouveau recul du dollar nettement en deçà des JPY 100.

Sur l'ensemble du mois, le dollar a ainsi perdu 2,80 % vis-à-vis du deutschemark et 5,47 % vis-à-vis du yen.

Ne pâtissant nullement des incertitudes politiques internes, le **yen** s'est également nettement raffermi vis-à-vis du deutschemark, notamment en fin de période après l'annonce de la nomination de M. Murayama comme Premier ministre : les opérateurs ont en effet considéré que ce nouveau gouvernement de coalition aurait du mal à faire adopter les réformes structurelles nécessaires à l'ouverture de l'économie japonaise et que les excédents commerciaux devraient donc perdurer. En outre, l'OCDE a révisé en hausse les perspec-

tives de croissance pour les années 1994 et 1995 (PIB : + 0,75 % en 1994 puis + 2,75 % en 1995).

Parmi les autres devises flottantes, le **franc suisse** a continué de faire montre d'une grande fermeté, bénéficiant des propos de M. Lusser qui a indiqué à plusieurs reprises que la politique monétaire serait resserrée si les négociations salariales n'étaient pas satisfaisantes ou si l'introduction de la TVA (à 6,5 %) conduisait à des hausses trop importantes des prix (l'impact de cette introduction est évalué par la Banque nationale suisse à 1 point d'indice). Le taux d'inflation a été ramené à 0,5 % seulement en rythme annuel en juin.

En revanche, la **livre sterling** qui s'est d'abord repliée en liaison avec la nette défaite du Parti conservateur aux élections européennes, a ensuite été fortement affectée par la baisse du dollar. Elle a ainsi enregistré un recul sensible vis-à-vis des devises européennes, en dépit de la publication de statistiques favorables (progression de 0,7 % du PIB au cours du premier trimestre, contraction du déficit des paiements courants : 0,67 milliard au premier trimestre, contre 2,05 milliards, hausse de 1,6 % de la production industrielle en avril) et de l'amélioration des prévisions économiques pour 1994 (progression de 2,75 % du PIB, au lieu de 2,50 %). Il est vrai que ces résultats ont continué d'alimenter les craintes inflationnistes au Royaume-Uni et entraîné une évolution irrégulière du marché obligataire (les taux de rendement à 10 ans ont largement fluctué autour de 8,80 % tout au long de la période), ce qui a contribué à peser sur la tenue de la livre sterling.

La **lire italienne** s'est inscrite en fort recul, affectée par les inquiétudes provoquées par la décision de la Cour constitutionnelle ordonnant le paiement de rappels de pensions pour un montant estimé à 30 000 milliards de lires (environ 19 milliards de dollars). Cette décision est en effet intervenue alors que les incertitudes des opérateurs sur la maîtrise des déficits publics et sociaux en Italie se sont accrues, le programme

détaillé du gouvernement de M. Berlusconi n'ayant pas encore été présenté. La lire a ainsi perdu 2,6 % vis-à-vis du deutschemark, la devise allemande repassant au-dessus des ITL 990.

La **couronne suédoise** et, dans une moindre mesure, le **mark finlandais** ont également fait l'objet de dégagements importants, ces monnaies étant jugées vulnérables en raison du poids de l'endettement public et de l'issue encore incertaine des référendums sur l'adhésion à l'Union Européenne de ces pays.

Au sein du mécanisme de change européen, le deutschemark a été le principal bénéficiaire des dégagements observés à l'encontre du dollar. Les conditions monétaires de la Banque fédérale d'Allemagne se sont à nouveau nettement détendues sur la période et le processus de baisse des taux de l'argent au jour le jour en Europe s'est poursuivi. En revanche, comme au cours du mois précédent, les marchés obligataires européens sont restés médiocrement orientés, toujours principalement affectés par un phénomène de contagion en provenance des États-Unis (le notional français s'est inscrit à son plus bas niveau à 111,60 et le « Bund » allemand à 89,91 avant de se redresser en fin de période)

Après un léger repli initial lié au raffermissement du dollar en début de mois, le deutschemark s'est inscrit en hausse vis-à-vis de la plupart des devises européennes, plusieurs facteurs contribuant à ce mouvement :

- le succès du parti du Chancelier Kohl aux élections européennes ;
- la publication de statistiques confirmant la reprise de l'activité économique en Allemagne occidentale : hausse de 0,5 % du PIB au cours du premier trimestre 1994, progression de 2,5 % de la production industrielle en avril (+ 4,1 % en rythme annuel), stabilité à 8,3 % en mai en données cvs ;

– les déclarations de responsables de la Banque fédérale d'Allemagne laissant entendre que le processus de détente monétaire pourrait se ralentir : M. Tietmeyer a ainsi souligné que la structure actuelle des taux d'intérêt était satisfaisante, tandis que M. Issing a indiqué que le ralentissement de la croissance de la masse monétaire M3 n'était pas encore suffisant et que les baisses passées du taux des « repos » ne continueraient pas automatiquement dans le futur. Au cours du mois de juin, la baisse du taux des prises en pension de la Banque fédérale d'Allemagne s'est poursuivie à un rythme comparable à celui du mois de mai (– 24 points : de 5,20 % à 4,96 %, après – 27 points au cours du mois de mai), sans pour autant entamer la fermeté de la monnaie allemande. De même, l'annonce d'une progression de 13,7 % de la masse monétaire allemande en mai (contre 15,4 % précédemment) et celle d'une hausse du coût de la vie de 3 % en terme annuel en juin en Allemagne de l'Ouest (inchangé par rapport en mai) n'ont pas eu d'impact très notable, ces deux résultats étant en ligne avec les attentes du marché. Dans le sillage des baisses du taux des prises en pension allemand, la Banque nationale de Belgique a réduit à plusieurs reprises ses taux directeurs (taux central ramené de 5,25 % à 4,95 % et taux des avances plafonnées de 6,75 % à 6,45 %) et la Banque des Pays-Bas a ramené le taux de ses avances spéciales de 5,10 % à 4,90 %.

La **peseta** et l'**escudo** ont été particulièrement affectés par la fermeté du deutschemark au cours de la seconde quinzaine de juin. Néanmoins, ces devises ont enregistré en fin de période un redressement très sensible : la peseta s'est en effet raffermie après la publication d'une hausse de 0,8 % du PIB en Espagne au premier trimestre (après – 0,3 % au quatrième trimestre 1993), tandis que l'escudo bénéficiait des interventions de soutien de la Banque du Portugal.

La **drachme** a continué de subir des pressions déclenchées mi-mai avec la levée de toute restriction sur les mouvements de capitaux et alimentées par des rumeurs de dévaluation. Les taux d'intérêt au jour le jour, qui avaient grimpé jusqu'à 500 % fin mai, se sont depuis détendus fortement (autour de 27 %).

Subissant le contrecoup de la chute du dollar, le **franc français** a dans l'ensemble du mois modérément reculé vis-à-vis du deutschemark. Soutenu en début de période par la publication de résultats économiques satisfaisants (hausse de 0,5 % du PIB au premier trimestre 1994 et excédent commercial de 7,61 milliards de francs cvs en avril), le franc français s'est apprécié régulièrement jusqu'à atteindre au plus haut 3,4010 pour 1 deutschemark. Il s'est ensuite légèrement ressenti de la fermeté du deutschemark au lendemain des élections européennes.

La Banque de France a par ailleurs réduit à trois reprises le taux des appels d'offres qui est revenu de 5,40 % à 5,10 %.

COURS DE CHANGE À PARIS*(en francs)*

Principales monnaies étrangères à Paris		30 mai 1994	30 juin 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,611	5,4715	- 2,49
Écu privé	1 XEU	6,58	6,5605	- 0,30
Allemagne	100 DEM	342,03	342,94	0,27
Belgique	100 BEF	16,6105	16,647	0,22
Pays-Bas	100 NLG	305,00	305,76	0,25
Italie	1000 ITL	3,5295	3,45	- 2,25
Danemark	100 DKK	87,20	87,34	0,16
Irlande	1 IEP	8,32	8,303	- 0,20
Grande-Bretagne	1 GBP	8,4755	8,429	- 0,55
Grèce	100 GRD	2,311	2,273	- 1,64
Suisse	100 CHF	401,51	406,96	1,36
Suède	100 SEK	72,08	71,03	- 1,46
Norvège	100 NOK	78,85	78,64	- 0,27
Japon	100 JPY	5,3684	5,5268	2,95
Espagne	100 ESP	4,1455	4,1535	0,19
Portugal	100 PTE	3,29	3,33	1,22

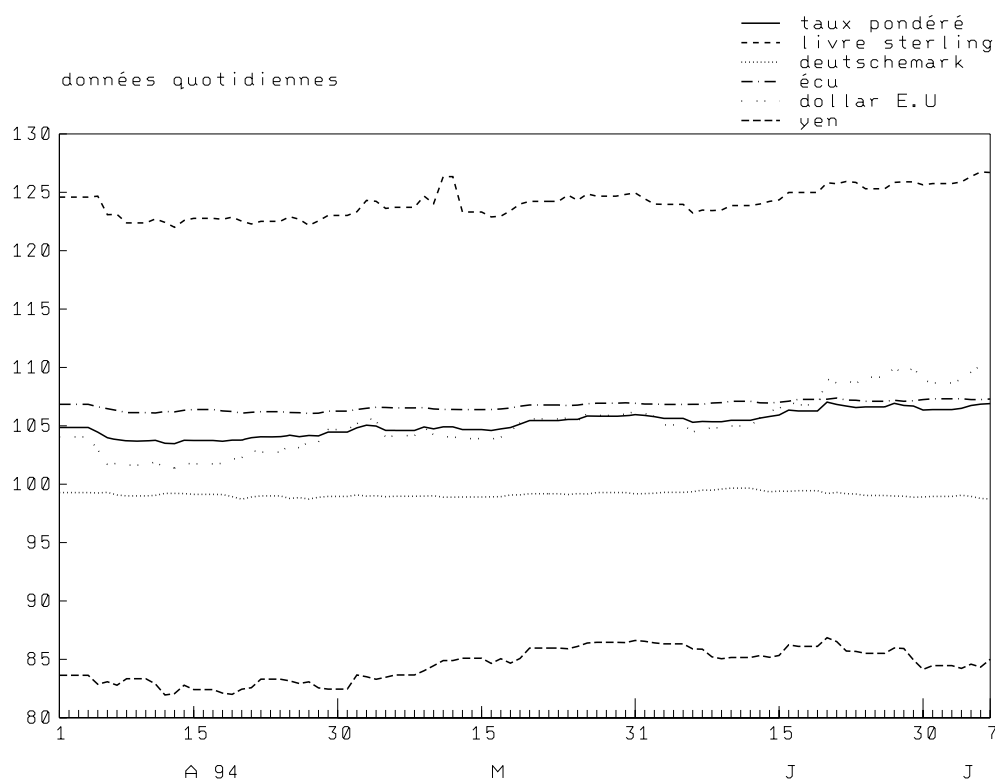
TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES*(en pourcentage)*

	1 mois		3 mois	
	30 mai 1994	30 juin 1994	30 mai 1994	30 juin 1994
Dollar	4,3125	4,50	4,5625	4,8125
Livre sterling	5,00	5,0625	5,125	5,125
Deutschemark	5,125	4,938	5,0625	4,938
Franc suisse	4,25	4,1875	4,125	4,25
Franc français	5,50	5,50	5,50	5,563

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

Mise à jour le 30 juin 1994

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS Base 100 en 1988



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

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

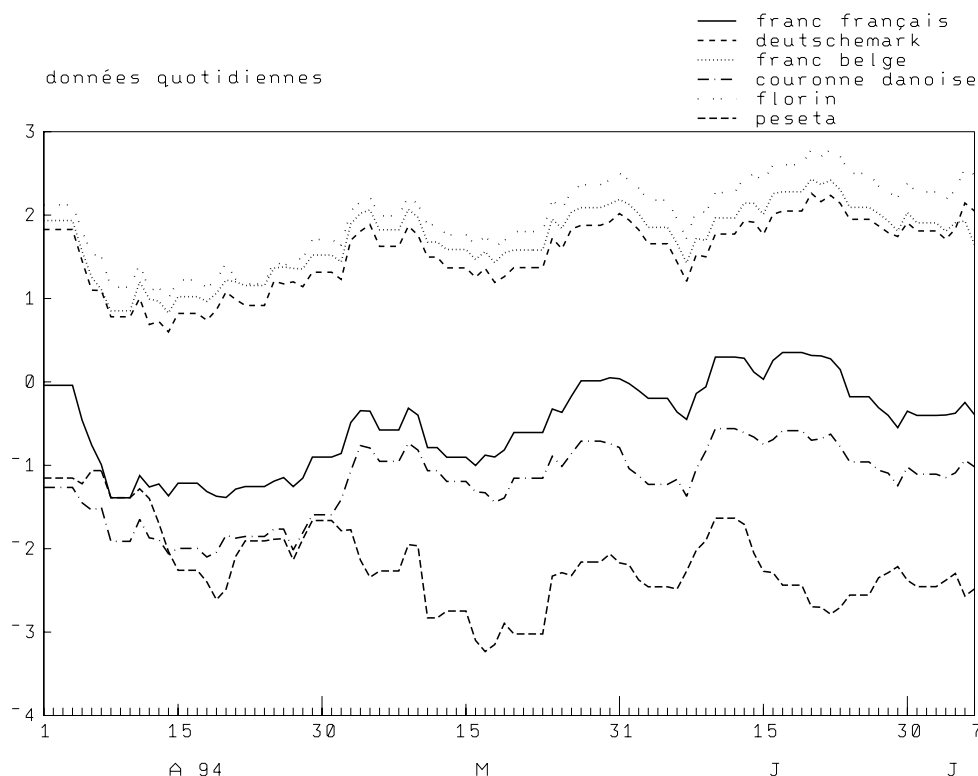
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 juillet 1994

Depuis la fin du mois de mai, l'évolution du franc français ne fait pas apparaître de sensible mouvement vis-à-vis du deutschemark et de l'écu, comme les mois précédents. En revanche, après s'être raffermi dans les premiers jours de juin, le dollar a enregistré une notable dépréciation par rapport au franc. L'évolution du cours du franc contre livre sterling est restée assez proche de celle enregistrée à l'égard du dollar. Enfin, le yen a connu par rapport au franc des mouvements irréguliers d'un jour à l'autre ; sur l'ensemble de la période, il s'est légèrement apprécié.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

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

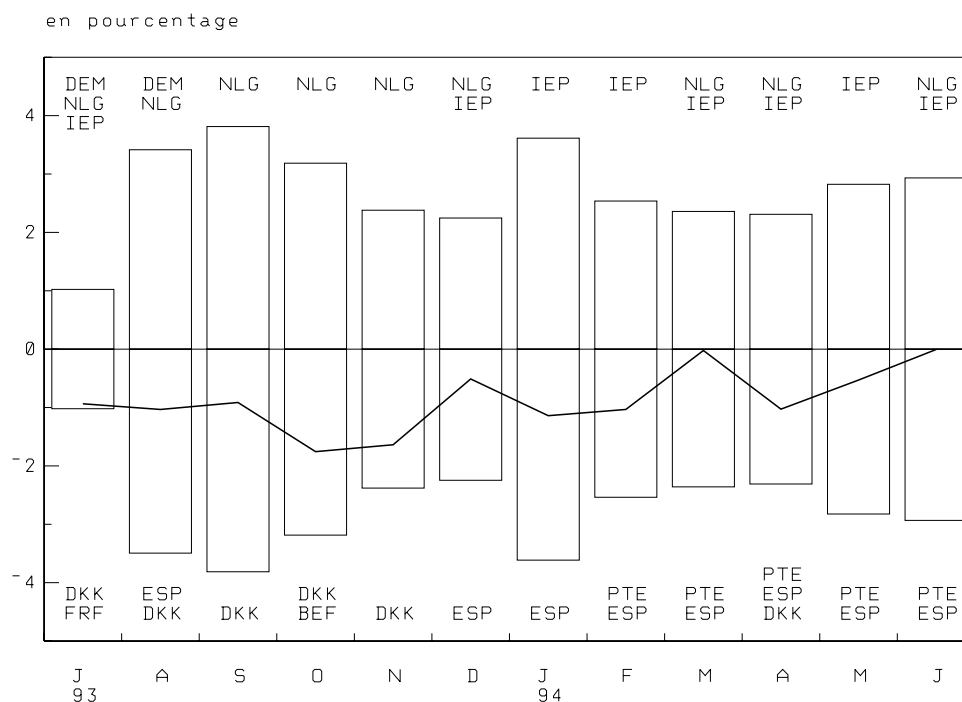
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 juillet 1994

Durant la période sous revue, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a suivi celles des principales autres devises appartenant au mécanisme de change. L'orientation de la peseta est demeurée plus défavorable.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE



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

La peseta et l'escudo n'entrent dans le calcul des valeurs extrêmes qu'à partir d'août 1993.

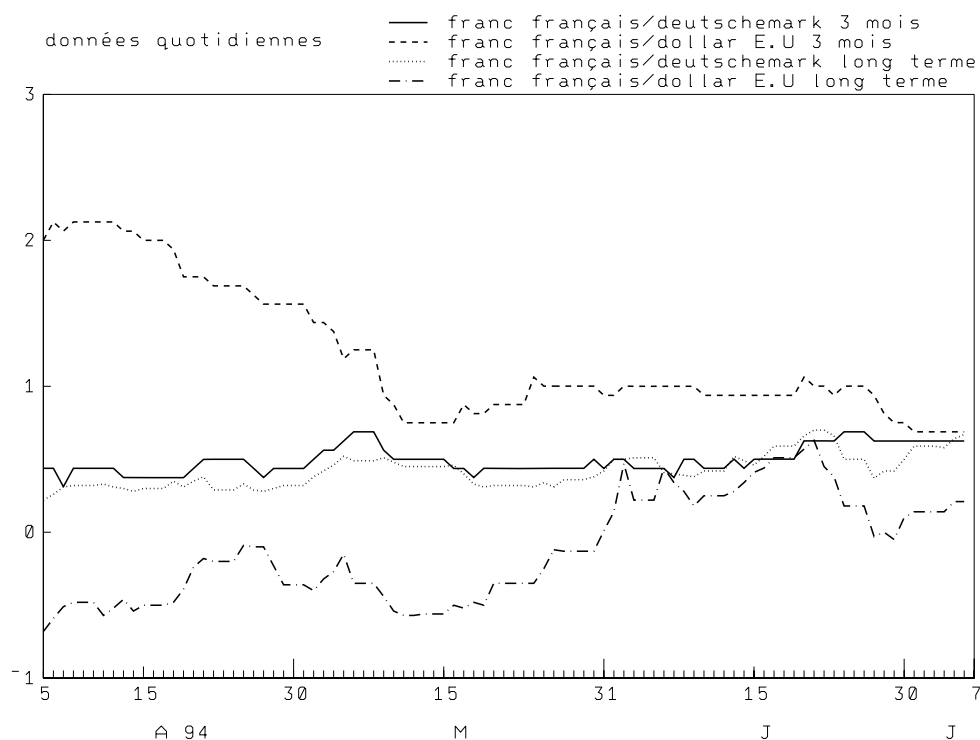
La courbe en gras retrace l'évolution du franc français au cours de la période considérée.

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

Mise à jour le 7 juillet 1994

En juin, la livre irlandaise et le florin ont enregistré les écarts positifs moyens les plus importants à l'intérieur de la bande communautaire. Ces monnaies ont été en opposition avec la peseta et avec l'escudo, qui 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.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



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

Mise à jour le 7 juillet 1994

Depuis fin mai, l'écart entre les taux à court terme français et allemands s'est légèrement accru, essentiellement sous l'effet de la baisse des taux en Allemagne ; de leur côté, les taux longs ont enregistré dans les deux pays des évolutions assez irrégulières et le différentiel de rémunération a continué d'osciller aux alentours de celui du court terme. S'agissant des taux français et américains, l'écart de rémunération à court terme est resté stable jusqu'à la dernière semaine de juin, puis il s'est réduit, du fait du relèvement des taux aux États-Unis ; les taux longs ont, quant à eux, connu des mouvements contrastés, et l'écart de rémunération, qui avait tendance à se rapprocher du différentiel France-Allemagne, s'en éloigne de nouveau depuis la seconde quinzaine de juin.

3.3. Le marché de l'or

Au début du mois de juin, les cours de l'or se sont repliés jusqu'à USD 380,25 sous l'influence de la baisse de l'indice du CRB (Commodity Research Bureau). En revanche, pendant la seconde quinzaine du mois, le prix de l'or s'est nettement tendu jusqu'à atteindre USD 393,1 le 22 juin. La faiblesse du dollar est le facteur prédominant de l'appréciation de l'once d'or. La progression de l'indice du CRB et les réticences de

la Corée du Nord en ce qui concerne l'inspection de ses sites nucléaires ont aussi favorisé le courant acheteur. En fin de mois, les cours de l'or sont revenus à USD 388,25, cours assez voisin de celui de début de mois (USD 387,60). En effet, les anticipations de hausse des taux d'intérêt américains ont incité les fonds d'investissement à liquider leurs positions sur le métal précieux.

COURS DE L'OR			
	31 mai 1994	30 juin 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français)			
<i>Or fin</i>			
Barre (le kg).....	69 700	67 600	- 3,01
Lingot (le kg).....	69 960	68 050	- 2,73
<i>Pièces</i>			
Napoléon	404,00	390,00	- 3,47
Vreneli	402,00	389,00	- 3,23
Union latine	402,00	392,00	- 2,49
Souverain.....	509,00	498,00	- 2,16
20 dollars	125,25	126,00	0,60
Peso mexicain.....	2 610,00	2 530,00	- 3,07
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	387,60	388,25	0,17
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31 Mise à jour le 30 juin 1994			

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique

Les indicateurs

À l'instar des observations tirées de l'*enquête mensuelle de conjoncture de la Banque* qui souligne la progression de l'activité dans l'industrie depuis novembre, les indicateurs économiques confirment la poursuite du redressement et la modération des prix.

La hausse des prix de détail reste en deçà de 2 % sur un an. D'après l'indice provisoire de l'Insee, les prix de détail ont été stables en juin (après une hausse de 0,2 % en mai et de 0,3 % en avril), traduisant une progression sur douze mois de 1,8 % (contre 1,7 % en mai).

L'activité, de son côté, marque une orientation toujours favorable.

En avril, l'indice de la production industrielle (hors bâtiment) a augmenté de 2,1 %, traduisant une hausse de 3,3 % sur un an.

Dans le bâtiment, le redressement amorcé au quatrième trimestre 1993 s'est affirmé au cours des cinq premiers mois de 1994, période durant laquelle le nombre de logements commencés s'inscrit en hausse de 22,1 % sur un an.

En revanche, la consommation des ménages en produits manufacturés, qui avait augmenté de 1,8 % en avril (chiffre révisé à la hausse), a enregistré une baisse de 0,9 % en mai ; sur un an, sa progression s'établit à 4,2 %.

L'enquête mensuelle de l'Insee publiée fin juin a fait ressortir la poursuite du redressement de l'activité et de l'amélioration des perspectives générales de production des chefs d'entreprise.

Si le taux de chômage, au sens du BIT, s'est élevé à 12,7 % en mai, contre 12,6 % en avril (chiffre révisé avec la prise en compte de l'enquête emploi de l'Insee), l'accroissement du nombre de demandeurs d'emploi s'est stabilisé depuis deux mois à 6,9 % (contre 10,5 % fin décembre).

Les prévisions retenues dans la note de conjoncture de l'Insee confirment pour 1994 la reprise annoncée lors du « point de conjoncture » de mai : après avoir reculé de 1 % en 1993, le PIB total augmenterait de 2 % en 1994. Expliquée principalement par l'arrêt du déstockage en début d'année, l'activité serait soutenue ensuite par la reprise des exportations, de l'investissement et, dans une moindre mesure, de la consommation des ménages. Le taux de chômage se stabiliserait à 12,7 % d'ici à la fin de l'année.

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 18 juillet 1994

En juin, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque, la production industrielle a poursuivi sa progression. L'activité s'est renforcée dans tous les secteurs, à l'exception de celui de l'automobile où, après trois mois de croissance soutenue, elle s'est stabilisée, en raison de l'atténuation progressive de l'effet des mesures de soutien. L'amélioration du taux d'utilisation des capacités de production, régulière depuis un semestre, s'est confirmée.

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 18 juillet 1994

La *demande globale* s'est encore raffermie, essentiellement grâce aux développements des ordres en provenance de l'étranger, notamment dans le secteur des biens intermédiaires et, dans une moindre mesure, dans les biens d'équipement professionnels et les biens de consommation. Les débouchés continuent de s'élargir en Asie du Sud-Est et aux États-Unis, en dépit de la baisse de la devise américaine. Des progrès très nets sont signalés en Allemagne. Sur le marché intérieur, la reconstitution des stocks paraît, actuellement, le principal facteur de soutien de la demande.

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 18 juillet 1994

Les ordres sont toujours assortis de délais d'exécution brefs. Toutefois, les *carnets de commandes* continuent de s'améliorer pour se rapprocher d'un niveau jugé normal ; ils sont en progression sensible dans les biens intermédiaires. Les *stocks* sont considérés comme globalement bien adaptés au besoin du marché. Ils apparaissent cependant insuffisants dans les biens intermédiaires et dans l'automobile.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 18 juillet 1994

Les *prix des produits finis* sont, en moyenne, stables. L'intensité de la concurrence ne permet toujours pas de répercuter la hausse persistante du coût des matières premières, phénomène qui pèse sur les marges. En outre, l'effet sur les ventes des rabais octroyés précédemment dans l'automobile tend à disparaître. Toutefois, des relèvements ont été observés dans les biens intermédiaires, essentiellement dans la sidérurgie, les métaux non ferreux, la chimie minérale et organique, et le papier-carton.

Les chefs d'entreprise interrogés estiment qu'*au cours des prochains mois l'activité devrait continuer de progresser dans tous les secteurs*, à l'exception de l'automobile où des reculs sont attendus.

Si les comportements en matière d'*investissements* traduisent encore un certain attentisme de la part des responsables d'entreprises, certaines inflexions sont observables : des investissements de capacité sont désormais signalés et des projets plus nombreux sont envisagés pour le second semestre, notamment dans les secteurs où les équipements actuels sont de plus en plus sollicités et les capacités utilisées proches de leur maximum.

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 18 juillet 1994

La bonne orientation de l'*activité commerciale* en juin n'a pas entièrement effacé la mauvaise performance de mai. Les résultats du bimestre s'inscrivent donc en retrait par rapport à mars-avril ; ils dépassent légèrement leur niveau de l'année précédente.

Dans l'ensemble du *commerce de gros* ¹, le courant d'affaires affiche une hausse modérée tant à un an d'intervalle que par rapport au trimestre précédent. Des carnets correctement garnis laissent présager une nouvelle progression des transactions globales au cours du prochain trimestre.

Dans le *BTP*, l'activité s'est redressée au cours du deuxième trimestre sous l'influence, en grande partie, des travaux de construction et d'entretien du logement.

Les *effectifs* ont légèrement reculé dans le commerce et dans l'industrie, à l'exception des industries agro-alimentaires où ils se sont stabilisés. Ils n'ont pas varié dans le bâtiment et les services marchands. Les entreprises tendent à développer la flexibilité de l'emploi afin de satisfaire au mieux les besoins de la clientèle ; elle font, ainsi, fréquemment appel aux modulations d'horaires, aux heures supplémentaires et réduisent le chômage partiel. Des recrutements, en nombre croissant, d'intérimaires ou de personnels sous contrat à durée déterminée sont, en outre, enregistrés. Ces nouvelles embauches pourraient être consolidées si l'activité se maintenait au niveau actuel.

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

4.2. La balance des paiements en avril 1994 ¹

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
<i>(en données brutes – en millions de francs)</i>								
	Année 1993 (a)	Décembre 1993 (a)	Janvier 1994 (b)	Février 1994 (b)	Mars 1994 (b)	Avril 1994 (b)	4 mois de 1993 (a)	4 mois de 1994 (b)
<i>Transactions courantes.....</i>	59 466	16 143	12 477	-10 263	8 038	1 775	-2 511	12 027
<i>Transferts en capital.....</i>	-569	-168	14	-10	-30	-4	-35	-30
<i>Capitaux à long terme.....</i>	-19 362	-15 663	-36 907	-41 409	-30 508	-29 652	38 968	-138 476
<i>Mouvements de capitaux à court terme du secteur privé non bancaire.....</i>	199 844	53 248	-23 173	19 919	-2 585	10 506	66 708	4 667
<i>Ajustement.....</i>	14 979	22 160	-28 435	14 427	-3 139	20 265	15 293	3 118
<i>Mouvements de capitaux à court terme des secteurs bancaire et officiel.....</i>	-254 358	-75 720	76 024	17 336	28 224	-2 890	-118 423	118 694
– Secteur bancaire	-282 159	-82 380	117 571	21 632	51 567	592	-13 160	191 362
– Secteur officiel	27 801	6 660	-41 547	-4 296	-23 343	-3 482	-105 263	-72 668
(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 7 juillet 1994								

4.2.1. Les principales évolutions du commerce extérieur

Évolution globale (en données douanières FAB-FAB)

En dépit d'une légère contraction des échanges plus marquée en exportations (– 2 %) qu'en importations (– 0,8 %), l'excédent commercial en avril se maintient à un niveau élevé : + 7,6 milliards de francs *en données corrigées des variations saisonnières (cvs)*, contre + 8,9 milliards au mois de mars. Le taux de couverture des importations par les exportations revient de 109,4 à 108,1. Pour les quatre premiers mois de l'année, l'excédent s'élève à 23,6 milliards de francs, contre 20,9 milliards pour la même période de 1993.

Les *données brutes*, au contraire des données cvs, sont plus favorables qu'en mars (+ 10,4 milliards de francs, au lieu de + 9,7 milliards). La reprise des exportations et des importations se confirme : croissance de l'ordre de 5 % pour les quatre premiers mois de 1994 par rapport à la période correspondante de 1993 (4 % pour les trois premiers mois). L'excédent cumulé depuis janvier atteint 25,2 milliards de francs, contre 22,6 milliards de francs en 1993.

Évolution par produits (en données CAF-FAB cvs)

La chute des exportations de produits agro-alimentaires (– 13,7 %) entraîne un très net repli de l'excédent de ce poste par rapport au mois précédent. La facture énergétique, pour sa part, s'alourdit quelque peu. En revanche, l'excédent industriel continue de se renforcer.

– L'excédent des échanges *agro-alimentaires* se replie en avril à un niveau exceptionnellement bas. Le solde de + 2,8 milliards de francs (contre + 4,7 milliards précédemment) est le plus faible enregistré depuis fin 1988. Ce résultat provient d'une baisse conjuguée des exportations de produits bruts, conformément à

¹ Cf. tableaux détaillés dans la partie « statistiques »

une tendance qui se dessine nettement depuis plusieurs mois, et des exportations de produits de l'industrie agro-alimentaire.

– Le déficit énergétique se creuse légèrement, de 0,7 milliard de francs (– 5,1 milliards de francs contre – 4,4 milliards) en partie sous l'effet d'un accroissement, en volume et en valeur, des importations du pétrole brut.

– L'excédent *industriel* se renforce dans un contexte de faible variation des échanges (diminution de 1,8 % des importations, exportations stables), passant de 4,2 milliards de francs à 5,6 milliards. Cette amélioration concerne tant l'*industrie civile* (+ 4,5 milliards de francs, au lieu de + 3,6 milliards), et notamment les biens d'équipement professionnels, que les échanges de *matériel militaire* (+ 1,0 milliard de francs, au lieu de + 0,6 milliard).

La progression des exportations de *biens d'équipement professionnels* apparaît assez soutenue (4,6 %) et se conjugue à un fléchissement des importations de 2,4 % ; l'excédent enregistre ainsi une des améliorations les plus sensibles parmi les produits industriels (de + 2,1 milliards de francs à + 3,9 milliards d'un mois à l'autre). On signalera que les ventes d'Airbus, pour un même nombre d'appareils tous types confondus, progressent de 3,2 milliards de francs à 4,4 milliards.

Le solde des échanges de *biens intermédiaires* fait apparaître un déficit (– 0,4 milliard de francs) du même ordre que celui de mars (– 0,1 milliard).

Le repli des échanges de biens destinés aux ménages est assez prononcé, mais davantage dans le secteur *électroménager et électronique grand public* (environ – 8 % par rapport au mois de mars) que dans celui des *biens de consommation*. Les déficits correspondants varient faiblement. S'agissant de l'*équipement automobile*, le courant d'importations se maintient après une très vive progression en mars liée aux mesures de relance gouvernementales. Les exportations, en revanche, se contractent fortement (de près de 9 %), ramenant l'excédent de 0,8 milliard de francs à 0,1 milliard.

Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs)

La contraction de l'excédent d'un mois à l'autre s'explique principalement par l'évolution des échanges avec les pays de l'Union européenne et les zones hors OCDE. Seules les transactions avec les pays de l'OCDE non membres de l'Union européenne sont à l'origine d'une amélioration.

– Le repli de l'excédent en avril par rapport à mars avec les pays de l'*Union européenne* (+ 2,0 milliards de francs, au lieu de + 3,5 milliards) résulte dans les grandes lignes d'une diminution plus importante des exportations (– 3,5 %) que des importations (– 1,2 %). Les échanges avec l'*Allemagne* suivent cependant une évolution inverse, le solde approchant l'équilibre, après un déficit de 0,5 milliard de francs le mois précédent. Par ailleurs, la chute des exportations est très vive avec le *Royaume-Uni*, l'*UEBL* et les *Pays-Bas* (de l'ordre de 8 % à 10 %), entraînant une dégradation du solde de près de 2 milliards de francs avec l'ensemble de ces trois pays. Sur les quatre premiers mois de l'année, et par rapport aux mêmes mois de l'année précédente, le solde vis-à-vis de l'Union européenne se contracte quelque peu (+ 8,3 milliards de francs, au lieu de + 9,2 milliards) en dépit de meilleurs résultats envers le Royaume-Uni (+ 9,2 milliards de francs, au lieu de + 5,1 milliards). On notera, en particulier, l'accentuation du déficit avec l'*Allemagne* (2,5 milliards de francs, contre 1,0 milliard), ainsi qu'à l'égard de l'*Italie* et de l'*Espagne*.

– Le déficit envers les pays de l'*OCDE hors Union européenne* retrouve le niveau de février (2,0 milliards de francs, au lieu de 3,0 milliards en mars). Les soldes avec les principaux pays de cette zone ont peu varié. Sur les quatre premiers mois de l'année, la tendance est à l'amélioration par rapport aux mêmes mois de 1993, le déficit atteignant 11,3 milliards de francs, au lieu de 12,7 milliards.

– *Hors OCDE* (+ 2,1 milliards de francs, au lieu de + 3,4 milliards), les résultats sont très contrastés. Une évolution diamétralement opposée des flux avec les *pays d'Asie en développement rapide* (+ 13 % en exportations et – 13 % en importations) conduit à un retournement du solde à l'égard de cette zone, un excédent de 0,6 milliard de francs faisant suite à un déficit de 0,9 milliard. En revanche, le solde se dégrade avec l'*Afrique* (+ 1,2 milliard de francs, contre + 2,3 milliards), ainsi qu'avec les *pays de l'Est et le «*

reste du monde ». En résultats cumulés depuis le début de l'année, la variation la plus forte concerne le Moyen-Orient, avec lequel un excédent de 2,6 milliards de francs est obtenu, contre un léger déficit pour la même période de 1993 (– 0,6 milliard de francs).

4.2.2. Les transactions courantes

Le solde des transactions courantes, en données brutes, se contracte sensiblement d'un mois sur l'autre, revenant de + 8,0 milliards de francs à + 1,8 milliard, exclusivement sous l'effet d'un alourdissement du déficit des *revenus de facteurs* et des *transferts unilatéraux*. Sur l'ensemble des quatre premiers mois, le solde des transactions courantes s'améliore considérablement (+ 12,0 milliards de francs, au lieu de – 2,5 milliards au cours de la période correspondante de 1993), en raison principalement de recettes exceptionnelles perçues en janvier au titre des transferts unilatéraux du secteur officiel.

En données corrigées des variations saisonnières (cvs), la contraction en avril de l'excédent des transactions courantes est de moindre ampleur (+ 0,5 milliard de francs, au lieu de + 3,3 milliards en mars) ; l'excédent des *services* progresse, tandis que le déficit des *revenus de facteurs* s'accroît moins qu'en données brutes.

Les exportations et importations en balance des paiements ¹

D'un mois sur l'autre, l'excédent des exportations sur les importations est quasi stable en données brutes (+ 6,8 milliards de francs, après + 6,9 milliards), mais subit une contraction en données cvs (+ 2,8 milliards de francs, au lieu de + 4,5 milliards).

Sur quatre mois, au contraire, l'excédent se renforce nettement par rapport à la même période de 1993 : + 13,9 milliards de francs au lieu de + 7,1 milliards en données brutes et + 9,7 milliards de francs, au lieu de + 3,3 milliards en données cvs.

Le négoce international (en données brutes)

Le solde de la ligne négoce international ne varie pratiquement pas en avril (+ 1,1 milliard de francs, après + 1,0 milliard en mars). Sur quatre mois, l'excédent enregistre un tassement par rapport à la même période de 1993, du fait d'un repli des flux plus marqué en recettes qu'en dépenses. Cette évolution, due notamment au négoce de produits pétroliers, est concentrée sur un petit nombre d'opérateurs.

Les services (en données cvs)

D'un mois sur l'autre, l'excédent des services passe de 5,5 milliards de francs à 6,7 milliards. Le solde de la *coopération technique* s'inverse (+ 1,1 milliard de francs, au lieu de – 0,1 milliard) sous l'influence d'une baisse des dépenses, principalement dans le secteur aéronautique et spatial. Le solde des *services de gestion* (essentiellement des subventions d'exploitation entre sociétés affiliées) passe de + 0,4 milliard de francs à + 0,7 milliard. En revanche, l'excédent des *voyages* se contracte (+ 4,1 milliards de francs, au lieu de + 5,8 milliards), sous l'effet d'un recul de 17 % des recettes.

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

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

(en données brutes – en millions de francs)

	Mars 1994 (b)	Avril 1994 (b)	4 mois de 1993 (a)	4 mois de 1994 (b)
TRANSACTIONS COURANTES	8 038	1 775	-2 511	12 027
<i>Marchandises</i>	7 882	7 913	11 385	17 117
– Exportations et importations.....	6 915	6 807	7 120	13 881
– Négoce international.....	967	1 106	4 265	3 236
<i>Services</i>	5 828	5 842	13 552	16 127
– Transports	-147	-325	-2 568	-1 081
– Services techniques	1 292	1 925	8 411	5 650
– Voyages	5 198	4 428	14 118	15 206
– Autres services	-515	-186	-6 409	-3 648
<i>Revenus de facteurs</i>	-7 854	-11 428	-25 850	-31 695
<i>Autres biens et services</i>	2 200	2 600	9 851	9 700
<i>Transferts unilatéraux</i>	-18	-3 152	-11 449	778
– dont transferts du secteur officiel	-49	-3 073	-10 870	1 168
TRANSFERTS EN CAPITAL	-30	-4	-35	-30

(en données cvs – en millions de francs)

	Mars 1994 (b)	Avril 1994 (b)	4 mois de 1993 (a)	4 mois de 1994 (b)
TRANSACTIONS COURANTES	3 347	482	1 010	15 664
<i>Exportations et importations</i>	4 498	2 783	3 346	9 731
<i>Services</i>	5 490	6 710	18 370	20 826
– Transports	-59	-199	-1 961	-452
– Voyages	5 784	4 075	17 939	19 306
<i>Revenus de facteurs</i>	-11 536	-12 832	-30 739	-37 101
<i>Autres biens et services</i>	1 993	2 501	9 730	9 632

(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 7 juillet 1994

Graphiques non disponibles

Sur quatre mois, l'excédent des services se renforce (+ 20,8 milliards de francs, au lieu de + 18,4 milliards). Les soldes des lignes *transports autres* et *assurances* se retournent (respectivement + 1,4 milliard de francs, au lieu de l'équilibre et + 0,7 milliard de francs, au lieu de - 0,4 milliard). L'excédent des *voyages* s'accroît (+ 19,3 milliards de francs, au lieu de + 17,9 milliards), grâce à une progression de 7,6 % des recettes. En revanche, l'excédent de la *coopération technique* subit une contraction (+ 1,4 milliard de francs, au lieu de + 3,5 milliards) imputable à une baisse de 18 % des recettes, dans le secteur aéronautique et spatial, mais aussi dans celui du raffinage de pétrole.

Les revenus de facteurs (en données cvs)

Le déficit des revenus de facteurs s'alourdit d'un mois à l'autre (- 12,8 milliards de francs, contre - 11,5 milliards). Le solde des *brevets et redevances* se retourne (- 0,6 milliard de francs, au lieu de + 0,3 milliard) sous l'effet d'une diminution des recettes en matière d'échanges de savoir-faire et d'une augmentation des dépenses au titre des licences et droits d'auteurs. Le déficit des *revenus du capital* s'accroît très légèrement d'un mois à l'autre (- 12,3 milliards de francs, au lieu de - 12,0 milliards). Sur quatre mois, il se creuse fortement (- 34,0 milliards de francs, au lieu de - 27,7 milliards). La charge de la dette obligataire des résidents est à l'origine de ce mouvement, tant pour le secteur officiel que pour le secteur bancaire. Le solde des intérêts réglés au titre du coupon couru non échu lors des négociations d'obligations et de valeurs similaires sur le marché secondaire exerce un effet négatif pour un montant de 6,3 milliards de francs, traduisant principalement des cessions nettes d'OAT par les non-résidents. Il exerçait au contraire un impact positif de 3,8 milliards de francs au cours des quatre premiers mois de 1993.

Les autres biens et services

Le solde de ce poste, qui résulte du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des règlements correspondants, atteint + 2,6 milliards de francs en avril, après + 2,2 milliards le mois précédent.

Les transferts unilatéraux

Équilibrés en mars, les transferts unilatéraux sont déficitaires de 3,2 milliards de francs en avril, reflétant l'évolution des *transferts du secteur officiel* en l'absence de versement en mars de la contribution communautaire au titre de la TVA. Sur quatre mois, les transferts unilatéraux font apparaître un excédent de 0,8 milliard de francs, au lieu d'un déficit de 11,4 milliards au cours de la période correspondante de 1993. Il convient ici de rappeler qu'au mois de janvier les mécanismes de garantie du Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA) ont joué favorablement à hauteur de 21,6 milliards de francs. Ces recettes correspondaient 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, qui correspondent principalement à des abandons de créances, n'ont porté que sur des montants négligeables au cours des quatre premiers mois de l'année.

4.2.4. Les mouvements de capitaux

Au cours du mois d'avril 1994, le solde négatif des mouvements de capitaux s'est fortement accru pour atteindre 22,0 milliards de francs, au lieu de 4,9 milliards de francs en mars. Cette dégradation résulte de la contraction sensible du solde excédentaire des mouvements de capitaux à court terme (7,6 milliards de

francs, après 25,6 milliards) tandis que le solde déficitaire des capitaux à long terme s'est très légèrement réduit (– 29,7 milliards de francs, au lieu de – 30,5 milliards).

Les capitaux à long terme

Pour le cinquième mois consécutif, les mouvements de capitaux à long terme se sont soldés par des sorties nettes à hauteur de 29,7 milliards de francs, en léger retrait par rapport à celles enregistrées en mars (– 30,5 milliards de francs).

– Les opérations de *prêts à long terme* ont donné lieu à des entrées de 13,4 milliards de francs, après des sorties de 1,7 milliard le mois précédent. Ce retournement du solde est essentiellement imputable aux opérations en devises du secteur bancaire : remboursements nets de prêts à l'étranger (13,8 milliards de francs) liés notamment à la restructuration de la dette du Brésil (7,5 milliards de francs) et mises en place nettes de prêts de l'étranger (2,8 milliards de francs).

– Les mouvements de sorties sur les *investissements de portefeuille* se sont poursuivis (– 43,2 milliards de francs, après – 26 milliards) et ont même dépassé en volume ceux enregistrés en janvier (– 41,1 milliards) et en février (– 41,4 milliards). Les non-résidents ont continué à se dégager des titres français (– 32,6 milliards de francs, après – 29,9 milliards). Acheteurs nets d'actions (1,9 milliard de francs), ils ont été vendeurs nets d'OAT (– 8,1 milliards), d'obligations internationales (– 10,2 milliards) et de BTAN (– 15,1 milliards). Par contre, les opérations des résidents sur titres étrangers se sont soldées par des sorties à hauteur de 7,7 milliards de francs après les cessions enregistrées en mars (2,8 milliards).

– Le solde des *investissements directs* s'est à nouveau retourné d'un mois à l'autre (0,4 milliard de francs, contre – 4,0 milliards) pour retrouver ainsi un niveau identique à celui de février. Les investissements français à l'étranger ont sensiblement diminué pour s'établir à 1,5 milliard de francs, au lieu de 7,4 milliards en mars. Dans le même temps, les investissements étrangers en France sont revenus à un niveau voisin (1,9 milliard de francs) de celui des mois de janvier et février.

Les capitaux à court terme

Les entrées au titre des mouvements de capitaux à court terme se sont fortement réduites d'un mois à l'autre (7,6 milliards de francs, au lieu de 25,6 milliards).

– Cette évolution résulte essentiellement de la contraction substantielle des entrées enregistrées par le *secteur bancaire* (0,6 milliard de francs, après 51,6 milliards). Ce mouvement est imputable, d'une part, à la réduction du solde excédentaire des opérations en francs des non-résidents (57,8 milliards de francs, au lieu de 73,1 milliards) et d'autre part, à la dégradation du solde des opérations en devises des résidents (– 23,4 milliards de francs, contre 7,0 milliards) en liaison, notamment, avec le retournement du solde des opérations de change à terme (– 18,5 milliards de francs, contre 14,7 milliards).

– En revanche, les opérations du *secteur privé non bancaire* ont engendré des entrées de 10,5 milliards de francs, après des sorties de 2,6 milliards de francs en mars.

– Les avoirs nets du *secteur officiel* ont progressé de 3,5 milliards de francs, au lieu de 23,3 milliards au cours du mois précédent.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de juin, le redressement de la courbe des taux s'est poursuivi et la hausse des rendements, précédemment observée sur les échéances à partir de un an, s'est propagée jusqu'aux durées à partir de trois mois.

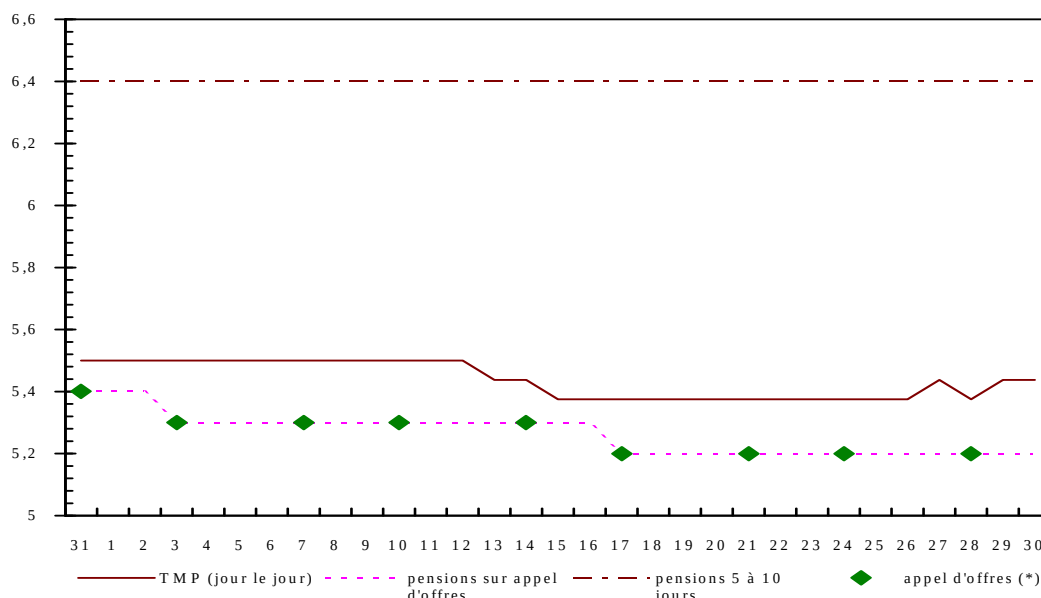
La Banque de France a continué de détendre graduellement ses taux d'intervention en liaison avec ses principaux partenaires européens, en réduisant à trois reprises de 0,10 point le taux des appels d'offres (ramené ainsi de 5,40 % à 5,10 %).

Les taux à partir de trois mois ont enregistré une hausse croissante suivant les échéances, sous l'effet d'une certaine inflexion des anticipations du marché concernant l'évolution ultérieure des taux courts en Europe, dans le contexte d'une confirmation de la reprise de la croissance.

De son côté, le marché obligataire a continué de faire preuve d'une grande volatilité. En dépit de reprises temporaires, le mouvement de dégradation s'est poursuivi à l'instar de ce qui était observé sur la plupart des autres marchés européens. Au total, l'indice des emprunts du gisement enregistre une nouvelle progression de l'ordre d'un quart de point.

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

**TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE
du 31 mai 1994 au 30 juin 1994**



(*) Jour de règlement de l'opération

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 juillet 1994

Le mouvement de repli du loyer de l'argent au jour le jour s'est poursuivi un peu à un rythme plus lent qu'au mois de mai. Il est ainsi revenu de 5 1/2 % à 5 3/8 % au terme de deux baisses intervenues les 13 et 15 juin. Il s'est toutefois tendu très légèrement d'1/16 de point en fin de mois en liaison avec l'arrêté semestriel. Le taux moyen mensuel s'est établi à 5,44 %, contre 5,75 % le mois précédent.

Dans un contexte de détente des taux à très court terme de ses partenaires européens, la Banque de France a abaissé le taux des pensions sur appel d'offres de 0,10 point le 3 juin, le 17 juin et le 30 juin, le ramenant ainsi de 5,40 % à 5,10 %, tandis que la Banque fédérale d'Allemagne a, dans le même temps, réduit continûment le taux de ses prises en pension qui est revenu de 5,15 % le 1^{er} juin à 4,96 % le 29 juin et que des mesures similaires étaient prises en Autriche, en Belgique et aux Pays-Bas.

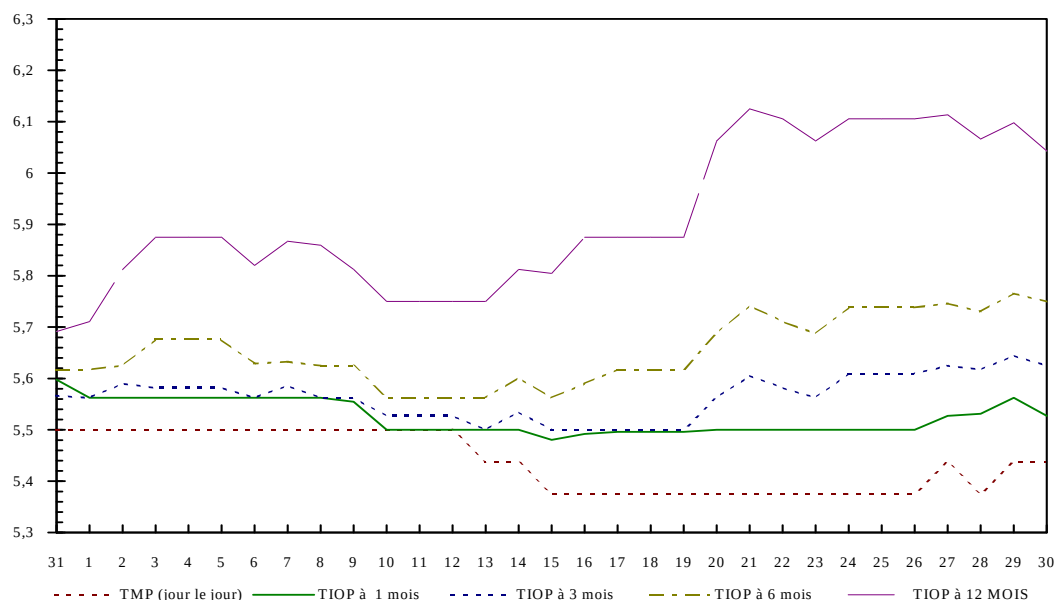
Le volume des concours de la Banque de France au système bancaire a légèrement augmenté d'une fin de mois à l'autre, passant de 129,3 milliards de francs le 31 mai à 146,2 milliards le 30 juin, cet accroissement étant opéré au travers du gonflement des appels d'offres.

Les réserves obligatoires constituées au cours de la période 16 mai/15 juin ont atteint 18,3 milliards de francs (dont 12 milliards d'encaisses en billets), soit un montant très légèrement supérieur à la moyenne requise de 18,2 milliards de francs.

ÉVOLUTION EN MOYENNE MENSUELLE DES FACTEURS AGISSANT SUR LA LIQUIDITÉ DES BANQUES (a)			
	(en milliards de francs)		
	Mai 1994	Juin 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-241,5	-241,9	-0,4
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,7	-6,7	0,0
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	87,3	101,4	14,1
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	-0,3	1,3	1,6
DIVERS	7,1	4,1	-3,0
TOTAL	-154,2	-141,8	12,4
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	118,9	106,1	-12,8
– Autres pensions	8,6	7,6	-1,0
– Bons du Trésor achetés ferme	29,0	28,0	-1,0
– Opérations d'escompte net	0,8	0,8	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-3,2	-0,7	2,5
TOTAL	154,2	141,8	-12,4
(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 6 juillet 1994			

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

TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE du 31 mai 1994 au 30 juin 1994



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

Mise à jour le 6 juillet 1994

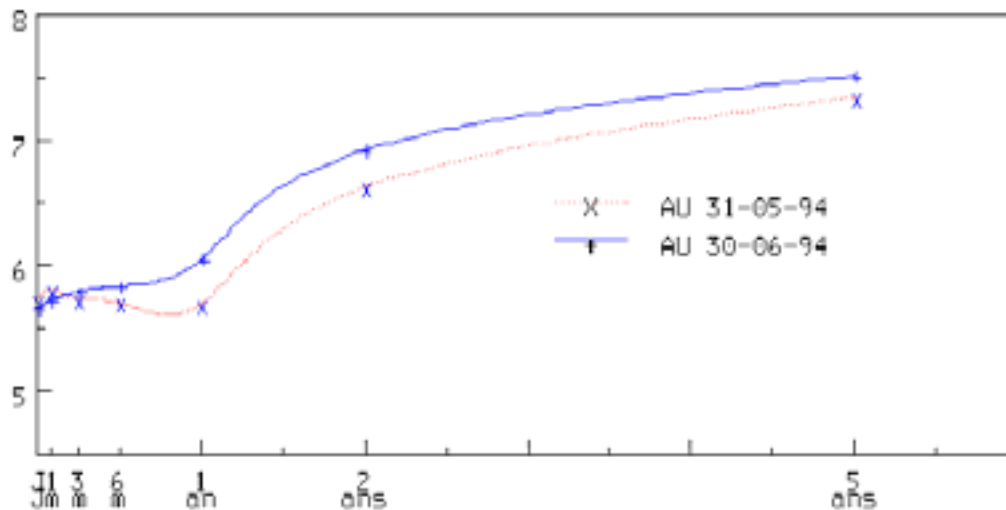
Par rapport aux mois précédents pendant lesquels avait prévalu une baisse générale des taux interbancaires jusqu'à un an, la tendance s'est nettement retournée au cours du mois de juin. Seul le taux à un mois a continué de se replier dans le sillage du taux au jour le jour. Les taux à 3 mois, 6 mois et 1 an se sont redressés de manière croissante en fonction des échéances en liaison avec les signes de reprise économique qui tendent à se confirmer nettement partout en Europe.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	<i>(en pourcentage)</i>		
	31 mai 1994	30 juin 1994	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,5977	5,5273	-0,0704
TIOP à 3 mois.....	5,5664	5,6250	0,0586
TIOP à 6 mois.....	5,6172	5,7500	0,1328
TIOP à 1 an.....	5,6914	6,0430	0,3516
Taux à 2 ans.....	6,6200	6,9200	0,3000
Taux à 5 ans.....	7,3400	7,5100	0,1700

Ainsi, le mouvement de « repentification » de la courbe des rendements s'est accentué au cours du mois. La courbe est désormais ascendante sur l'ensemble des échéances.

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels

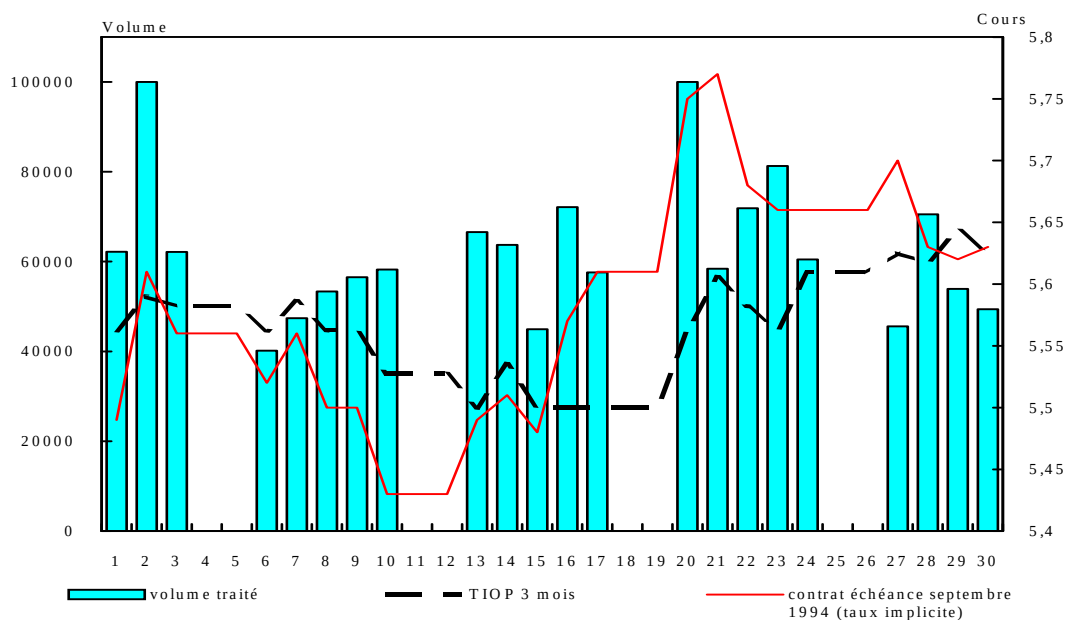


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : + 33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 20 juillet 1994

Sur le Matif, les mouvements observés sur les cours des contrats Pibor ont amplifié ceux du marché au comptant : après avoir progressé sensiblement pendant la première quinzaine du mois, le marché s'est retourné de sorte que les cours des contrats Pibor échéance septembre et décembre ont reculé respectivement de 22 points de base et de 15 points de base. D'une fin de mois à l'autre, le taux implicite du contrat Pibor échéance septembre qui était encore inférieur de 4 points de base au taux à 3 mois sur le marché comptant le 31 mai, s'inscrit légèrement au-dessus de celui de l'interbancaire à 3 mois le 30 juin. Ceci reflète un certain réajustement des anticipations concernant l'évolution future des taux courts.

**ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ
SUR LE CONTRAT PIBOR 3 MOIS
du 31 mai 1994 au 30 juin 1994**



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

Mise à jour le 6 juillet 1994

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de juin, le Trésor a procédé à l'adjudication de 59,5 milliards de bons à taux fixes en francs (41,2 milliards de BTF et 18,3 milliards de BTAN).

L'encours total de bons en circulation est demeuré pratiquement stable (851,3 milliards de bons en francs le 30 juin, contre 854,5 milliards le 31 mai, et 3,8 milliards de bons en écus sans changement).

ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN FRANCS									
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)				
6 juin 94	BTF	13 sem.	37 241	7 003	41	5,34	5,36	5,54	5,76
6 juin 94	BTF	52 sem.	11 168	3 008	18	5,61	5,63	5,70	5,90
13 juin 94	BTF	13 sem.	34 500	6 000	0	5,29	5,31	5,49	5,69
13 juin 94	BTF	26 sem.	19 300	3 002	0	5,34	5,36	5,50	5,72
16 juin 94	BTAN 4,50%	2 ans	33 453	10 578	28	96,85	96,83	6,35	7,00
16 juin 94	BTAN 4,75%	5 ans	19 530	7 680	110	90,82	90,78	7,09	7,82
20 juin 94	BTF	13 sem.	32 452	8 106	149	5,38	5,42	5,60	5,76
20 juin 94	BTF	50 sem.	10 069	3 078	93	5,93	6,00	6,05	6,06
27 juin 94	BTF	13 sem.	34 950	8 000	0	5,36	5,38	5,57	5,82
27 juin 94	BTF	28 sem.	10 868	3 004	18	5,46	5,50	5,63	5,91

(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 juillet 1994

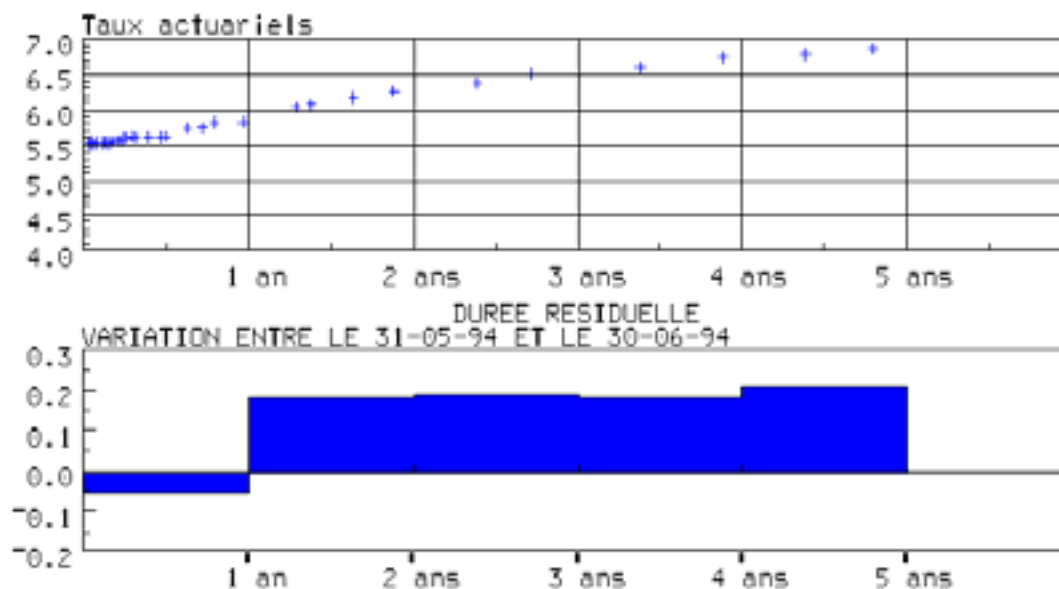
Sur les BTF, les taux à l'émission ont d'abord enregistré un faible repli (– 0,07 point entre le 6 juin et le 13 juin) pour connaître par la suite une légère hausse.

En ce qui concerne les BTAN en francs émis le 16 juin, on note une hausse de 0,74 point sur la tranche à 2 ans et de 0,99 point sur celle à 5 ans par rapport à l'adjudication du 19 mai.

Marché secondaire

Au cours du mois de juin, les taux de rendement des bons du Trésor ont poursuivi leur mouvement de hausse, à l'exception des échéances les plus courtes (en-dessous de 3 mois).

BONS DU TRÉSOR **Taux de référence Banque de France au 30 juin 1994**

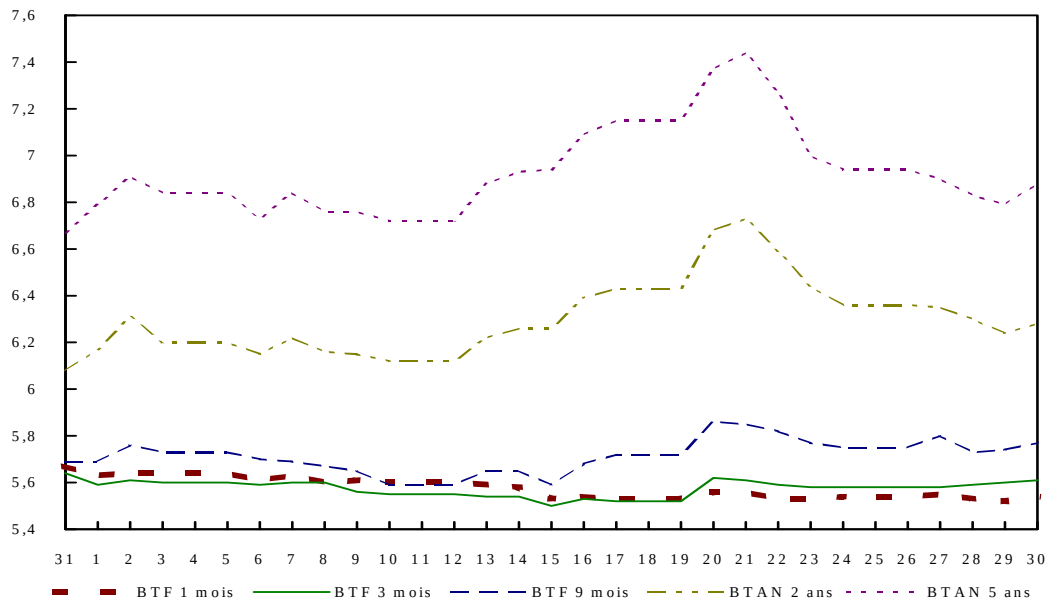


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 20 juillet 1994

À l'exception des échéances courtes dont les taux s'inscrivent en léger repli, l'ensemble de la courbe des rendements jusqu'à 5 ans subit une translation à la hausse.

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR du 31 mai 1994 au 30 juin 1994



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

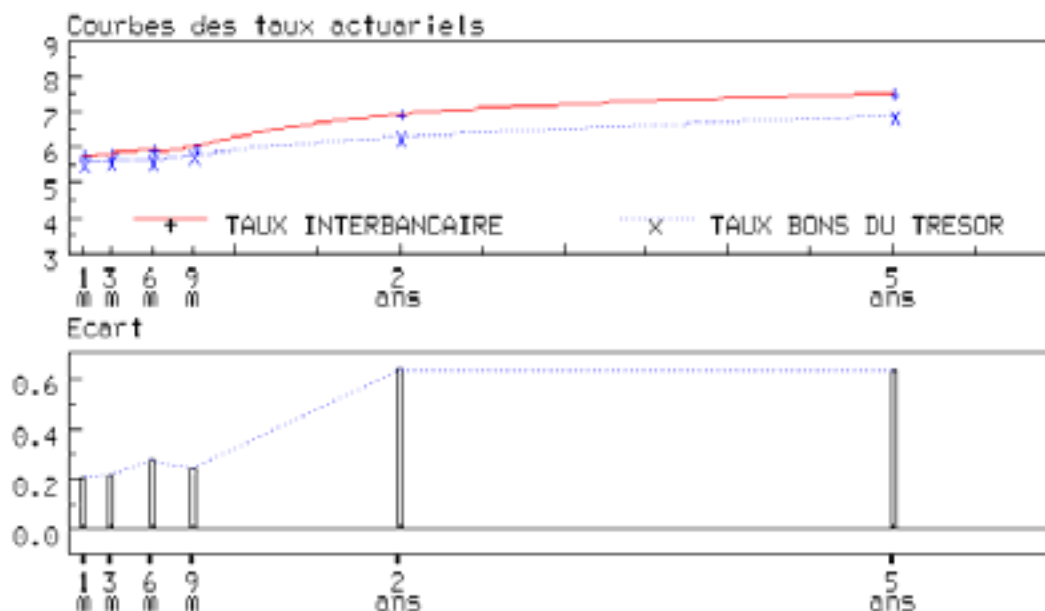
Mise à jour le 6 juillet 1994

Sur le compartiment des BTF, les titres d'échéance inférieure à 3 mois ont répercuté partiellement trois baisses successives des taux directeurs : l'échéance à 1 mois enregistre une baisse de 5 centimes sur la période. Au-delà du 3 mois, les taux se tendent très modérément, la hausse n'est que de 2 centimes sur les échéances 3 mois et 6 mois grâce à une demande plus soutenue, mais atteint 6 centimes sur l'année.

Les rendements des BTAN ont évolué dans des marges relativement étroites, au cours de la première quinzaine du mois. Après les élections européennes, la vive dégradation des marchés obligataires européens provoquait une forte hausse des rendements, quasi semblable sur toutes les échéances de 2 à 5 ans : ils atteignaient un niveau supérieur de 60 à 70 centimes à celui du début du mois. Toutefois à ces niveaux considérés comme attractifs, une reprise des achats a suscité une correction. Ce mouvement s'est poursuivi ces derniers jours sous l'effet d'opérations de fin de semestre destinées à améliorer la présentation des comptes. Au total, la hausse des rendements n'excède, finalement, guère 10 points sur un mois.

COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT MARCHÉ SECONDAIRE DES BONS DU TRÉSOR ET MARCHÉ INTERBANCAIRE

au 30 juin 1994



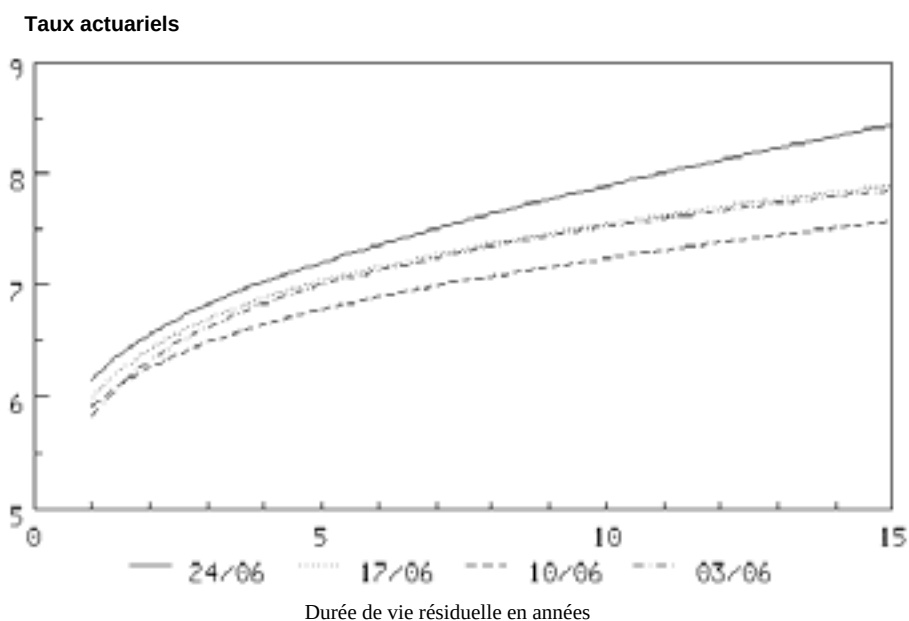
Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : + 33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 20 juillet 1994

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notional

Sous l'influence de son homologue américain et des résultats des élections européennes, le marché obligataire français a connu en juin une nette dégradation dans un contexte très nerveux.

COURBE DES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT Juin 1994

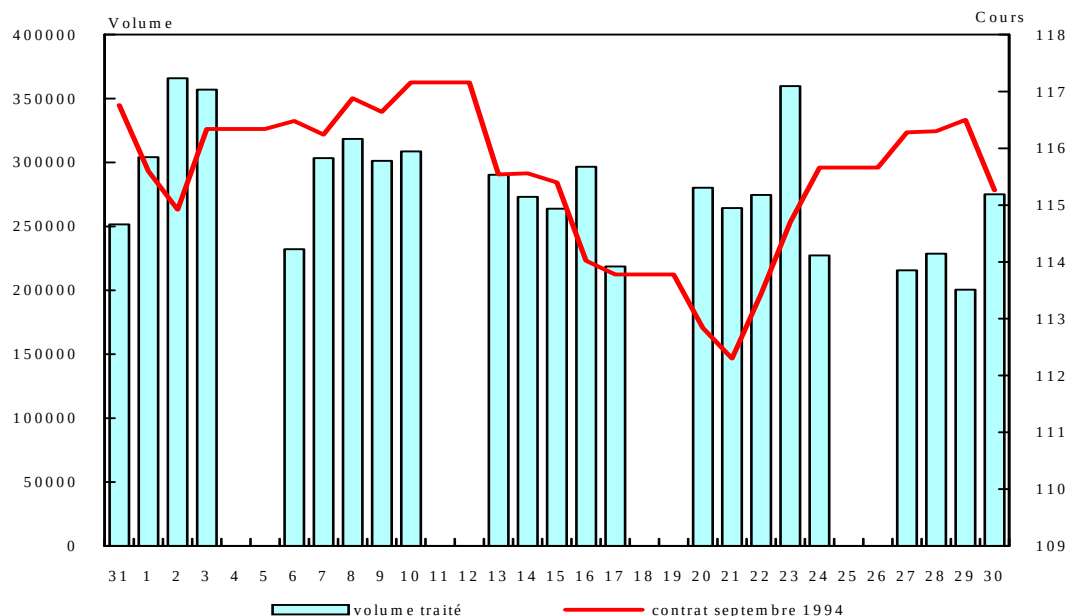


Source et réalisation : Banque de France
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 20 juillet 1994

La courbe des taux s'est déplacée vers le haut, tout en se repentifiant, ce qui reflète la poursuite du réaménagement des portefeuilles par les investisseurs dans le sens d'un raccourcissement de leurs échéances de placement.

ÉVOLUTION DES COURS ET DU VOLUME TRAITÉ SUR LE CONTRAT NOTIONNEL DU MATIF du 31 mai 1994 au 30 juin 1994



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

Mise à jour le 6 juillet 1994

Sur le Matif, l'évolution du contrat notionnel a été caractérisée par une forte volatilité, dans un volume en sensible hausse par rapport au mois précédent : + 52,4 % (+ 61,8 % par rapport à juin 1993). La position ouverte s'est toutefois repliée de 10,5 % sur le mois précédent, et de 29 % par rapport à juin 1993.

La tendance baissière qui prévalait au cours des derniers jours du mois de mai s'est poursuivie en tout début de mois en liaison avec un doute grandissant des marchés sur les perspectives d'une poursuite de la détente des conditions monétaires en Europe. Les cours du notionnel perdaient ainsi, les 1^{er} et 2 juin, 184 points de base au total. L'échéance la plus proche atteignait 114,60, son plus bas niveau depuis plus d'un an.

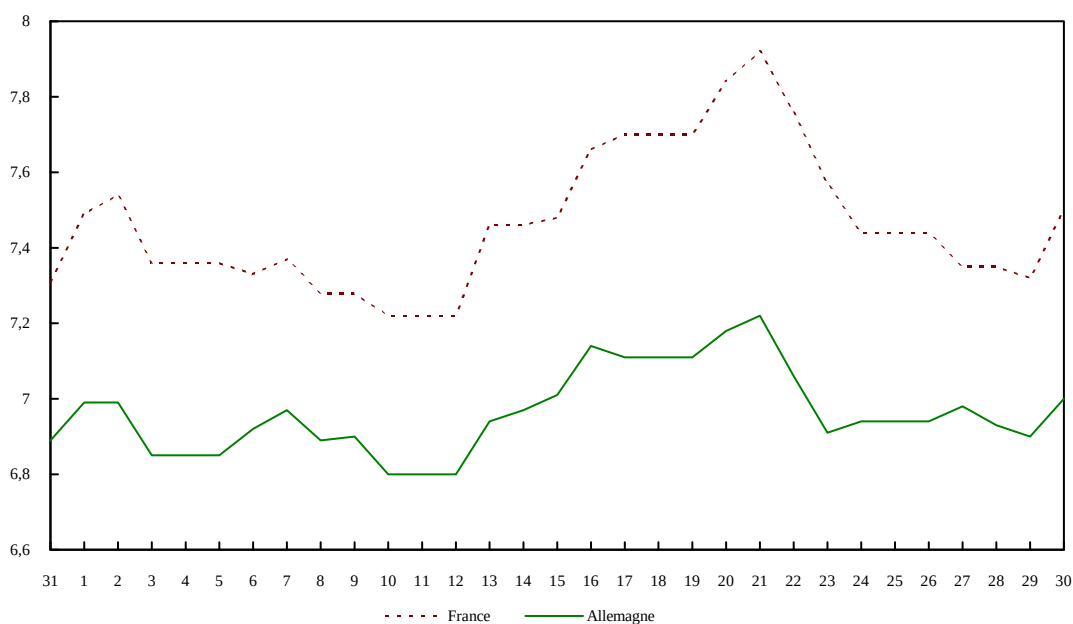
Une reprise du marché obligataire américain ainsi que certaines déclarations officielles relatives à la maîtrise de l'inflation permettaient aux marchés de long terme de consolider leur position jusqu'au 10 juin. Après les élections européennes, le marché français actionnait à nouveau une tendance baissière amplifiée par les incertitudes persistantes sur la conduite de la Banque fédérale d'Allemagne et le fort repli du marché obligataire américain. Celui-ci chutait lourdement en raison de la résurgence de vives craintes inflationnistes et de la faiblesse du dollar qui atteignait le 17 juin le niveau de DEM 1,6065, soit son plus bas depuis octobre 1993.

Par la suite, le marché se reprenait sensiblement dans un contexte très fragile et nerveux. Cette tendance haussière — d'ordre essentiellement technique — bénéficiait de la volonté affichée des banques centrales de soutenir le dollar et était accentuée par les opérations de fin de semestre liées à la publication des comptes semestriels. L'écart des rendements entre les emprunts français et allemand sur l'échéance 10 ans, qui s'était creusé en cours de mois, se réduisait sensiblement, atteignant 42 points de base le 29 juin.

Le dernier jour du mois, la tendance se retournait toutefois de nouveau assez fortement, le marché obligataire subissant l'influence de la faiblesse persistante du dollar.

Au total, les cours du notional s'inscrivent en repli de 150 points de base sur le mois. Ce mouvement s'est effectué au terme de fortes fluctuations : l'écart entre le cours de compensation le plus élevé et le plus bas de l'échéance notional a atteint 486 points de base. L'indice synthétique du gisement progresse de 22 points de base à 7,49 %, l'écart entre les emprunts phares à 10 ans allemand et français passant de 42 à 50 points de base.

ÉVOLUTION DES EMPRUNTS PHARES À 10 ANS du 31 mai 1994 au 30 juin 1994



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

Mise à jour le 6 juillet 1994

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

(arrêtée au 11 juillet)

Sur le marché interbancaire de court terme, on note une certaine tension sur l'ensemble des échéances à l'exception du jour le jour.

Le marché obligataire a connu un certain apaisement dans un climat dominé par l'attente des résultats de la réunion du G 7. L'indice des emprunts du gisement, après s'être quelque peu tendu, retrouvait le 11 juillet à l'ouverture son niveau du début du mois.

5.2. Les émissions

À l'exception des bons à moyen terme négociables, les différents encours de titres de créances négociables ont connu des baisses plus ou moins sensibles, 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 se sont redressés malgré l'attentisme persistant 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

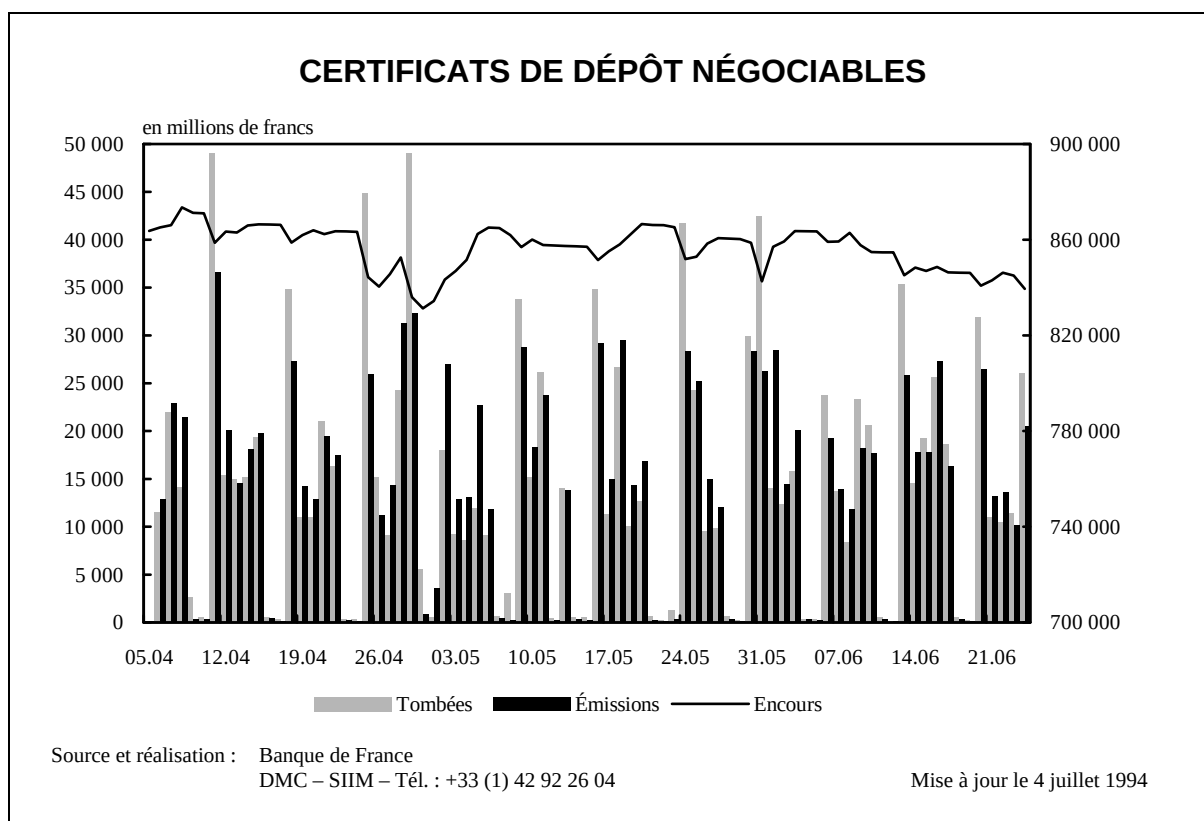
Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 839,5 milliards de francs le 24 juin, contre 842,6 milliards le 31 mai et 831,3 milliards le 30 avril.

Les émissions réalisées entre le 1^{er} et le 24 juin ont atteint 334,6 milliards de francs (chiffre provisoire), contre 418,9 milliards en mai et 435,2 milliards en avril.

Les baisses d'encours les plus vives sont observées à la Banque nationale de Paris (– 7,1 milliards), la Banque Indosuez (– 5,7 milliards), Morgan Guaranty Trust Company (– 5,1 milliards), Paribas (– 3,8 milliards), The Industrial Bank of Japan (– 2,8 milliards) et la Société générale (– 2,4 milliards).

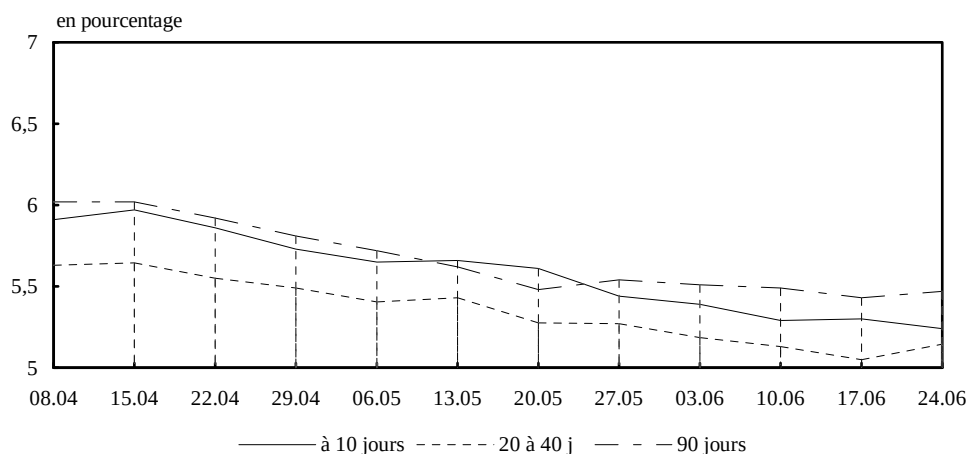
Certains établissements ont toutefois augmenté leurs encours, notamment la Caisse des dépôts et consignations (+ 6,5 milliards de francs), la Banque française du commerce extérieur (+ 5,9 milliards), la Compagnie financière de CIC et de l'Union européenne (+ 4,3 milliards) et le Crédit lyonnais (+ 3,2 milliards).



Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 405 le 24 juin 1994.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN				
	<i>(en pourcentage)</i>			
	30 mai au 3 juin	6 au 10 juin	13 au 17 juin	20 au 24 juin
Certificats à 10 jours (moyenne)	5,39	5,29	5,30	5,24
Certificats à 30 jours (moyenne)	5,46	5,34	5,31	5,32
Certificats à 90 jours (moyenne)	5,51	5,49	5,43	5,47
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	4,80	4,80	4,69	4,80
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut)	5,57	5,46	5,41	5,49

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



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

Mise à jour le 4 juillet 1994

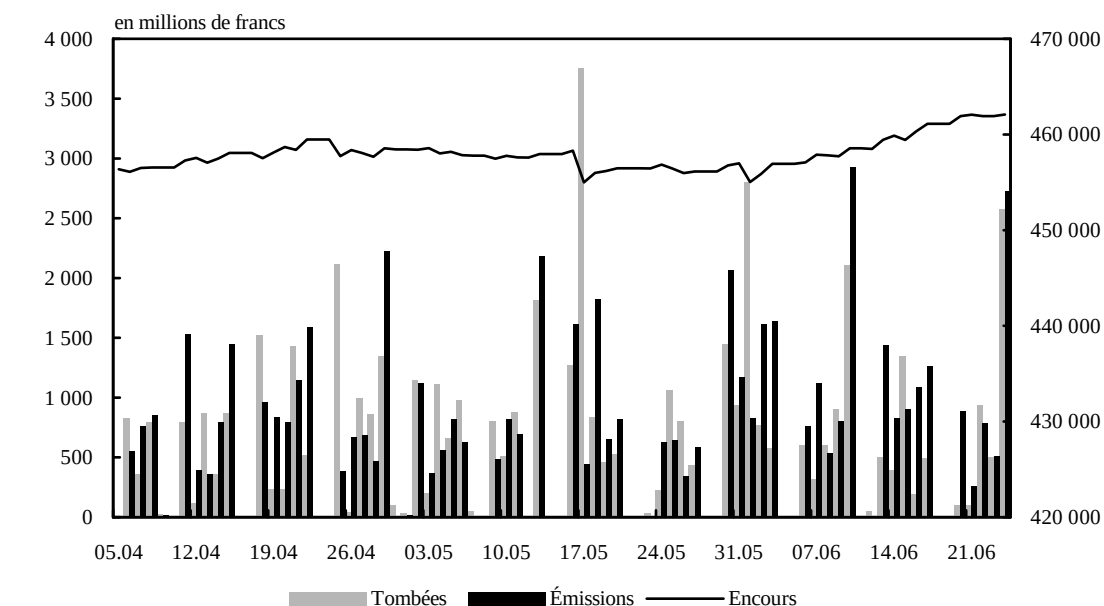
Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 462,1 milliards de francs le 24 juin (dernier chiffre provisoire disponible), contre 457 milliards le 31 mai et 458,5 milliards le 30 avril.

Les émissions se sont élevées à 20,9 milliards de francs entre le 1^{er} et le 24 juin, contre 18,5 milliards en mai et 19,4 milliards en avril.

Enfin, 162 émetteurs avaient un encours en gestion au 24 juin, comme à fin mai et fin avril.

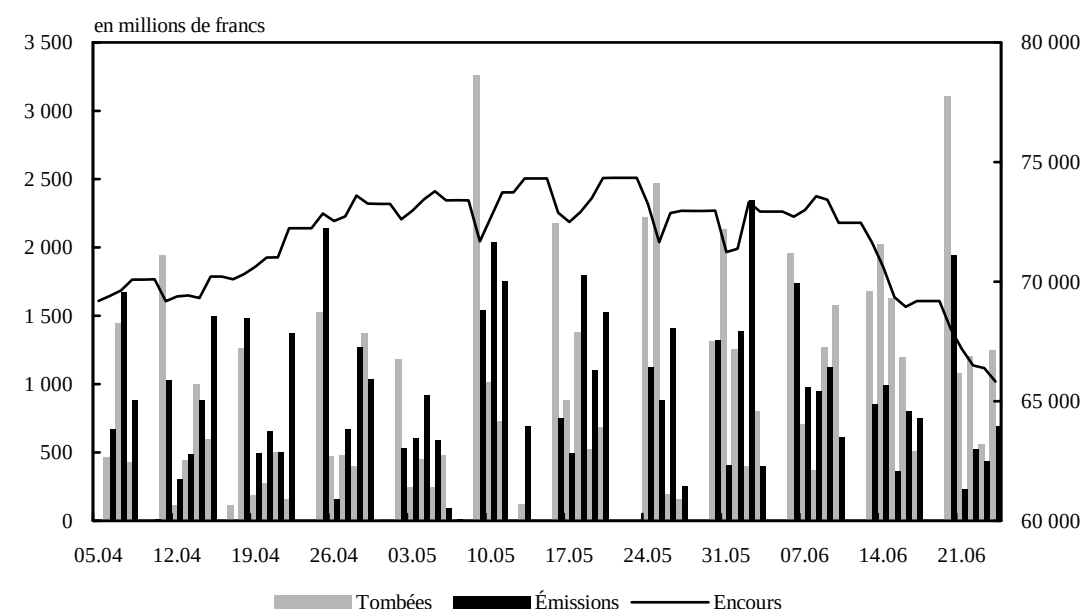
BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES



Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons est passé à 65,8 milliards de francs le 24 juin (dernier chiffre provisoire disponible), contre 71,2 milliards le 31 mai et 73,3 milliards le 30 avril.

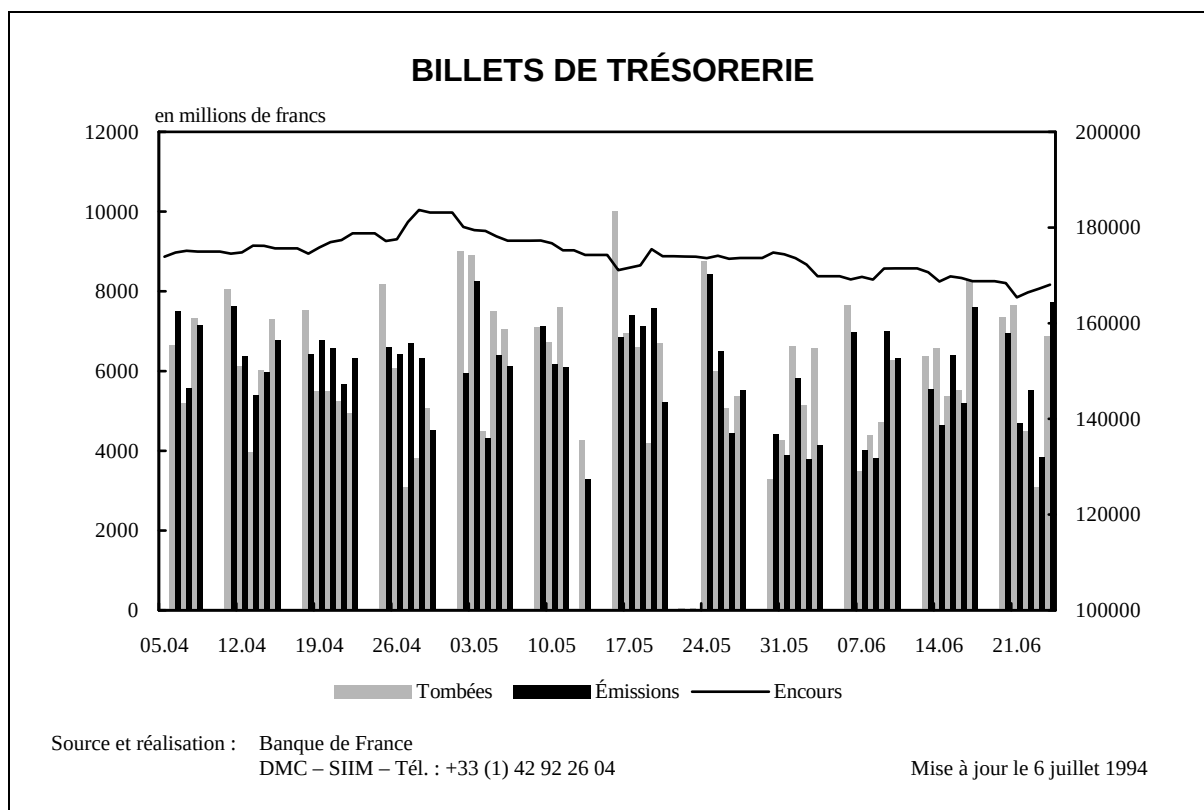
BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES



Billets de trésorerie (BT)

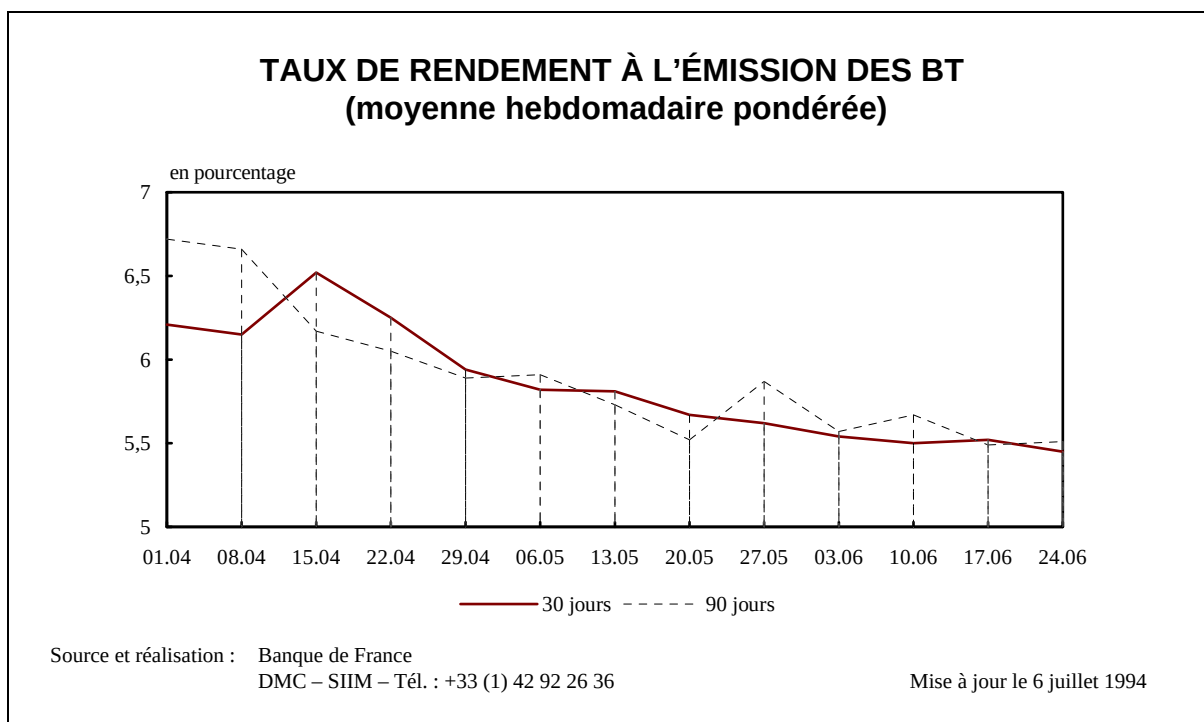
L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 167,9 milliards de francs le 24 juin (dernier chiffre provisoire disponible), contre 174,4 milliards le 31 mai et 182,8 milliards le 30 avril.

Le montant des émissions intervenues entre le 1^{er} et le 24 juin a atteint 100,0 milliards de francs, contre 121,1 milliards en mai et 128,5 milliards en avril (respectivement 106,4 milliards de francs, contre 129,8 milliards et 123,0 milliards, pour les tombées). Les hausses d'encours les plus significatives entre le 31 mai et le 24 juin ont concerné France Telecom (+ 2,85 milliards de francs), Atlas 2 (+ 1,53 milliard) et la SNC Commercial Kléber (+ 0,96 milliard) ; dans le même temps, cinq émetteurs ont réduit leur encours de plus d'un milliard de francs : Total CFP (– 4,32 milliards de francs), la SNCF (– 2,98 milliards), Rhône-Poulenc (– 2,98 milliards), la CNT (– 1,79 milliard) et Carnaud Metalbox (– 1,33 milliard).



Le 24 juin, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 107 ; 43 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 54,4 % de l'encours global.

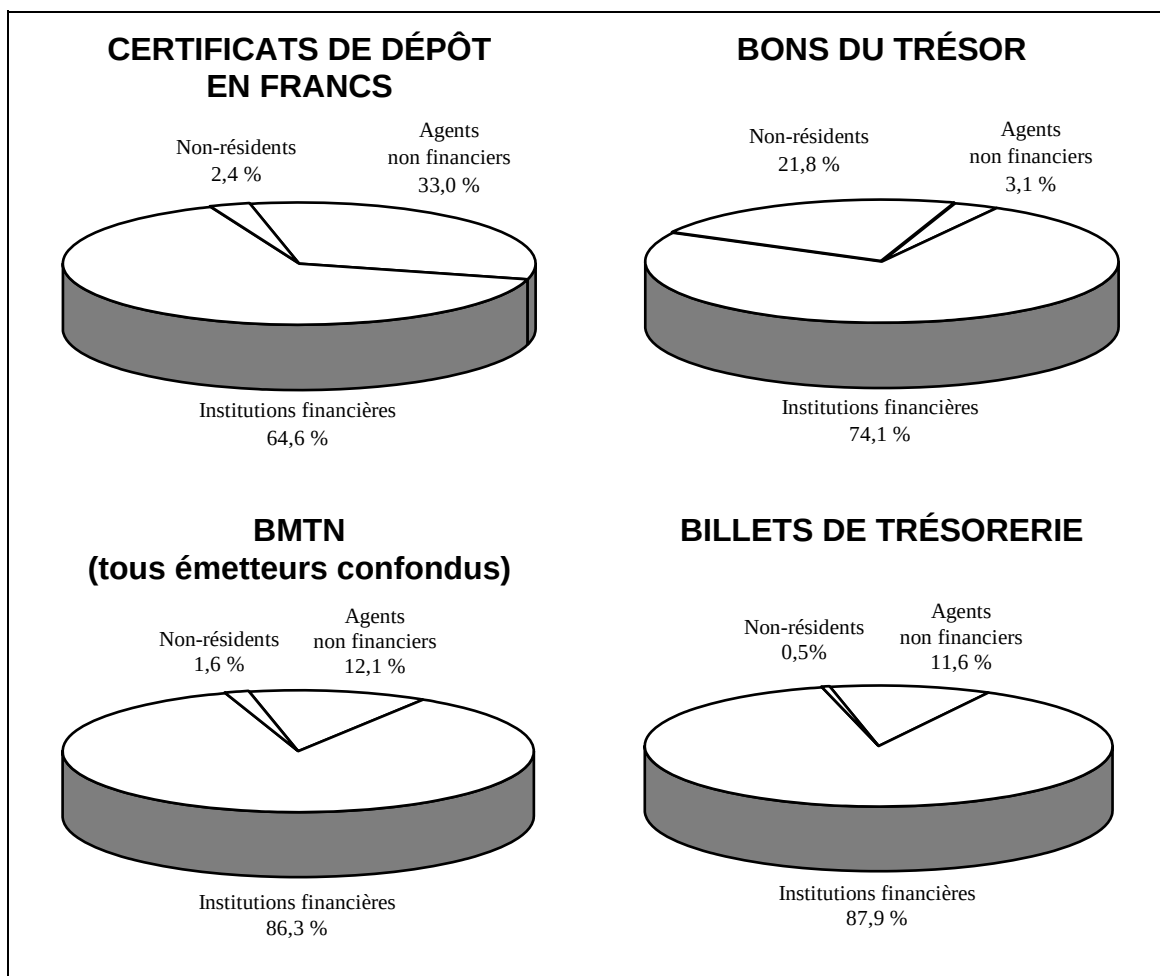
TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT					
		<i>(en pourcentage)</i>			
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours		30 mai au 3 juin	6 au 10 juin	13 au 17 juin	20 au 24 juin
	Plus bas	5,42	5,37	5,33	5,35
	Plus haut	5,62	5,57	5,68	5,55
Tiop à un mois		30 mai au 3 juin	6 au 10 juin	13 au 17 juin	20 au 24 juin
	Plus bas	5,56	5,50	5,48	5,50
	Plus haut	5,63	5,56	5,50	5,50



Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin mai)

L'encours global des titres de créances négociables s'élève à 2 424,6 milliards de francs, contre 2 381 milliards à fin avril.

Les portefeuilles respectifs des principales catégories d'agents économiques ont peu varié d'un mois à l'autre.



5.2.2. Le marché primaire obligataire en juin

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 incite les émetteurs comme les investisseurs à la prudence. La hausse des taux d'intérêt à long terme a en effet sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées, tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières. Les emprunteurs qui n'ont pas de besoins urgents hésitent à lever des fonds au niveau actuel des taux et les investisseurs redoutent le risque de dépréciation rapide des titres achetés.

L'activité sur les marchés primaires obligataires a donc été de nouveau globalement réduite en juin, davantage sur le marché intérieur — qui a toutefois été ranimé en milieu de période par quelques emprunts à taux variable référencé sur le TME — que sur le compartiment de l'eurofranc qui, cependant, souffre toujours de l'absence des grands investisseurs internationaux.

Les émissions brutes réglées en juin ont ainsi atteint 47 milliards de francs, contre 37 milliards en mai et 43 milliards en avril, alors qu'en 1993, la moyenne mensuelle des émissions (hors grand emprunt d'État) s'est établie à 52 milliards. Près de 60 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs sur le marché intérieur, le solde ayant été constitué uniquement d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Juin 1994	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993		Juin 1994	6 mois 1994	6 mois 1993	Année 1993
MARCHÉ INTÉRIEUR								
19,9	127,5	127,8	360,2	État	18,5	101,1	98,1	304,0
5,6	34,7	72,0	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 5,8	- 20,0	18,6	12,5
2,8	31,2	31,0	48,2	Sociétés non financières	0,3	14,1	12,4	12,3
—	23,3	1,9	4,1	Autres émetteurs résidents	- 0,3	21,5	- 0,9	- 0,5
28,3	216,8	232,7	526,6	Ensemble des résidents	12,6	116,8	128,1	328,3
—	2,0	—	—	Non-résidents	- 1,2	0,8	- 1,4	- 1,5
28,3	218,8	232,7	526,6	TOTAL	11,4	117,5	126,7	326,8
—	4,0	4,6	16,4	dont émissions en écus (b)	- 1,0	3,0	4,6	16,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
—	—	—	—	État	—	—	—	—
2,6	37,6	30,2	79,9	Établissements de crédit et assimilés	2,6	25,6	24,2	65,5
—	12,0	21,8	43,7	Sociétés non financières	—	10,0	21,4	42,9
—	0,8	0,8	4,9	Autres émetteurs résidents	- 0,3	0,5	0,8	4,9
2,6	50,5	52,7	128,5	Ensemble des résidents	2,2	36,0	46,4	113,3
16,1	52,6	43,3	79,4	Non-résidents	14,8	48,5	39,7	72,0
18,7	103,1	96,0	207,9	TOTAL	17,1	84,5	86,1	185,2
—	5,0	—	—	dont émissions en écus	-1,0	0,9	- 1,5	- 2,5
—	4,3	—	—	dont émissions en écus des résidents	- 0,3	1,4	- 1,5	- 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 30 juin 1994

La **collecte des résidents** ressort, comme en mai, à 30 milliards de francs, soit 64 % seulement des émissions réglées en juin.

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 19,9 milliards de francs (21,7 milliards en valeur nominale), après 20,4 milliards en mai. Dans des conditions de marché difficiles, les fonds ont été levés en francs sur deux lignes, l'« OAT 6 % octobre 2025 » et une nouvelle ligne à 10 ans d'échéance, l'« OAT 6,75 % octobre 2004 ». Le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,4 milliards de francs, soit le bas de la fourchette annoncée (19 à 21 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 2,3 milliards au titre des soumissions non compétitives. Les taux de rendement se sont de nouveau tendus pour s'établir à 7,44 % et 8,06 % pour chacune des OAT 2004 et 2025, en hausse respectivement de 35 et 33 points de base par rapport aux adjudications du mois précédent.

Hors État, la collecte des résidents a atteint 11 milliards de francs seulement (10 milliards en mai), moins de 25 % des fonds provenant d'émissions réalisées sur le compartiment international (44 % pour l'ensemble de l'année 1993).

Les **établissements de crédit** ont recueilli les trois quarts de ce montant, soit plus de 8 milliards de francs après 4 milliards en mai. Près de 70 % des fonds (6 milliards de francs) proviennent d'emprunts émis sur le marché intérieur.

Les **sociétés non financières** n'ont levé que 3 milliards de francs en juin (6 milliards en mai), exclusivement sur le marché intérieur.

La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, a progressé fortement pour atteindre plus de 16 milliards de francs (8 milliards en avril et en mai), en raison notamment du règlement des emprunts de 6 milliards de francs chacun émis par l'Espagne et la Finlande.

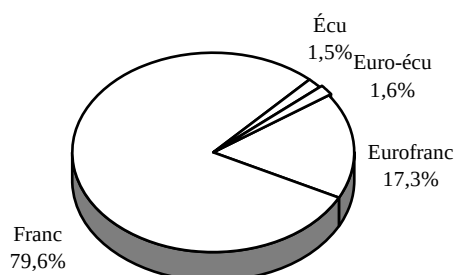
Au terme du premier semestre, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** a fléchi sensiblement (malgré l'emprunt exceptionnel de 22 milliards de francs émis par l'Unedic en janvier 1994), revenant d'une année sur l'autre, de 285 à 267 milliards de francs.

Globalement, les résidents ont, comme en 1993, maintenu (en proportion) leur appel au compartiment international à hauteur de 20 % environ du montant de leurs emprunts. Ils ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 3,1 % du total des émissions sur ces marchés à fin juin 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, plus des deux tiers (67 %) 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.

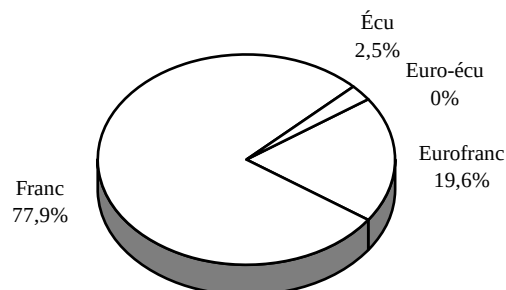
Si la part de l'État reste prépondérante sur le marché intérieur (avec plus de 58 % des émissions brutes), elle représente à fin juin 1994 environ 48 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments, contre 55 % pour l'ensemble de l'année 1993.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

6 MOIS 1994

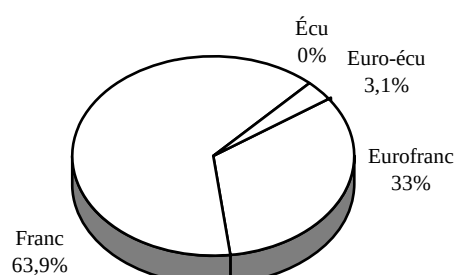


ANNÉE 1993

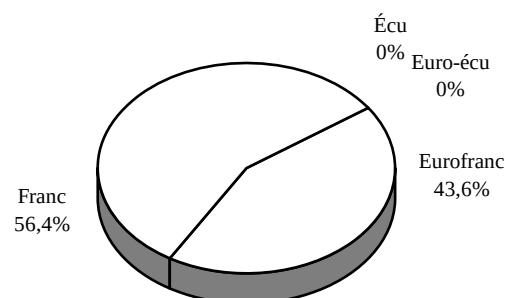


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)

6 MOIS 1994

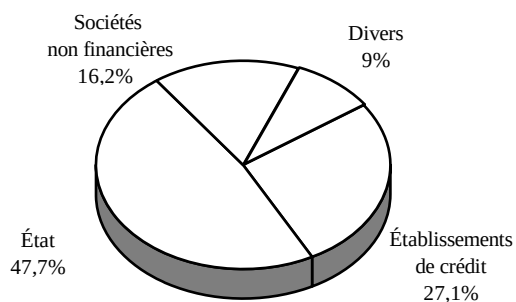


ANNÉE 1993

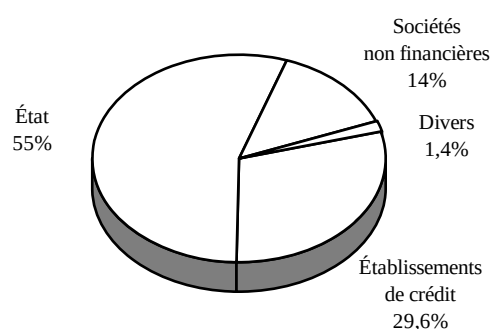


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

6 MOIS 1994



ANNÉE 1993



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

Mise à jour le 30 juin 1994

5.2.3. Le marché primaire des actions en avril ¹

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Mars 1994	Avril 1994	4 mois 1994	4 mois 1993	Année 1993
TOTAL ÉMIS (a).....	22,38	9,61	83,20	83,16	240,19
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	9,73	2,91	18,84	6,14	66,18
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	9,46	4,59	20,26	7,11	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 30 juin 1994		

Les émissions d'actions ont fléchi sensiblement d'un mois sur l'autre, revenant de 22 milliards de francs en mars à moins de 10 milliards en avril.

Au terme des quatre premiers mois, leur montant (83 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, pour atteindre près de 20 milliards de francs à fin avril 1994, contre 7 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 contre 6 milliards seulement en 1993.

¹ Le Crédit lyonnais, qui a entrepris l'intégration dans sa base de données de la nouvelle nomenclature d'activités professionnelles exercées (NAPE) élaborée par l'Insee, a été contraint de différer la publication des statistiques relatives au mois de mai 1994.

5.3. Le marché secondaire des actions

Le mouvement de baisse des cours entamé début février à la Bourse de Paris s'est accentué en juin. La remontée générale des taux obligataires et le repli du dollar vis-à-vis de l'ensemble des monnaies européennes ont suscité des dégagements de certains investisseurs non résidents, les investisseurs résidents restant pour leur part peu présents sur le marché. Au total, l'indice CAC 40 enregistre un recul de 6,70 %, et revient à son niveau de juin 1993.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La forte dégradation de la tendance sur le marché obligataire a tout d'abord entraîné un repli de 2,47 % de l'indice CAC 40 qui a franchi le 1^{er} juin le seuil de 2 000 points pour la première fois de l'année.

Après avoir enregistré une reprise technique lors des journées du 2 juin et du 3 juin, la tendance s'est montrée très hésitante au cours des séances suivantes dans des volumes d'échanges très réduits. Les incertitudes sur l'évolution du marché obligataire ont dissuadé la plupart des investisseurs de reprendre des positions, et le niveau de 2 050 est apparu comme un seuil de résistance à la hausse.

À compter du 9 juin, un mouvement baissier s'est développé qui s'est poursuivi de façon quasi continue jusqu'au 21. Outre l'effet des remous sur le marché obligataire, le marché des actions a été affecté par le résultat des élections européennes, par le recul de certaines valeurs phare de la cote, et enfin le repli prononcé du dollar qui fait craindre un recul des bénéfices des sociétés exportatrices.

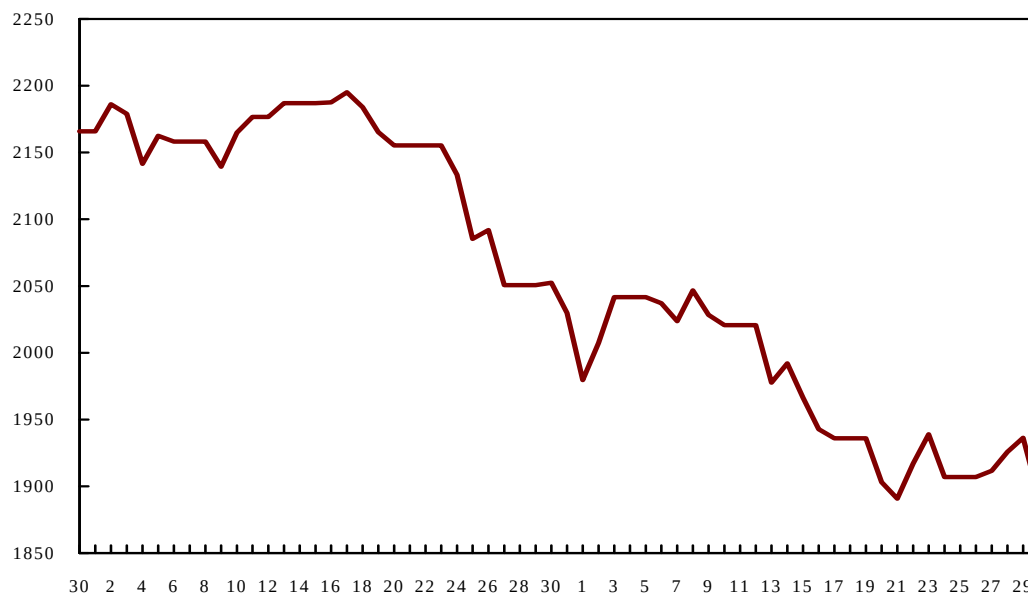
L'indice CAC 40 a atteint son plus bas niveau de l'année à 1 891 en clôture de la séance du 21. Par la suite le marché a enregistré une reprise à caractère technique, ce qui n'a pas empêché la liquidation de juin (le 23) d'être négative de 9,11 %.

Au cours des premières séances du nouveau mois boursier, la tendance est demeurée médiocre. Dans un contexte de faiblesse persistante du dollar, les investisseurs sont demeurés à l'écart du marché, préférant conserver leurs liquidités dans l'attente d'une conjoncture plus favorable. Les volumes d'échanges, toujours très étroits, n'ont pas permis d'amortir certains dégagements effectués par les non-résidents, qui ont provoqué un nouveau décalage à la baisse très sensible, en particulier le 30 juin où l'indice CAC 40 a perdu 2,29 %.

Sur l'ensemble du mois de juin, l'indice CAC 40 enregistre une baisse de 6,7 %, ce qui porte son recul depuis le début de l'année à 16,6 %.

INDICES BOURSIERS				
	31 mai 1994	30 juin 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
Wall Street (Dow Jones).....	3 758,37	3 624,96	-3,50	-3,44
Londres (FT 100).....	2 970,50	2 919,20	-1,70	-14,60
Tokyo (Nikkei).....	20 973,59	20 643,93	-1,50	18,53
Paris (CAC 40).....	2 029,90	1 892,00	-6,70	-16,59
Francfort (Dax).....	2 127,70	2 025,34	-4,80	-10,65
Source et réalisation : Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67 Mise à jour le 6 juillet 1994				

**ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40
du 30 avril 1994 au 30 juin 1994**



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

Mise à jour le 6 juillet 1994

5.3.2. La tendance au début du mois de juillet

(arrêtée au 11)

À la Bourse de Paris, la tendance à la baisse du CAC 40 s'est poursuivie les 1^{er} (– 1,01%) et 4 juillet (– 0,36 %). Le marché a ensuite retrouvé une tendance haussière.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Après une période de forte progression, ininterrompue depuis décembre dernier, les moyens de paiement (M1) ont diminué en mai (– 2,5 %). Ce repli s'explique en partie par la ponction opérée sur les encaisses des agents non financiers par le règlement d'opérations de privatisation.

Pour leur part, les placements à vue à taux réglementés se sont de nouveau accrus (0,2 %). Au total, les *agrégats étroits* continuent de présenter une évolution nettement positive : *la progression de M1 s'élève ainsi à 3,8 % sur les douze derniers mois et celle de M2 à 4,0 %*. Cette fermeté s'explique, en partie, par la diminution du coût d'opportunité de la détention d'encaisses non rémunérées ou rémunérées à des taux plafonnés, du fait de la baisse des taux d'intérêt ; elle résulte également du maintien d'avoirs sous forme liquide dans une période d'incertitude accrue quant au choix des placements, mais aussi, probablement, d'une reconstitution des encaisses de transaction, liée à l'amélioration de la conjoncture économique.

Sous l'effet principalement du recul ponctuel de M1 et en dépit d'une croissance, pour le deuxième mois consécutif, de l'encours des titres d'OPCVM court terme, l'*agrégat M3* s'est légèrement contracté en mai (– 0,8 %).

L'évolution sur un an de cet agrégat continue de refléter l'impact des transferts de placements liquides vers des formes d'épargne stable non recensées dans les agrégats de monnaie, transferts qui se sont produits notamment dans la seconde partie de l'année 1993 et depuis le début de 1994. De ce fait, la variation annuelle de M3, entre moyennes trimestrielles centrées, se traduit toujours par un recul, de 4,1 % nominalement et de l'ordre de 1 % si l'on tient compte des facteurs exceptionnels liés au grand emprunt d'État, aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation qui ont influé sur la répartition des placements.

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 à fin mai, entre moyennes trimestrielles centrées, à 18,4 % sur un an. En particulier, le développement des plans d'épargne-logement s'est de nouveau renforcé (19,1 % sur un an), tandis que, sur la même période, les plans d'épargne populaire se sont accrus de 25,5 %.

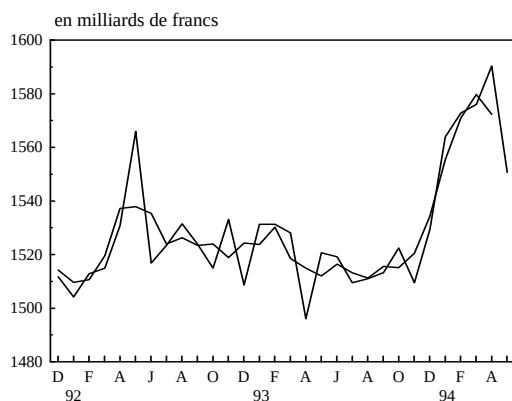
Le rythme de croissance de l'*endettement intérieur total* a enregistré une légère décélération (3,6 % en glissement sur douze mois à fin mars, contre 4,9 % à fin février), en raison, notamment, d'un moindre recours de l'État à l'endettement.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

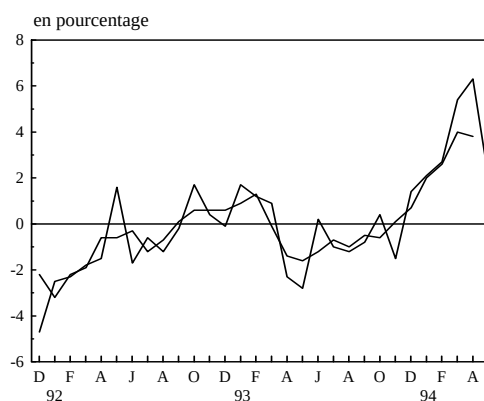
S'agissant des concours à l'économie distribués par l'ensemble des établissements de crédit, leur recul sur un an n'est plus à fin mars que de 1,2 %, au lieu de – 1,6 % à fin février. Sur le mois de mars, les concours à l'économie distribués par les banques ont progressé de 0,2 %.

AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin mai 1994	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois (mai) en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Mars 1994 (a) en pourcentage	Avril 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1.....	1 512,4	-2,5	4,0	3,8
– M2.....	2 737,4	-1,3	3,8	4,0
– M3	5 233,9	-0,8	-3,9	-4,1
– M4.....	5 281,1	-0,8	-4,1	-4,3
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 293,0		18,7	18,4
Statistiques à fin mars 1994		Variations sur 12 mois en glissement		
		Décembre 1993 en pourcentage	Février 1994 en pourcentage	Mars 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE CRÉDIT				
– Endettement intérieur total	9 653,4	3,7	4,9	3,6
– Ensemble des crédits à l'économie ..	6 109,0	-0,8	-1,6 (b)	-1,2 (b)
– Crédits des banques à l'économie....	3 478,4	-3,7	-4,5	-3,4
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés : M1 : 4,3 % ; M2 : 3,9 % ; M3 : – 3,9 % ; M4 : – 4,1 % ; P1 : 18,6 %				
(b) Données estimées				
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29			Mise à jour le 4 juillet 1994	

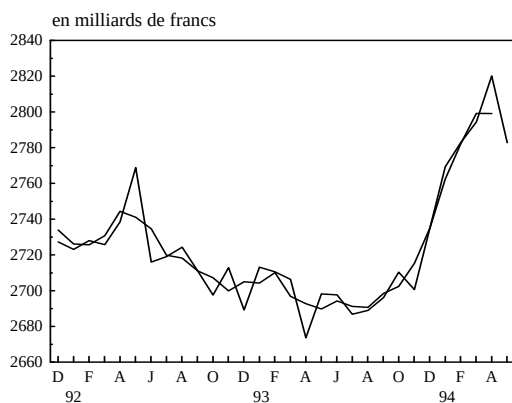
M1
Encours cvs



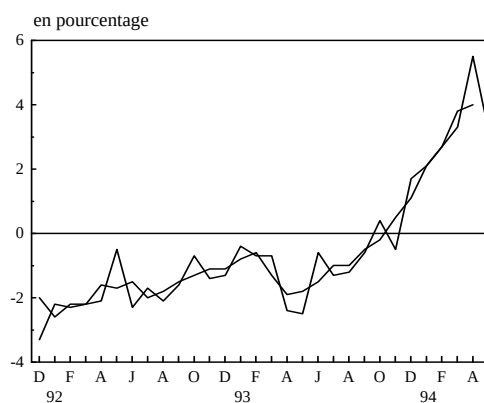
M1
Glissements sur 12 mois



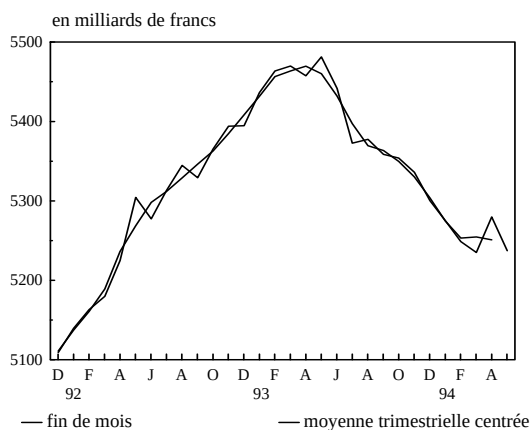
M2
Encours cvs



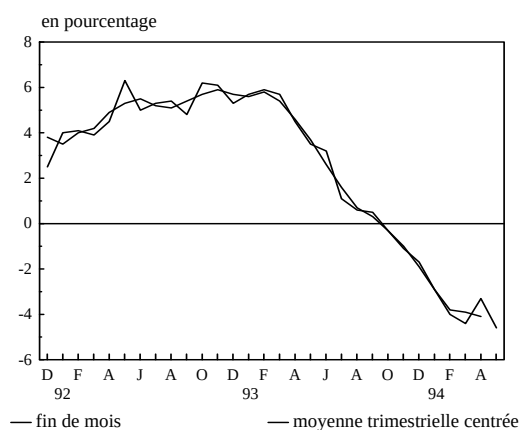
M2
Glissements sur 12 mois



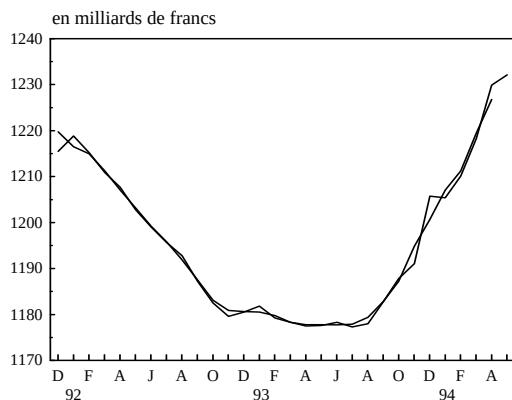
M3
Encours cvs



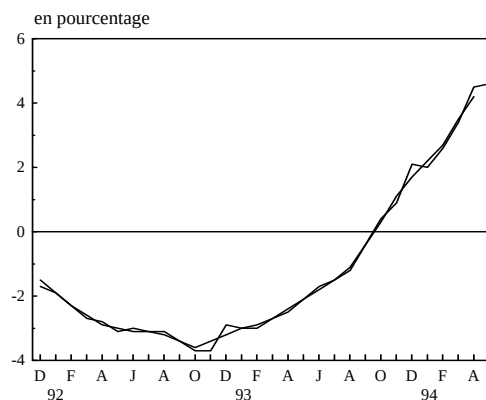
M3
Glissements sur 12 mois



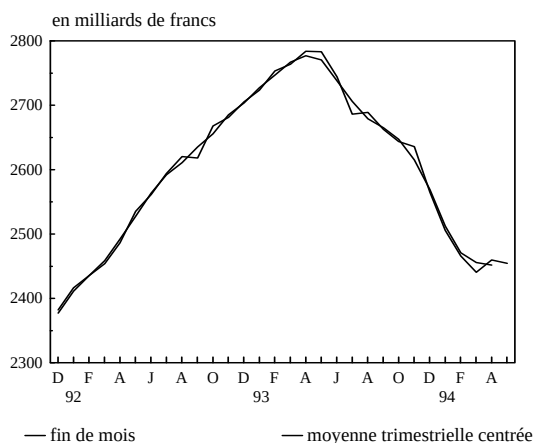
**M2 – M1
Encours cvs**



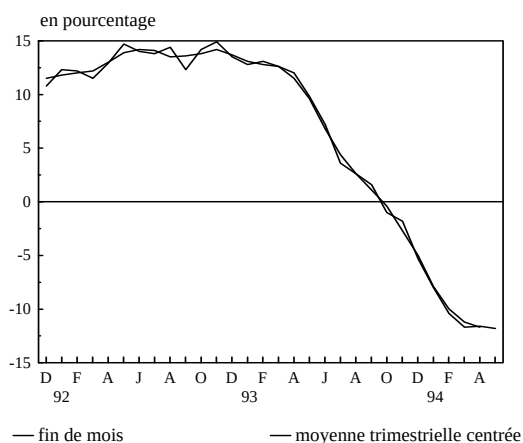
**M2 – M1
Glissements sur 12 mois**



**M3 – M2
Encours cvs**



**M3 – M2
Glissements sur 12 mois**



ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

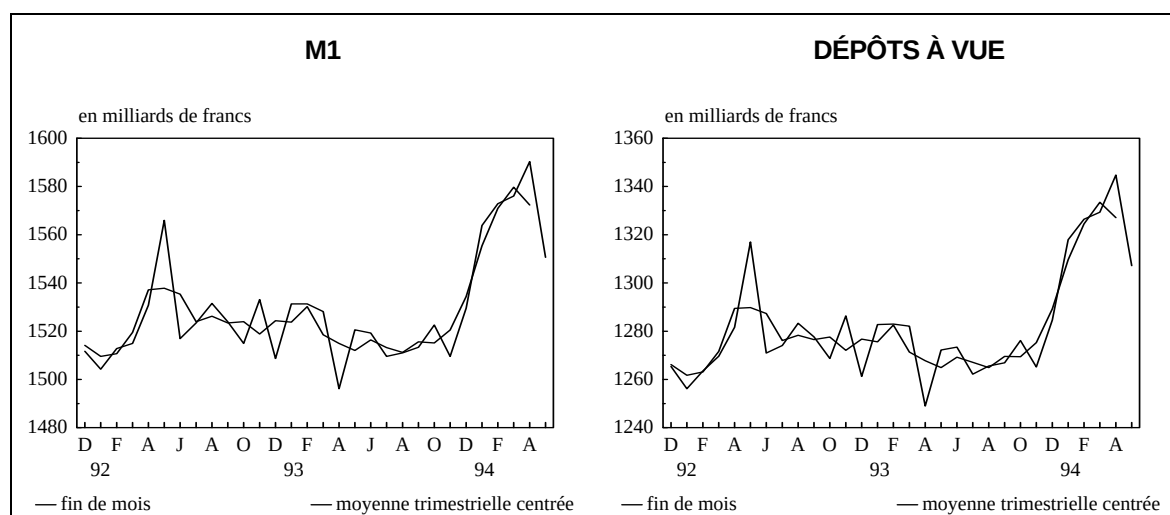
Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle ¹

(statistiques à fin mai)

M1

Après s'être inscrit en hausse continue depuis décembre dernier, l'agrégat M1 a diminué de 2,5 % en mai. Toutefois, sa croissance annuelle reste nettement positive (3,8 %, après 4,0 % à fin avril).

Les dépôts à vue, principale composante de M1, ont baissé de 2,8 % (contre + 1,2 % le mois précédent). Leur glissement annuel s'établit à 4,7 %.



M2 – M1

Les comptes sur livrets ont peu varié en mai (+ 0,2 %, après + 1,0 %). Leur taux de progression annuelle continue de s'accroître régulièrement (+ 1,1 % à fin décembre, + 3,5 % à fin avril et + 4,2 % à fin mai).

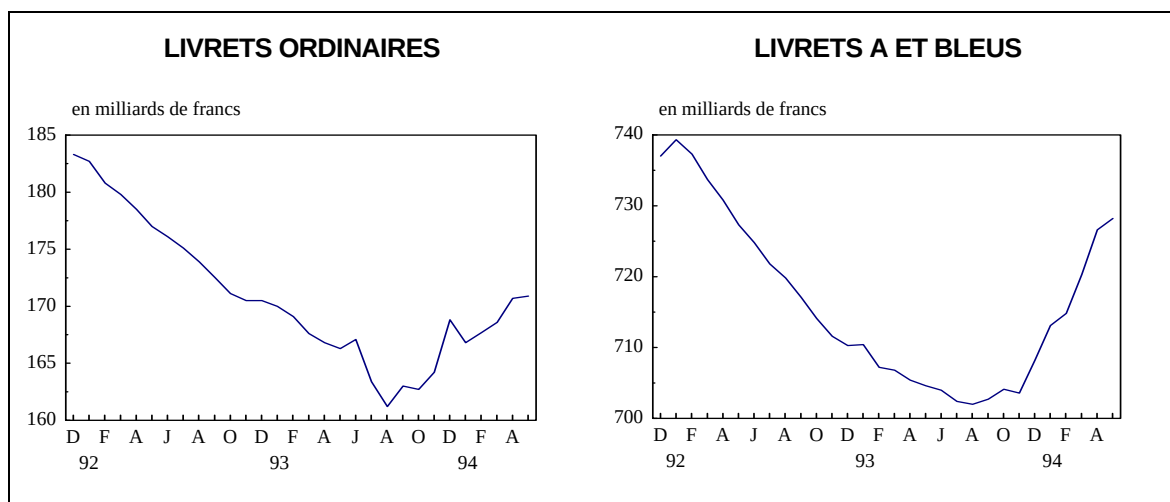
L'encours des livrets A et bleus a progressé de 0,2 % (après + 0,9 % en avril) ; sur un an, leur hausse atteint 2,8 % à fin mai, après 2,0 %.

Les comptes d'épargne-logement se sont réduits de 0,4 %, contre + 0,3 % en avril. Sur douze mois, leur rythme de progression, bien qu'assez soutenu, tend à se ralentir légèrement (6,3 % à fin mars, 6,0 % à fin avril et 5,6 % à fin mai).

Les Codevi ont augmenté de 1,3 % en mai, après 1,9 % le mois précédent. Sur un an, leur rythme de progression se renforce régulièrement (21,8 % à fin mars, 22,9 % à fin avril et 23,7 % à fin mai).

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

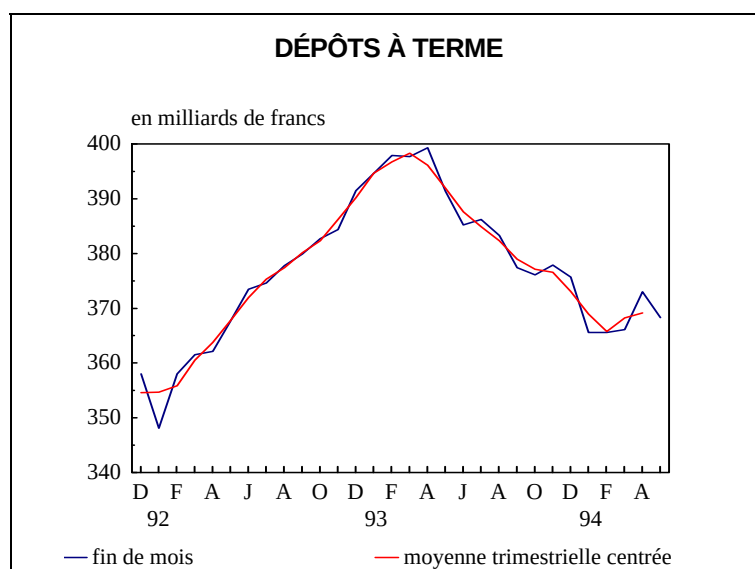
Les livrets soumis à l'impôt sont restés pratiquement stables (+ 0,1 %). Toutefois, sur un an, ils progressent de 1,8 % (après + 0,6 % à fin avril).



M3 – M2

L'agrégat M3 – M2 s'est très légèrement réduit en mai (– 0,2 %), après avoir progressé de 0,8 % le mois précédent. En rythme annuel, sa contraction est passée, d'une fin de mois à l'autre, de – 11,2 % à – 11,7 %.

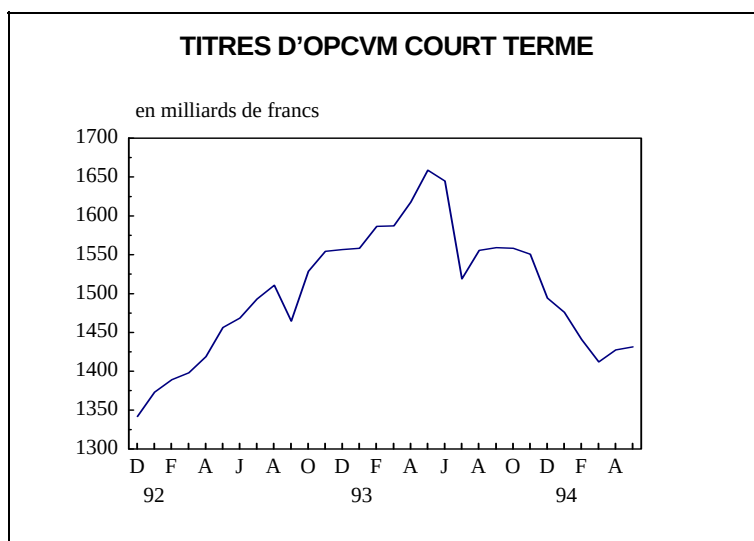
Les placements à terme se sont repliés de 0,7 % en mai et de 9,6 % en rythme annuel.



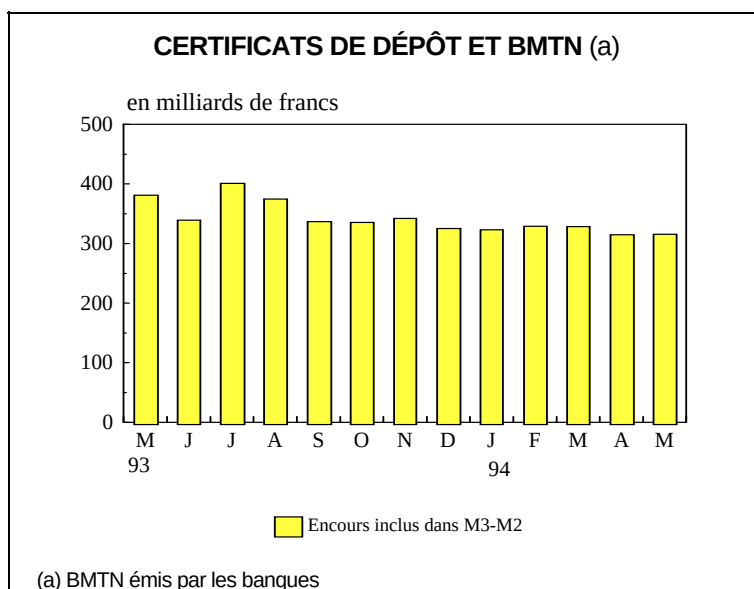
LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Les agrégats de monnaie et de placement

Les titres d'OPCVM court terme ont progressé de 0,3 % en mai, après une hausse de 1,1 % en avril. Sur un an, toutefois, leur recul reste marqué (– 12,2 %).



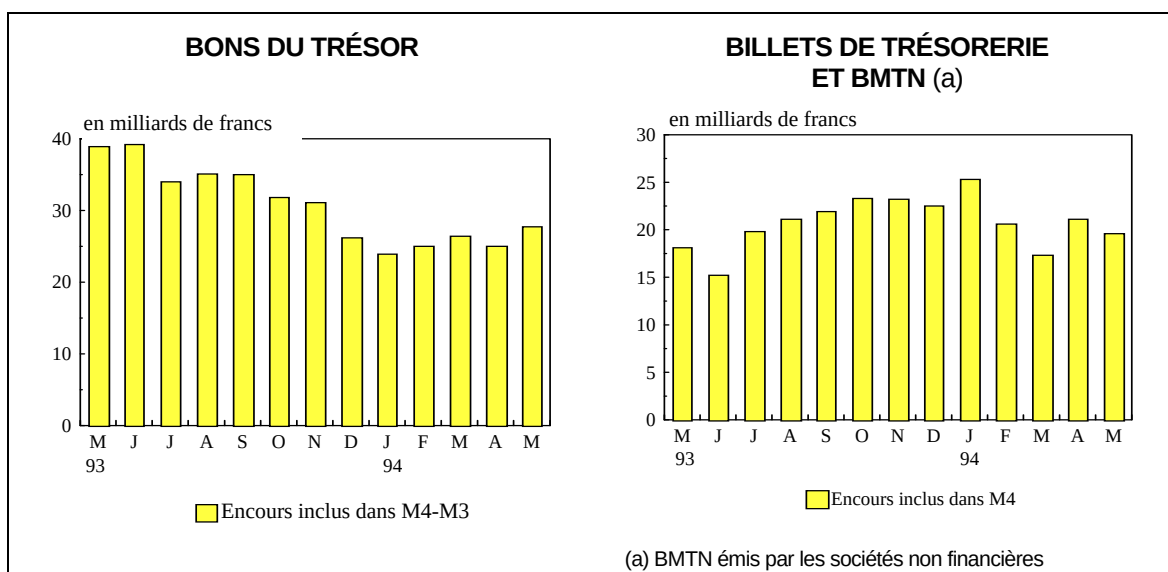
L'encours des certificats de dépôt en francs et des bons à moyen terme négociables émis par les banques et acquis par les agents non financiers est resté pratiquement stable d'un mois sur l'autre (315,7 milliards de francs, après 314,7 milliards en avril). Leur encours global a peu varié également (1 188,9 milliards de francs, après 1 181,9 milliards).



M4 – M3

Le montant des bons du Trésor détenus par les agents non financiers s'est accru de 2,7 milliards de francs au cours du mois et ressort à 27,7 milliards. L'encours global des bons du Trésor, tous détenteurs confondus, s'établit à 854,5 milliards de francs, après 807,1 milliards en avril.

L'encours des titres de créances négociables émis par les sociétés et souscrits par les agents non financiers s'est réduit, revenant, d'un mois à l'autre, de 21,2 milliards de francs à 19,6 milliards. Leur montant total est passé dans le même temps de 182,6 milliards de francs à 174,7 milliards.

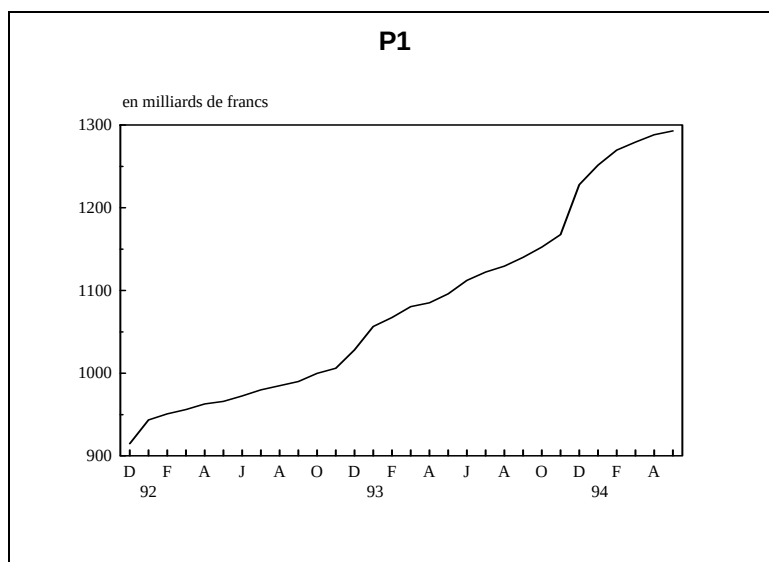


P1

L'agrégat de placement P1 est en progression de 18,4 %, en un an à fin mai (après 18,7 % à fin avril).

L'accroissement des plans d'épargne-logement reste soutenu (+ 1,2 % en mai, après + 1,3 % en avril et + 1,2 % en mars). Sur un an, leur progression s'accélère (+ 12,2 % à fin décembre, + 17,2 % à fin mars et + 19,1 % à fin mai).

La croissance annuelle des plans d'épargne populaire, toujours très forte, tend néanmoins à décélérer (25,5 %, après 30 % à fin mars et près de 34 % à la fin de 1993).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin mars) ¹

Vue d'ensemble

En glissement sur 12 mois, à fin mars 1994, comme à fin février, la contraction des crédits accordés par l'ensemble des établissements de crédit s'est ralentie par rapport à la fin du mois précédent (– 1,2 % à fin mars, après – 1,6 % à fin février et – 2,1 % à fin janvier). Les crédits aux sociétés se sont repliés de 3,1 % (après – 4,3 %). Pour les autres catégories d'agents, on observe des évolutions différentes de celles constatées à fin février : les concours aux ménages, qui en février s'étaient accrus de 2,8 % sur une base annuelle, se sont légèrement contractés à fin mars : – 0,5 %. En revanche, les crédits aux autres agents (– 5,1 % à fin février) ont progressé de 4,6 %.

Pour leur part, les concours accordés par les banques ont progressé en mars de 0,2 % et leur diminution, sur un an, revient à 3,4 % (après – 4,5 % le mois précédent). La baisse des crédits s'atténue nettement par rapport à fin février (– 6,0 %, après – 8,3 %). Les crédits aux ménages sont en très légère diminution (– 0,9 %, après – 0,3 %). Les concours accordés aux autres agents ont, pour leur part, baissé de 1,0 % en rythme annuel à fin mars, après – 5,1 % à fin février.

VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS					
(en pourcentage)					
	1992	1993			1994
	Décembre	Juin	Septembre	Décembre	Mars
BANQUES					
– Total des crédits	3,1	-1,0	-2,8	-3,7	-3,4
– Sociétés	3,4	-2,0	-5,0	-7,4	-6,0
– Ménages	0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,9
– Autres agents	21,9	2,9	-2,8	1,6	-1,0
ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT					
– Total des crédits	3,0	-0,5	-1,2	-0,8	-1,2 (a)
– Sociétés	3,0	-2,6	-3,7	-6,0	-3,1 (a)
– Ménages	0,5	0,8	1,0	0,7	-0,5 (a)
– Autres agents	11,4	4,3	2,6	15,5	4,6 (a)
(a) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28					
Mise à jour le 11 juillet 1994					

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

Les crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique

Après une baisse ininterrompue depuis novembre 1993, les crédits des banques à l'économie enregistrent un léger accroissement (0,2 %, après -0,7 % en février). Cette évolution recouvre une augmentation des crédits aux sociétés de 0,4 % (après -1,4 % en février). Les crédits aux ménages ont diminué de 0,2 % (après +0,3 % en février) et les concours aux autres agents sont restés stables pour le deuxième mois consécutif.

ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE					
	Données cvs			Données brutes	
	Variations mensuelles			Variations sur 12 mois	
	1993	1994		1994	1994
	Décembre	Février	Mars	Février	Mars
TOTAL	-0,3	-0,7	0,2	-4,5	-3,4
SOCIÉTÉS	-0,9	-1,4	0,4	-8,3	-6,0
– Investissement des sociétés	-2,4	-0,5	-1,3	-2,7	-2,3
– Trésorerie des sociétés	-0,9	-3,8	1,6	-10,7	-9,1
– Autres crédits	0,9	1,8	0,6	-10,4	-4,6
MÉNAGES	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,9
– Habitat ménages	0,3	0,1	0,1	1,5	1,2
– Trésorerie des particuliers	0,5	0,8	-0,7	-0,7	-1,7
– Autres crédits	-0,4	0,5	-0,7	-4,5	-5,3
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	0,5	0,0	0,0	-5,1	-1,0
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28					
Mise à jour le 1 ^{er} juillet 1994					

L'augmentation mensuelle des crédits aux sociétés s'explique par la croissance des crédits de trésorerie (1,6 %, après -3,8 % en février) et celle, moins marquée, des autres crédits (0,6 %, après 1,8 %). Les crédits à l'investissement ont par contre diminué plus fortement qu'en février (-1,3 %, après -0,5 %).

Sur un an, on observe un moindre repli des crédits aux sociétés (-6 %, après -8,3 %) : les crédits à l'investissement sont en retrait de 2,3 % à fin mars 1994, après -2,7 % à fin février. Les crédits de trésorerie ont diminué de 9,1 %, après 10,7 %. Les autres crédits ont connu une évolution plus nette : -4,6 % à fin mars, après -10,4 % à fin février.

Sur un mois, les concours accordés par les banques aux ménages se sont légèrement repliés (-0,2 %), après une augmentation de 0,3 % en février. Cette évolution recouvre une hausse des crédits à l'habitat sur le même rythme que le mois précédent (0,1 %) et une diminution de 0,7 % des crédits de trésorerie (après +0,8 % en février) ainsi que des autres crédits (-0,7 %, après +0,5 %).

Sur un an, les crédits aux ménages se sont inscrits en baisse de 0,9 % à fin mars (après -0,3 % à fin février). Les concours à l'habitat se sont accrus de 1,2 % (contre +1,5 % à fin février), tandis que les crédits de trésorerie et les autres crédits diminuaient respectivement de 1,7 % et 5,3 % (après -0,7 % et -4,5 % à fin février).

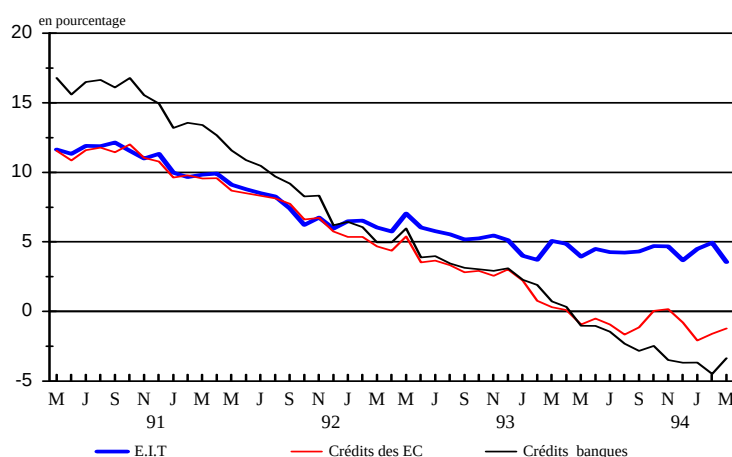
L'encours des crédits aux autres agents résidents s'est maintenu depuis deux mois à son niveau de janvier. Sa variation annuelle s'est établie à -1,0 % à fin mars, après -5,1 % à fin février.

6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin mars)

L'endettement intérieur total a enregistré une légère décélération et progresse de 3,6 % en glissement annuel à fin mars, contre 4,9 % à fin février et 4,5 % à fin janvier. La croissance de l'endettement de l'État s'est quelque peu ralentie et s'est établie à 17,2 % en un an à fin mars, après 25,2 % à fin février et 26,2 % à fin janvier. L'encours des financements octroyés aux ménages s'est contracté de -0,5 % à fin mars (après des progressions annuelles de 2,8 % et 2,3 % à fin février et fin janvier), tandis que le ralentissement du mouvement de repli des concours consentis aux sociétés se confirmait avec un recul de -2,6 % en glissement annuel succédant à des baisses de -3,3 % et de -3,4 % à la fin des deux mois précédents.

**TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DE L'EIT
ET DES CRÉDITS**



La progression des financements levés sur les marchés internes est demeurée soutenue (15,0 % en glissement annuel, après 16,9 % à fin février). Le ralentissement très prononcé de la progression de l'encours des titres émis sur le marché monétaire (1,6 % en un an à fin mars, après 7,5 % à fin février) provient d'une nette décélération de l'encours des bons du Trésor (4,4 % en un an à fin mars, contre 10,6 % à fin février) et d'une accentuation du repli de l'encours des billets de trésorerie (-9,5 %, après -4,8 % à fin février).

La croissance du montant des obligations émises par les agents non financiers est demeurée très vive (23,3 %, après 22,4 % à fin février pour l'ensemble, 29,6 %, après 28,5 % pour les titres d'État et 3,8 %, contre 3,1 % pour les obligations des sociétés).

En faible accroissement à la fin du mois précédent (1,0 % en glissement annuel, l'encours des crédits et obligations internationaux apparaît inchangé sur un an à fin mars.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT)					
<i>(en données brutes – en variations sur 12 mois – en pourcentage)</i>					
	1992	1993	1994		
	Décembre	Décembre	Janvier	Février	Mars
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL	5,1	3,7	4,5	4,9	3,6
– État	13,8	20,2	26,2	25,2	17,2
– Ménages	0,5	0,7	2,3	2,8	-0,5
– Sociétés (a)	4,3	-4,9	-3,4	-3,3	-2,6
– Autres (b)	4,3	14,4	-5,1	-1,7	6,8
CRÉDITS (c)	1,5	-0,3	0,2	0,5	-0,7
– État	-26,8	23,5	66,2	53,1	7,3
– Ménages	0,5	0,7	2,3	2,8	-0,5
– Sociétés	3,0	-6,0	-4,7	-4,3	-3,1
– Autres (b)	5,3	15,5	-4,8	-4,0	4,6
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (d) ..	15,7	14,7	16,6	16,9	15,0
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>25,1</i>	<i>4,2</i>	<i>8,1</i>	<i>7,5</i>	<i>1,6</i>
– État	28,3	7,7	10,8	10,6	4,4
– Sociétés	13,2	-10,2	-2,9	-4,8	-9,5
<i>Sur le marché obligataire</i>	<i>10,8</i>	<i>20,9</i>	<i>21,6</i>	<i>22,4</i>	<i>23,3</i>
– État	14,5	28,7	29,2	28,5	29,6
– Sociétés	4,3	3,0	4,0	3,1	3,8
– Autres	-13,2	-11,3	-11,2	51,8	54,1
CRÉDITS ET OBLIGATIONS INTERNATIONAUX	14,0	-0,1	-0,9	1,0	0,0
(a) L'endettement extérieur du secteur privé non bancaire est assimilé à celui des sociétés. (b) Obtenu par solde. Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des assurances et des administrations publiques 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 5 juillet 1994					

Actualité

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

LE RÔLE DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Allocution de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
au Congrès Eurofina,
à Cannes, le 7 juin 1994

Permettez-moi tout d'abord d'exprimer le plaisir que j'éprouve à participer cette année au Congrès d'Eurofinas. Votre fédération joue un rôle essentiel en se faisant l'écho des préoccupations des établissements de crédit européens que vous représentez. Le dynamisme dont vous savez faire preuve, votre capacité à vous adapter à des circonstances sans cesse changeantes, votre solidité financière et économique, ainsi que la créativité des sociétés financières, constituent en France comme dans l'ensemble de l'Europe un atout majeur, surtout dans le contexte économique actuel. S'agissant de ce contexte, permettez-moi de vous parler plus particulièrement de la situation en France.

Nous avons connu une période de ralentissement économique, mais maintenant, depuis plusieurs mois, nous sommes sur le chemin de la reprise. Ce qu'il faut, c'est que cette évolution favorable soit durable et, incontestablement, ce caractère durable de la reprise dépend et va dépendre, non en totalité mais pour une part substantielle, de l'évolution du financement de l'économie. À cet égard, je voudrais évoquer devant vous les grandes orientations que nous avons choisi de donner à la politique monétaire française, pour qu'elle assure la stabilité des prix et soit ainsi le garant d'une croissance durable. Puis j'indiquerai comment je perçois l'évolution actuelle des sources de financement de l'économie en France en soulignant plus particulièrement le rôle important que les sociétés financières jouent dans ce financement. Enfin, j'aborderai une question dont l'actualité montre tout l'intérêt, celle des relations entre les établissements de crédit et leurs clients.

Les grandes orientations de la politique monétaire française

Comme vous le savez, depuis le début de l'année 1994, la Banque de France a un nouveau statut qui garantit l'indépendance et la continuité de ses choix, tant dans la formulation des objectifs de la politique monétaire française que dans sa mise en œuvre. Je voudrais rappeler brièvement les premiers.

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 s'est ainsi assigné comme limite une hausse des prix de 2 %, aussi bien en 1994 que pour les prochaines années. Pour atteindre cet objectif, la politique monétaire se réfère à deux objectifs intermédiaires : la stabilité externe du taux de change dans le cadre du mécanisme de change du SME tel qu'il a été défini par les ministres et les gouverneurs de l'Union européenne le 2 août 1994, d'une part, l'évolution de l'agrégat de monnaie M3 et de l'endettement intérieur total, d'autre part.

La France peut se prévaloir d'un taux d'inflation peu élevé depuis plusieurs années. Depuis 1990 notamment, ce taux s'est établi à un niveau plus bas que celui de nos principaux partenaires commerciaux. Il est aujourd'hui de l'ordre de 1,7 % en rythme annuel et permet à la France d'être dans une position favorable vis-à-vis de ce critère de convergence essentiel au regard du traité de Maastricht. Notre compétitivité internationale s'en trouve naturellement renforcée, et cela a contribué au rééquilibrage de notre solde extérieur.

Cette très bonne performance passée rend particulièrement crédible l'objectif d'inflation que s'est assigné le Conseil de la politique monétaire.

Je n'insisterai pas sur l'objectif intermédiaire de stabilité externe de la monnaie dans le cadre du mécanisme de change. Il est bien connu de vous.

S'agissant de notre objectif intermédiaire interne nous l'avons fondé sur une surveillance aussi bien des liquidités que des financements, dont l'évolution doit être en phase avec une croissance non inflationniste. La formulation de l'objectif monétaire intermédiaire interne repose aujourd'hui sur une norme de moyen terme combinant une croissance du PIB potentiel non inflationniste de 2,5 % à 3 % en volume et une inflation n'excédant pas 2 %. Le choix de cette norme de moyen terme, plutôt que d'un objectif strictement annuel, tient au fait que les agrégats peuvent être affectés 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 de la structure des taux d'intérêt, soit de facteurs réglementaires ou exceptionnels, tels que l'emprunt d'État et les réaménagements de la fiscalité de l'épargne qui sont intervenus en France en 1993. Cette référence de moyen terme, nous l'appliquons non seulement à l'agrégat de liquidités, à savoir M3, mais aussi à l'ensemble des financements par endettement des résidents, regroupé dans un agrégat appelé endettement intérieur total. Cet accent que nous mettons sur l'évolution des financements traduit, notamment, l'attention particulière qu'il convient, selon moi, de porter aux liens qui existent entre financement et croissance. Il reflète aussi la préoccupation de ne pas analyser l'évolution des formes traditionnelles de crédit indépendamment des autres formes de financement que sont les émissions de titres.

Nous avons ainsi le bénéfice d'une vision en quelque sorte « binoculaire » de l'évolution monétaire et financière de notre économie de manière à pouvoir prendre nos décisions de la façon la plus pertinente possible.

L'évolution du crédit et son rôle dans la reprise

Il n'en reste pas moins que le rythme de la distribution du crédit est un indicateur suivi avec attention par les autorités monétaires puisque, rappelons-le, les crédits représentent près de 70 % de l'endettement intérieur total en France. Marquée par la récession économique, l'année 1993 est une année de contraction des crédits distribués à l'économie. Mais ce repli résulte également pour partie d'une substitution d'autres modes de financement au crédit, ce qui explique que l'endettement intérieur total ait progressé à un rythme de 4 % environ alors même que le crédit proprement dit stagnait ou se contractait légèrement. Par ailleurs, des signes convergents me permettent d'affirmer aujourd'hui que le point bas de l'encours des crédits à l'économie a été atteint. Si l'on observe les différentes composantes de ces crédits, on constate que le crédit aux particuliers continue de marquer une certaine progression, et que le crédit aux entreprises connaît une contraction de moins en moins prononcée. Je me dois de souligner que les

sociétés financières en France ont bien résisté à cette conjoncture difficile jusqu'à présent. D'après nos dernières statistiques disponibles de janvier 1993 à janvier 1994, le taux de progression des crédits distribués par les sociétés financières est resté positif et s'est établi à près de 1,5 % en glissement annuel. La part de marché de cette catégorie d'établissement s'est donc plutôt développée en 1993.

La Banque de France a poursuivi une politique de détente des conditions monétaires qui a conduit, après neuf baisses des taux directeurs depuis le début de l'année, à une réduction sensible du coût du crédit. Toutes nos enquêtes le confirment. D'après la plus récente, celle de mars, le taux moyen de l'escompte pour les entreprises est passé, sur douze mois, de 12,12 % à 8,61 %, celui des découverts de 11,74 % à 8,19 %, celui des autres concours à court terme de 12,29 % à 7,23 %, et celui du crédit à moyen terme de 11 % à 8,28 %. Sur un trimestre, la baisse des conditions débitrices est de l'ordre de 50 à 60 points de base. Le taux de base bancaire a suivi ce mouvement et est revenu de 10 % début 1993 à 7,70 % fin mai 1994.

Mais cette baisse du coût du crédit n'est pas le seul élément qui gouverne la décision d'investir des entreprises et de consommer pour les ménages. Leur situation financière est également un facteur essentiel. De ce point de vue, la dernière enquête financière de la Banque de France, parue à la fin du mois de mai, confirme que, au cours du premier trimestre, les trésoreries des entreprises se sont améliorées et sont jugées normales dans la plupart des PME. Dans un premier temps cette amélioration des trésoreries peut se traduire par un recours assez faible au crédit, mais c'est une phase d'ajustement nécessaire, préalable à une reprise de la demande de crédit sur des bases saines : les coûts sont maîtrisés, les charges financières baissent, les stocks diminuent. Les grandes entreprises ont, quant à elles, recours directement aux financements de marché. Leur moindre recours au crédit n'est donc pas forcément un signe négatif. Nous constatons ainsi dans nos enquêtes que l'endettement continue de s'alléger, que les besoins en fonds de roulement se réduisent, et que les difficultés de paiement diminuent. L'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) relève d'ailleurs que les taux d'autofinancement restent à des niveaux exceptionnels, largement supérieurs à 100 %. Quant aux ménages, l'Insee constate dans sa dernière note de conjoncture un redressement progressif de la confiance des ménages qui peuvent ainsi davantage arbitrer en faveur de la consommation au détriment de leur épargne de précaution.

Le redémarrage du crédit me paraît en bonne voie lorsque j'observe la reprise économique dont les signes sont visibles en France aujourd'hui. Je note en particulier les mises en chantier de logements qui progressent fortement, de 20 % depuis le début de l'année comparé à la même période de 1993. L'enquête annuelle de la Banque de France sur le comportement des entreprises dans l'industrie prévoit une hausse de 4 % des investissements, en valeur, pour 1994, après une baisse de 16 % en 1993. Je souhaiterais enfin rappeler que ce nouvel élan de la conjoncture se reflète dans l'évolution récente de nos agrégats monétaires étroits, M1 et M2, représentatifs de la demande d'encaisses de transactions. Cette évolution est maintenant positive, et M1 en particulier est en forte reprise depuis novembre dernier, à un rythme annuel de l'ordre de 7 % sur les huit derniers mois.

Je crois que la spécialisation des sociétés financières est un facteur tout à fait positif pour qu'elles tirent parti d'une reprise économique qui, en France comme en Europe, sera progressive. Dans un tel contexte la spécialisation devrait être un atout et permettre de capter les compartiments les plus porteurs de la demande globale de crédit. De plus, si la spécialisation permet de s'adapter aux évolutions sectorielles de la demande, elle incite aussi à une gestion rigoureuse dès lors qu'il n'est pas possible de compenser les faiblesses d'un secteur d'activité par des résultats plus favorables attendus dans d'autres compartiments du marché.

L'efficacité qui découle de votre spécialisation, votre savoir-faire aussi, expliquent que, dans le secteur des financements à l'équipement des particuliers qui est votre domaine de prédilection, la part des membres de l'Association des sociétés financières en France soit si grande. Les sociétés financières sont dès lors très sensibles aux difficultés qui peuvent naître entre les usagers du système bancaire et financier et les établissements de crédit. Je m'adresse aujourd'hui à un large auditoire où les Européens ne connaissent pas forcément le cadre institutionnel français. Il me semble utile dès lors d'évoquer le rôle très

important que jouent en France le Conseil national du crédit et le Comité consultatif qui lui est rattaché pour régler les problèmes qui peuvent surgir dans ce domaine des relations entre les établissements de crédit et leurs clients.

Le cadre institutionnel des relations entre les établissements de crédit et leurs clients en France

Le Conseil national du crédit est une instance consultative, présidée par le ministre de l'Économie, le gouverneur de la Banque de France en étant le vice-président, qui étudie les conditions de fonctionnement du système bancaire et financier, et qui peut émettre des avis.

Créé par la loi bancaire du 24 janvier 1984, le Comité consultatif du Conseil national du crédit est chargé d'étudier les problèmes liés aux relations entre les établissements de crédit et leur clientèle et de proposer toutes mesures appropriées dans ce domaine. Il peut également répondre aux demandes d'avis ou de recommandations d'ordre général exprimées par le ministre de l'Économie ou le gouverneur de la Banque de France sur ces mêmes questions.

C'est une instance paritaire réunissant des représentants des établissements de crédit (au nombre de huit) et des représentants de leur clientèle (également au nombre de huit) ; entreprises, commerçants, artisans, agriculteurs et consommateurs déposants et emprunteurs. Il comprend également des organisations syndicales représentatives du personnel des établissements de crédit (au nombre de trois). C'est donc à tort que l'on nomme très souvent ce comité le « comité des usagers ». Son président est choisi, par arrêté, parmi deux personnalités nommées en raison de leur compétence en matière bancaire et financière. Il s'agit présentement de M. Gousseau.

Si les pays scandinaves ont depuis longtemps l'expérience de la médiation externe (*ombudsman*), la France s'est, elle, dotée avec le Comité consultatif d'une structure de place qui a à la fois un champ d'action plus général (il peut se saisir ou être saisi de questions générales, communes à toute la profession financière ou à un très grand nombre d'établissements de crédit) et un champ d'action plus étroit (il ne traite pas des cas particuliers). Avec le Comité consultatif, la France s'est rapprochée du schéma américain : il existe, en effet, auprès du Conseil des gouverneurs du Système de réserve fédérale un Conseil consultatif sur la consommation, créé en 1976, qui formule des avis pour ledit conseil. L'une des mesures les plus connues qu'il ait fait aboutir, en octobre 1986, est le « basic banking ».

L'expérience française de concertation entre les établissements de crédit et leurs clients

Je crois pouvoir dire qu'en neuf années d'existence le Comité consultatif est devenu un lieu privilégié de concertation entre les établissements de crédit et leurs clients parce qu'il a su justifier sa place et prouver son efficacité.

Jusqu'au début des années quatre-vingt, le besoin d'un tel comité ne s'était pas fait sentir : nous étions dans un environnement bancaire et financier encore très réglementé, compartimenté, peu ouvert aux marchés et à la concurrence étrangère. Tout ou presque pouvait être organisé par les pouvoirs publics. Ce n'est plus le cas aujourd'hui : la qualité des services bancaires, la palette de l'offre (qu'il s'agisse de produits d'épargne ou de crédit, de services divers) et la protection des consommateurs ne peuvent plus simplement être assurés par la seule réglementation. La complexité et le caractère évolutif des produits, la montée de la concurrence font qu'à côté de cette réglementation les professionnels de la banque et de la finance doivent eux-mêmes essayer de se doter de codes de bonne conduite, de règles internes de fonctionnement.

Ils peuvent le faire seuls, mais une instance de place peut également les y aider en jouant les amiables compositeurs. C'est ce que cherche à faire le Comité consultatif qui, sans préjugés, examine les relations bancaires avec le souci de faire prévaloir la concertation et le consensus avec les représentants des clients... mais aussi parfois entre les professionnels eux-mêmes !

À titre d'illustration, je prendrai trois dossiers pour lesquels le Comité a eu une action particulièrement significative.

La réforme du taux de l'usure

L'ancien dispositif datant de 1966 paralysait l'action des prêteurs, notamment pour les crédits de faible montant, en cas de baisse structurelle des taux, sans pour autant protéger efficacement les emprunteurs. Le nouveau dispositif, préconisé par le Comité et qui apparaît aujourd'hui satisfaisant, se situe dans une optique de marché. Il s'appuie à cet effet sur le coût moyen des crédits effectivement constaté pour quelques grandes catégories de prêt, augmenté de 33 %.

Le surendettement des ménages

Dès 1988, le Comité a pressenti que les ménages français pourraient rencontrer rapidement des problèmes de surendettement. Il a mené des travaux arrivant à l'estimation que 200 000 familles étaient surendettées. Ces travaux et la réflexion qu'il a menée sur la façon de traiter au mieux cette question ont très largement contribué à orienter le contenu d'une loi du 31 décembre 1989, dite loi Neiertz, sur la prévention et le traitement du surendettement. Sa grande caractéristique est d'organiser une procédure collective de traitement amiable des dossiers. Ce n'est qu'en cas d'échec, c'est-à-dire d'absence de consensus entre les parties concernées, qu'ils peuvent être transmis au juge pour un règlement judiciaire civil.

La révision de la loi sur le chèque

Compte tenu de la place très importante du chèque en France, les pouvoirs publics ont toujours voulu sécuriser ce moyen de paiement grâce à des mesures législatives visant à limiter le nombre de chèques sans provision. Le dispositif adopté en 1975 n'était plus efficace au début des années quatre-vingt-dix.

Le Comité consultatif a proposé de réprimer beaucoup plus sévèrement l'émission de chèques sans provision au moyen d'une interdiction immédiate et généralisée faite à l'émetteur de tirer des chèques sur un quelconque de ses comptes dès le premier incident. Mais cette sévérité est compensée par la levée immédiate de cette interdiction de chéquier dès que l'intéressé régularise l'incident, moyennant d'ailleurs une pénalité. La loi du 30 décembre 1991 a, là encore, suivi les propositions du Comité.

Mais le Comité n'arrête pas là son action. Une fois ces textes réglementaires mis en place, il en assure régulièrement un suivi qui fait l'objet d'une publication dans son rapport annuel. Cette année, par exemple, le suivi de la réforme de la loi sur le chèque a même pris un caractère plus officiel : le ministre a demandé au Comité de faire une évaluation de cette loi pour préparer un rapport que le Gouvernement doit remettre au Parlement sur son application, le législateur ayant, il est vrai, prévu un tel bilan deux ans après sa mise en place.

Ce sont là quelques-unes des réalisations tangibles du Comité consultatif du Conseil national du crédit. Mais il en est d'autres tout aussi importantes : à travers cette instance, le monde bancaire au sens large, comme le monde des représentants des consommateurs et des entreprises, ont appris à se connaître et à travailler ensemble. Ils le font d'ailleurs si bien qu'une partie importante de leurs rencontres et échanges se passent en dehors du Comité, sans que celui-ci en ait même connaissance. C'est peut-être là, à mes yeux, sa plus grande réussite.

Le rôle des sociétés financières dans le financement de l'économie

En conclusion, je souhaite insister sur trois points.

– D'abord, notre stratégie de monnaie stable et crédible s'inscrit dans le contexte d'une croissance à moyen terme que le Conseil de la politique monétaire a envisagé, dès sa constitution, en janvier 1994, comme robuste. Le 24 janvier, nous avons dit que, pour nous, la perspective de croissance à moyen terme était de l'ordre de 3 % par an en volume. Cela apparaissait optimiste il y a cinq mois. C'est aujourd'hui bien compris.

Une monnaie stable et crédible constitue un socle sur lequel nous pouvons asseoir une croissance robuste — et non inflationniste — donc durable.

– Ensuite, je souhaite vous faire part d'une conviction. Les taux d'intérêt de marché, à moyen et long terme, reflèteront progressivement mieux les données fondamentales des diverses économies. S'agissant particulièrement de l'Europe, j'ai confiance dans la capacité commune des Européens de bien maîtriser l'inflation et je suis persuadé que les marchés en tiendront compte : l'Union européenne s'engage en ce moment dans la voie la meilleure, celle de la croissance non inflationniste, donc durable, que j'évoquais à l'instant. S'agissant tout particulièrement de la France, je pense que je n'étonnerai personne en disant que, grâce en particulier à notre vigilance, l'inflation française en fin d'année sera bien, tout me le laisse penser, inférieure à 2 % conformément à la politique définie le 24 janvier dernier par le Conseil de la politique monétaire. Vigilance et confiance. Confiance parce que vigilance. Tels sont nos maîtres-mots en ce domaine.

– Enfin, l'Union économique et monétaire se prépare, conformément au traité qui est très explicite sur les tâches et les responsabilités de l'Institut monétaire européen présidé par M. Lamfalussy. Le traité, qui constitue la loi des parties, est très précis sur les critères, les procédures, les calendriers. « *Pacta sunt servanda* ».

Avec l'ouverture officielle du marché unique européen intervenue le 1^{er} janvier 1993, et demain avec l'Union monétaire, les conditions les plus favorables à l'élargissement et au développement de votre champ d'activité me paraissent réunies.

Je suis sûr que vous saisissez ces occasions, pour le plus grand bien de la communauté financière européenne et des économies de ce continent et, par là-même, pour le plus grand bien de l'économie mondiale elle-même.

MARCHÉS DÉRIVÉS : LE POINT DE VUE D'UNE BANQUE CENTRALE

Allocution d'Hervé Hannoun, sous-gouverneur,
lors du colloque organisé par « Les Échos »
« Produits dérivés : quels risques pour quelle gestion ? »
devant le Cercle de l'union interalliée,
à Paris, le 29 juin 1994

Le développement des marchés dérivés n'est pas la *cause* de la plus grande instabilité des taux d'intérêt et des taux de change observée dans le monde depuis l'éclatement du système de Bretton Woods. Il en est plutôt une *conséquence* dans la mesure où ces marchés facilitent la couverture des risques de variation des taux d'intérêt et des taux de change, et où ils ont donc une fonction très utile de *protection contre l'instabilité*. Toutefois, la réflexion actuelle dans le monde cherche à déterminer si, dans certaines circonstances, les marchés dérivés ne sont pas susceptibles d'*ajouter à l'instabilité* et à la volatilité, en raison du rôle qu'ils joueraient dans l'interconnexion mondiale des marchés de capitaux, dans l'amplification des mouvements de prix des actifs financiers, ou dans l'accélération de la vitesse de transmission de ces mouvements.

À partir de là, on comprend que les banques centrales, qui sont à la fois gardiennes de la stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie, et gardiennes de la stabilité du système financier, ne peuvent pas ne pas s'intéresser de près aux marchés dérivés, qui sont en temps normal et en règle générale réducteurs d'instabilité, mais qui pourraient être dans certaines circonstances vecteurs d'instabilité.

Les banques centrales ont trois principaux objectifs dans le domaine des produits dérivés :

- au niveau des intervenants pris individuellement, assurer l'efficacité de la *surveillance microprudentielle* des activités sur produits dérivés ;
- à un niveau plus global, assurer la *surveillance macroprudentielle des marchés dérivés* et la surveillance des dynamiques de marché que les « dérivés » peuvent entretenir ;
- au niveau macro-économique enfin, vérifier que la montée en puissance des produits dérivés ne réduit pas l'*efficacité de la politique monétaire*.

1. La surveillance microprudentielle des dérivés

Le premier objectif des banques centrales est d'assurer l'efficacité de la surveillance microprudentielle des opérations sur dérivés.

La surveillance « microprudentielle » de ces opérations bénéficie déjà d'un dispositif très complet comportant des exigences en matière de fonds propres, des règles de division des risques et des normes relatives au contrôle interne. Mais ce dispositif prudentiel est parfois mal connu car ce ne sont pas les produits dérivés qui y sont traités en tant que tels, mais les risques de toute nature qu'ils impliquent. L'approche par *risques* — la seule qui soit envisageable en matière prudentielle — se distingue ainsi de l'approche par *produits*.

1.1. Les exigences de fonds propres

Les règles de solvabilité déterminent un coût en fonds propres des dérivés qui couvre d'ores et déjà les risques de crédit et couvrira prochainement les risques de marché.

1.1.1. En ce qui concerne le *risque de crédit*, on considère que, sur les *marchés organisés*, le risque de contrepartie sur les produits dérivés est presque nul grâce à l'interposition d'une chambre de compensation qui se protège elle-même contre le risque de défaillance d'un intervenant en exigeant un dépôt préalable de garantie et en procédant à un appel de marge quotidien. En revanche, sur les *marchés de gré à gré* où de tels mécanismes n'existent pratiquement pas, le risque de contrepartie est bien réel : l'accord de Bâle de juillet 1988 et la directive européenne de décembre 1989 ont d'ailleurs prévu que les instruments négociés sur ces marchés devaient être intégrés dans le calcul des risques de contrepartie du ratio de solvabilité. Ce calcul se fait sur la base du coût de remplacement, évalué au prix de marché (méthode dite du « risque courant »), de chaque contrat gagnant ¹, auquel est ajouté un « add-on », ou « facteur de risque futur », qui reflète la volatilité du coût de remplacement du contrat ².

Ce dispositif, déjà très satisfaisant, devrait évoluer dans les mois à venir sur deux points.

— *La compensation bilatérale* des positions sur instruments dérivés, au moyen d'accords cadre, devrait être prochainement reconnue à Bâle et à Bruxelles. Il en résultera, chaque fois que les effets de la compensation sont juridiquement incontestables, une diminution notable des risques de signature supportés par les établissements de crédit et une réduction des exigences en fonds propres. Cette dernière est légitime puisque la compensation produira effectivement une réduction des risques de crédit. Je vous rappelle à cet égard que pour faciliter cette compensation bilatérale et lui donner toute la sécurité juridique nécessaire, le droit français vient d'être modifié par une loi du 31 décembre 1993.

— Par ailleurs, les risques les plus importants générés par les opérations les plus longues (au-delà de 5 ans) ou portant sur des sous-jacents peu liquides et dont les cours sont très volatils — dérivés sur métaux précieux, sur index d'actions ou sur matières premières — devraient faire l'objet d'une exigence accrue de fonds propres par un renchérissement des « add-ons » les concernant.

La profession sera consultée, le moment venu, sur ce dernier point, par le Comité de Bâle ; le premier point (la compensation bilatérale) a déjà donné lieu à consultation dans le cadre du dispositif sur les risques de marché au printemps de 1993.

1.1.2. En ce qui concerne les *risques de marché*, c'est-à-dire principalement les risques de taux d'intérêt, les risques de change et les risques de position sur actions, la transposition de la directive européenne sur l'adéquation des fonds propres est en cours et l'adoption du dispositif du Comité de Bâle sur les risques de marché devrait intervenir rapidement. De la sorte, les opérations sur instruments dérivés, comme toutes les transactions générant des risques de marché, se verront imposer une charge en fonds propres réaliste.

¹ En effet, s'agissant de contrats perdants, c'est la contrepartie qui détient une créance et encourt donc un risque de crédit.

² La volatilité du coût de remplacement du contrat — et donc le niveau du « add-on » — varient en fonction de la durée de l'opération et en fonction de la volatilité du cours du sous-jacent.

Le principe général, tel qu'il figure actuellement dans les deux textes (celui de Bruxelles et celui de Bâle), est de retenir les instruments dérivés en fonction d'un « équivalent-risque de bilan », calculé à partir des caractéristiques propres à chacun des produits. Ainsi, par exemple, les « swaps » devront être décomposés en deux positions, prêteuse et emprunteuse. Les options pourront être intégrées dans les dispositifs de change, de taux et de positions sur actions, en fonction de leur équivalent-delta ou de leur sensibilité réelle, mesurée au moyen de simulations à partir des modèles et des systèmes internes des établissements de crédit.

Je voudrais souligner que les opérations sur instruments dérivés ne sont pas tout à fait dans la même situation que les autres opérations de marché en ce qui concerne *l'articulation entre le dispositif actuel de mesure du risque de crédit et le dispositif futur de mesure des risques de marché*.

L'approche retenue pour la mesure des risques de taux et de positions sur actions au sein du portefeuille de négociation (trading portfolio) est celle dite du jeu de construction (Building Block), selon laquelle deux types de risques sont additionnés :

- le risque général de marché (risque de taux par exemple),
- le risque spécifique, lié à l'émetteur des titres, et qui peut être rapproché du risque de contrepartie.

Par portefeuille de transaction, il faut entendre, en principe — je dis « en principe » car les choix à cet égard ne sont pas totalement arrêtés —, les titres et les dérivés classés comptablement dans les portefeuilles de négociation et de placement.

En raison de ce traitement global dont font l'objet ces supports, et en particulier de la prise en compte d'un risque spécifique, les éléments dudit portefeuille de transaction seront sortis du dispositif actuel de mesure du risque de crédit. C'est en ce sens que la démarche retenue pour les risques de marché a pu être présentée comme étant une approche substitutive au dispositif actuellement en vigueur pour les risques de crédit.

Toutefois, les produits dérivés repris dans le portefeuille de transaction ne bénéficieront pas de cette approche substitutive puisque, outre l'exigence de fonds propres résultant du dispositif sur les risques de marché, ils continueront à être assujettis au dispositif de 1988 sur le risque de crédit. La raison en est que, du fait de leurs caractéristiques et de la nature habituelle de leurs sous-jacents — cours de change ou taux d'intérêt sur titres publics pour l'essentiel — le dispositif sur les risques de marché appréhende mal — au travers du risque spécifique — les risques de crédit qu'ils impliquent.

1.2. Les règles de division des risques

Il s'agit d'un point important, s'agissant de marchés où la concentration des opérateurs est forte.

La directive européenne sur les grands risques, entrée en vigueur au début de 1994, apporte une réponse satisfaisante en ce qui concerne les dérivés. En effet, pour l'appréciation des règles de division des risques, les positions sur dérivés sont retenues concurremment avec les autres engagements sur un même débiteur, résultant par exemple d'opérations de crédits ou de cautions ; ces positions sur dérivés sont calculées, comme pour le ratio de solvabilité, sur la base du coût de remplacement des contrats gagnants valorisés au prix de marché et majoré des « add-ons ».

Comme la directive européenne concerne tout à la fois les opérations avec la clientèle et les opérations interbancaires, on peut considérer que, en France ainsi que dans tous les pays européens, la prise en compte des dérivés en matière de division des risques est désormais satisfaisante.

1.3. Le contrôle interne

Le contrôle interne de la gestion des opérations sur dérivés fait l'objet d'une attention toute particulière des autorités de supervision bancaire.

Marchés dérivés : le point de vue d'une banque centrale

1.3.1. Dès les premières années de développement des opérations sur instruments dérivés, la Commission bancaire a insisté sur la nécessité de mettre en place, dans les établissements de crédit, un contrôle interne de qualité, adapté aux caractéristiques de ces risques et aux stratégies des établissements qui les traitent. À plusieurs reprises, des recommandations ont été formulées à la profession bancaire en ce sens à partir de 1986-1987 ¹. Elles mettent en particulier l'accent sur :

- la nécessité d'une intervention effective des dirigeants des établissements de crédit dans la définition et le suivi d'une politique d'intervention sur ces marchés ;
- l'indépendance des services chargés de la mesure et du contrôle des risques, par rapport aux opérateurs ;
- la qualité des systèmes de mesure des risques, de définition des limites et d'appréciation des résultats ainsi que des procédures qui aboutissent à leur révision régulière.

Afin que la Commission bancaire puisse s'assurer de la bonne application du dispositif réglementaire existant et en particulier de la qualité des contrôles internes concernant les opérations sur dérivés, un effort tout particulier de surveillance prudentielle a été décidé pour 1994. Celui-ci intervient dans le cadre, soit du contrôle sur documents, soit de vérifications sur place effectuées par les inspecteurs de la Banque de France.

1.3.2. Les autorités de surveillance bancaire ont également l'intention de porter une attention plus grande aux modèles utilisés par les établissements de crédit pour mesurer et gérer leurs risques de marché en général et leurs opérations sur dérivés en particulier.

Lors de la consultation lancée par le Comité de Bâle sur les risques de marché, un certain nombre de grandes banques internationales ont exprimé le souhait d'avoir recours à leurs propres modèles internes pour calculer les besoins de couverture de ces risques par des fonds propres.

Je rappelle que le principe d'un modèle est de générer, à partir des données et paramètres qui lui sont fournis, une mesure du risque exprimée en termes de « value at risk » : cette mesure représente une estimation du montant maximum qui pourrait être perdu par une banque au titre de ses risques de marchés, avec un intervalle de confiance statistique donné, sur un horizon de temps déterminé et dans des conditions de marché fixées par la période d'observation.

En France, la Commission bancaire a entrepris d'interroger les établissements de crédit sur :

- les objectifs de ces modèles,
- leurs paramètres et les procédures de révision de ces paramètres,
- leur qualité technique,
- le rôle des commissaires aux comptes dans le contrôle de ces modèles,
- le recours régulier à des « scénarios de crise » et des « stress tests »...,
- la capacité de ces modèles à envisager tous les types potentiels de risques (de marché, mais aussi de crédit, de liquidité, de concentration ...),
- les conséquences de l'usage de ces modèles sur la gestion interne des établissements (production de limites, allocation de capital entre les différentes lignes d'activité, vérification continue de l'adéquation des opérations à la stratégie de marché de l'établissement ...).

¹ – Livre blanc de mars 1987,

- règlement n° 88.04 du Comité de la réglementation bancaire, relatif à la mesure et au contrôle des risques encourus par les établissements de crédit sur les marchés d'instruments à terme,
- règlement n° 90.08 du Comité de la réglementation bancaire sur le contrôle interne,
- règlement n° 90.09 relatif au risque de taux d'intérêt sur les opérations de marché.

Il est trop tôt pour dire si le recours à ces modèles internes sera accepté au niveau européen et au niveau du Groupe des Dix pour le calcul des normes de solvabilité. Si ce devait être le cas, les autorités de surveillance seraient naturellement amenées à formuler des recommandations précises aux établissements de crédit sur les caractéristiques de base des modèles.

Il ne s'agirait donc pas d'aller vers une sorte d'autorégulation prudentielle des grandes banques commerciales internationales. En effet, les modèles internes de gestion de risques auraient à être validés de façon précise par les régulateurs. Ceux-ci exerceraient donc pleinement leurs responsabilités de contrôle et ils disposent pour cela (et ils disposeront de plus en plus) d'agents dotés de l'expertise mathématique et scientifique nécessaire à la compréhension de ces modèles.

2. La surveillance macroprudentielle des marchés dérivés

L'action des banques centrales en matière de surveillance macroprudentielle des marchés dérivés s'exerce actuellement dans quatre directions :

- prendre l'exacte *mesure statistique des marchés dérivés*,
- favoriser la *transparence* des marchés de produits dérivés,
- observer et surveiller en permanence les *dynamiques de marché* susceptibles d'être amplifiées par les dérivés,
- veiller à la prévention du *risque systémique*.

2.1. Prendre une exacte mesure statistique des marchés dérivés

La Banque des règlements internationaux (BRI), en liaison avec l'ensemble des banques centrales des grands pays industrialisés, vient de prendre une initiative visant à améliorer la mesure de la taille, de la profondeur et des risques des marchés dérivés.

Comment se pose en effet ce problème de mesure ?

Les masses notionnelles (c'est-à-dire la valeur des actifs sous-jacents) sont impressionnantes...

Au plan mondial, les encours notionnels atteignent 7 839 milliards de dollars à la fin de 1993 pour les marchés organisés, et 5 345 milliards à la fin de 1992 pour les marchés de gré à gré. Encore peut-on observer que ces statistiques internationales collectées par la BRI ne donnent qu'une estimation partielle faute de connaissance précise des volumes réalisés sur tous les marchés de gré à gré, notamment sur celui des options de change.

En France, les opérations sur produits dérivés représentent désormais une partie importante des activités des établissements de crédit, comme le montre le rapport annuel de la Commission Bancaire pour 1993 diffusé ce matin, qui comporte une étude importante sur les produits dérivés.

– L'encours global notionnel enregistré au hors bilan des établissements de crédit a été multiplié par 7,7 en l'espace de moins de cinq ans, passant de 3 989 milliards de francs à fin 1988 à 30 980 milliards de francs au 30 juin 1993.

– L'évolution du rapport entre les encours notionnels inscrits au hors bilan et le total de leur bilan montre l'importance relative croissante des opérations sur produits dérivés au sein des activités bancaires : ce rapport est passé de 57 % en 1988 à 218 % au 30 juin 1993.

– Naturellement, les produits dérivés ont aussi une traduction au bilan des banques. Ainsi, selon le rapport de la Commission bancaire, la valeur globale des primes d'options achetées inscrites au bilan des banques s'élève à 97 milliards de francs au 30 juin 1993 tandis que la valeur des primes reçues au titre des options vendues s'élève à 90 milliards à la même date.

Marchés dérivés : le point de vue d'une banque centrale

Les masses notionnelles sont donc impressionnantes...

Il faut toutefois relativiser ces chiffres et les dédramatiser quelque peu.

Les encours notionnels ne donnent évidemment pas une mesure précise des risques encourus.

– Ils recouvrent souvent un empilement d'opérations qui peuvent s'annuler ou se compenser en termes de risques ; c'est notamment le cas pour les « swaps » de taux d'intérêt.

– Ils peuvent traduire la couverture par des produits dérivés d'éléments d'actifs et de passifs bilantiels dont le risque est ainsi neutralisé.

– Ils ne tiennent pas compte des accords de compensation au plan multilatéral ou bilatéral.

Le poids des risques de crédit liés aux opérations sur produits dérivés reste assez limité malgré une assez nette progression depuis quelques années. Ce poids peut être estimé par la part des produits dérivés dans le total des risques de crédit pondérés repris au dénominateur du ratio de solvabilité : 0,57 % à la fin de 1991, 1,62 % à la fin de 1992 et 1,80 % au 30 juin 1993 ¹.

La part des produits dérivés dans les risques de crédit apparaît ainsi sans commune mesure avec leur poids dans le total de l'activité des établissements de crédit mesuré par les montants bruts des encours notionnels rapportés au total du bilan de ces établissements (ce rapport s'établissait, je le rappelle, à 218,3 % au 30 juin 1993).

Mieux mesurer la dimension et les risques des marchés dérivés

Un groupe de travail a été constitué sous l'égide de la BRI pour mesurer la dimension des marchés et les risques relatifs aux marchés dérivés. Une des premières conclusions de ce groupe, partant du constat que les informations disponibles au plan international sont lacunaires et insuffisantes, est de lancer pour avril 1995 une enquête statistique sur les produits dérivés, enquête qui sera couplée à celle sur les marchés de change.

Cette enquête couvrira un large champ de produits (de taux d'intérêt, de change, d'actions et d'indices) ; elle portera non seulement sur la valeur des volumes traités et des encours notionnels dans les livres des déclarants, mais aussi (et là est la nouveauté) sur la *valeur de marché des portefeuilles de produits dérivés* (par exemple, le coût de remplacement des « swaps » ou la valeur de marché des primes d'options).

Cette enquête lourde s'inscrit dans le cadre d'une amélioration de la transparence des marchés dérivés, qui est l'une des préoccupations actuelles des banques centrales des pays du Groupe des Dix.

2.2. Améliorer la transparence des marchés dérivés

L'un des reproches faits aux produits dérivés est leur opacité. Introduire une plus grande transparence est à la fois de l'intérêt des banques centrales et de l'intérêt des participants du marché.

L'opacité des marchés de gré à gré résulte notamment de la difficulté rencontrée par les intervenants sur ces marchés pour apprécier les risques encourus par les participants, pour connaître l'état des autres partenaires, et pour évaluer correctement leur risque de contrepartie.

Le manque de transparence des opérations sur dérivés dans les documents publiés par les banques incite les autorités régulatrices à souhaiter une meilleure communication financière des établissements de crédit en matière de transactions sur dérivés.

Il y a, me semble-t-il, un large consensus international sur l'idée que les intermédiaires financiers doivent s'orienter de leur propre initiative vers une amélioration de la transparence de leurs opérations en diffusant périodiquement des informations quantitatives exprimant leur appréciation des risques de marché encourus du fait de leur activité dans le domaine des produits dérivés, et indiquant les résultats réels dans la gestion de ces risques.

¹ Calculs effectués pour les dix principaux opérateurs sur produits dérivés

Il serait naturellement peu équitable de demander aux seuls intervenants bancaires d'aller dans ce sens. L'effort d'amélioration de la transparence doit naturellement s'appliquer aussi aux intervenants non bancaires.

2.3. Surveiller les dynamiques de marchés auxquelles les produits dérivés peuvent contribuer

L'évolution récente de la volatilité des prix des actifs financiers, notamment sur les produits de taux d'intérêt, montre que, dans certaines circonstances, les marchés peuvent entrer dans des phases de surréaction, suivies de phases de correction.

L'attention que les banques centrales doivent porter aux *dynamiques de marché* passe par un examen du fonctionnement des marchés dérivés. Comme je l'ai indiqué au début de mon intervention, en temps normal, les marchés dérivés ont plutôt un rôle stabilisant. Il apparaît toutefois que, dans certaines circonstances, les instruments dérivés sont susceptibles de figurer parmi les facteurs sinon de déclenchement du moins d'amplification des phases de déséquilibre dynamique des marchés financiers, et ce à travers trois mécanismes principaux :

- *premier mécanisme* : les opérateurs qui utilisent les produits dérivés dans le cadre de stratégies qui impliquent une *couverture dynamique des options* sont conduits à vendre les actifs sous-jacents quand leur cours baisse et, inversement, à les acheter quand leur cours monte (gestion en delta neutre par les teneurs de marché sur les marchés d'options) ;

- *deuxième mécanisme* : ces phénomènes d'amplification peuvent être accentués par la diminution de la liquidité résultant, sur les marchés organisés, d'appels de marge et, sur les marchés de gré à gré, de difficultés éventuellement rencontrées par les teneurs de marché pour assurer la contrepartie d'opérations nombreuses et toutes orientées dans le même sens ;

- *troisième mécanisme* : les opérateurs qui agissent sur les marchés financiers avec de forts *effets de levier* peuvent rencontrer des difficultés à faire face aux appels de marge dans les phases de forte baisse des prix et être amenés, dans le cadre d'opérations dites de « stop loss », à vendre des actifs pour répondre à leurs engagements, avec pour conséquence une baisse cumulative des prix.

En période de tension, le jeu de ces mécanismes est susceptible d'ajouter à l'instabilité et à la volatilité des prix des instruments dérivés eux-mêmes, de leurs actifs sous-jacents, et des actifs avec lesquels ils sont liés par des relations de parité.

L'analyse des crises qu'a traversées le système financier au cours des dix dernières années, comme le krash du marché des actions en 1987, montre que la contribution possible des marchés dérivés au développement de phases de déséquilibres dynamiques ne peut être négligée et fait l'objet d'une attention particulière de la part des banques centrales.

2.4. Prévention du risque systémique

J'en viens à la question du risque systémique. Elle était au coeur des points que j'ai évoqués précédemment.

- *Un dispositif efficace de surveillance microprudentielle* permet de prévenir l'une des sources du risque systémique, à savoir *l'effet domino*, découlant de la défaillance d'un intervenant majeur et de la contagion de cette défaillance à d'autres intervenants, dans des marchés dérivés caractérisés par un degré élevé de concentration.

- La surveillance par les banques centrales des phénomènes de *dynamique de marché* vise à prévenir l'autre source de risque systémique, à savoir *les effets de « rétroaction »* (« *feedback* ») donnant lieu à des variations de forte ampleur des prix des actifs sous-jacents.

Marchés dérivés : le point de vue d'une banque centrale

– Une plus grande transparence des marchés dérivés est un élément important de limitation du risque systémique.

– J'ajouterai, à ces axes de prévention, la nécessité de veiller à la *sécurité des systèmes de paiement*, dont on sait qu'ils peuvent être un autre canal de transmission du risque systémique. En dépit de l'expansion très marquée des marchés dérivés ces dernières années, leur impact sur les flux de règlements interbancaires est demeuré modéré. Ceci s'explique par les techniques de règlement utilisées, qui dans la plupart des cas n'impliquent aucun échange de principal, ou par le recours à des mécanismes de compensation. Ainsi, en moyenne, les paiements journaliers effectués par les membres de l'Option Clearing Corporation de Chicago se sont élevés en 1993 à seulement 71 millions de dollars, soit 0,4 % du montant estimé des transactions.

Néanmoins, le faible impact des dérivés sur les règlements interbancaires ne doit pas pour autant faire oublier le caractère indispensable, comme pour l'ensemble des opérations de marché, de systèmes de paiement sûrs et efficaces.

En France, le système à règlement brut en temps réel « transferts-Banque de France » (TBF) offrira prochainement la possibilité d'effectuer des transferts irrévocables en monnaie centrale en cours de journée, ce qui permettra d'effectuer les appels de marge dans les meilleures conditions possibles. Le TBF sera en outre appelé à jouer le rôle de plaque tournante pour l'allocation des garanties en cours de journée au profit des différents systèmes de place, qu'il s'agisse des autres systèmes de paiement, des systèmes de règlement-livraison de titres, ou des chambres de compensation de produits dérivés.

Les marchés de gré à gré sont dépourvus par nature des mécanismes institutionnels de protection qui existent sur les marchés organisés, qu'il s'agisse des appels de marge ou des systèmes d'interruption de négociation et de « coupe-circuit » qui visent à bloquer l'apparition d'un risque systémique sur un marché et sa propagation à d'autres marchés auxquels il est relié. Toutefois, des dispositifs protecteurs (exigences de dépôts) ont été mis en place aussi sur certains marchés de gré à gré à l'initiative des banques elles-mêmes. Par ailleurs, des projets existent dans certains pays visant à explorer la possibilité d'une compensation multilatérale des opérations de « swaps ». La création de telles chambres de compensation pour les marchés de gré à gré permettrait de réduire l'exposition des intervenants sur ces marchés au risque de contrepartie. C'est pourquoi les banques centrales suivent avec intérêt ces projets.

3. Marchés dérivés et politique monétaire

Les marchés dérivés permettent une meilleure gestion des risques au niveau micro-économique, notamment de la part des entreprises. Cela devrait contribuer au plan macro-économique à une plus grande efficacité du capital et, à long terme, à un niveau plus soutenu d'investissement et de croissance économique.

Les banques centrales ont naturellement à s'interroger aussi sur les éventuelles implications du développement des marchés de produits dérivés pour l'efficacité des mécanismes de transmission et de la conduite de la politique monétaire. Je m'en tiendrai à quelques réflexions, s'agissant de sujets complexes et en cours d'examen, aussi bien au niveau de la Banque de France qu'à celui de la BRI.

3.1. L'impact sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire

Les mécanismes de transmission font référence aux canaux par lesquels une décision de politique monétaire influence le niveau de la demande finale.

En ce qui concerne plus particulièrement l'impact des marchés dérivés, il s'agit d'un domaine où les réflexions sont largement d'ordre conjectural, en raison notamment de la relative pénurie de données. Il paraît toutefois raisonnable de penser que les marchés dérivés ne changent probablement pas les voies principales par lesquelles la politique monétaire influence l'activité économique. Du fait de la redistribution des risques entraînée par le fonctionnement des marchés dérivés, on peut néanmoins se demander si la

sensibilité de certaines variables économiques aux décisions de politique monétaire ne pourrait pas se trouver modifiée à court terme par le développement de ces nouveaux instruments. Je voudrais en donner un exemple de nature largement théorique.

Cet exemple a trait aux effets de revenu de la politique monétaire dans la formation des *cash-flows* des entreprises. Si une proportion plus forte des paiements d'intérêt des entreprises était protégée contre des variations de taux d'intérêt, alors leurs dépenses d'équipement pourraient devenir moins sensibles aux décisions de politique monétaire.

Il ne semble toutefois pas que les marchés dérivés réduisent l'efficacité des mécanismes de transmission de la politique monétaire. On peut même penser qu'ils peuvent, à certains moments, accélérer la transmission des décisions de politique monétaire à l'ensemble des marchés financiers sur toutes les échéances de la courbe des rendements.

3.2. L'impact sur la conduite de la politique monétaire

La conduite de la politique monétaire se fonde sur la définition d'objectifs intermédiaires ; en France, il s'agit, vous le savez, d'une norme de progression à moyen terme de la masse monétaire M3 et de la stabilité du taux de change du franc vis-à-vis des monnaies les plus solides du Système monétaire européen.

J'évoquerai brièvement les conséquences éventuelles du développement des marchés dérivés sur les agrégats monétaires. Ces agrégats pourraient être affectés dans la mesure où se diffuserait la détention d'actifs financiers faisant appel aux produits dérivés et présentant des caractéristiques de plus en plus proches de celles des avoirs monétaires. Je pense par exemple à des placements tels que les plans d'épargne en actions ou les parts d'OPCVM obligataires assortis de garanties de capital et/ou de performance. Mais ces produits garantis ne représentent pas des masses telles que les agrégats monétaires puissent être aujourd'hui perturbés par leur développement.

Un dernier mot sur la conduite de la politique monétaire dans le nouvel environnement financier mondial dont les marchés dérivés sont un élément important. Chaque banque centrale a plus que jamais à considérer, en même temps, les trois éléments que sont les taux de change, les taux d'intérêt à long terme et les taux d'intérêt à court terme.

En permettant à faible coût de gérer séparément les différents risques associés à la détention d'un actif, notamment les risques de taux et de change, les marchés dérivés accroissent la diversité et la précision des stratégies que les investisseurs peuvent mettre en oeuvre. Ce faisant, ils renforcent encore la nécessité pour les autorités monétaires d'avoir une approche globale du « triptyque » taux de change, taux courts, taux longs, en vue de tirer le meilleur parti de l'information que fournissent les marchés au comptant et les marchés dérivés sur les anticipations et les comportements des opérateurs.

LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS AUJOURD'HUI

Allocution prononcée par Michel Albert,
membre du Conseil de la politique monétaire,
lors du séminaire organisé par la NatWest
sur l'évolution des marchés de capitaux en Europe,
à Paris, le 19 mai 1994

C'est la première fois à Paris qu'une assemblée aussi éminente et aussi nombreuse d'investisseurs, d'émetteurs et d'intermédiaires est réunie.

Pour prendre la mesure de cet événement, un petit souvenir personnel : il y a une vingtaine d'années le gouvernement m'a demandé un rapport sur le même sujet : Paris, place financière internationale. En gros, ma conclusion était la suivante : j'ai parcouru Paris, j'ai cherché une place financière internationale. Je ne l'ai pas trouvée. Il n'existait qu'une petite place provinciale, somnolente et sclérosée.

Cette conclusion n'a pas fait plaisir à tout le monde mais elle permet de mesurer aujourd'hui le chemin parcouru en vingt ans.

Il y a vingt ans, la France était un pays inflationniste, dirigiste, financièrement protectionniste, où les marchés étaient étroitement réglementés et compartimentés. Aujourd'hui, la situation est radicalement différente :

- l'environnement économique est désormais particulièrement favorable à la place financière de Paris ;
- la place financière de Paris se caractérise par une modernisation et une internationalisation accélérées ;
- les différents compartiments des marchés de capitaux français bénéficient de cette double dynamique.

1. L'environnement économique et financier est favorable

La grande mutation du système financier français a commencé il y a une quinzaine d'années avec le gouvernement de Raymond Barre. Il est remarquable qu'elle ait été poursuivie par tous les gouvernements successifs (sauf un) et illustrée tout particulièrement, à la suite de Raymond Barre, par deux ministres des Finances devenus ultérieurement Premier ministre, MM. Bérégovoy et Balladur, de sorte que l'on peut parler de la « trinité des trois B » : Barre, Bérégovoy et Balladur.

C'est tout particulièrement grâce à eux que l'environnement économique et financier de la France est aujourd'hui caractérisé par les cinq traits suivants.

La place financière de Paris aujourd'hui

– Depuis une dizaine d'années, la France est l'un des pays les *moins* inflationnistes du monde. Ce qui a permis depuis plus de sept ans d'assurer la stabilité du franc français au sein du SME en dépit des crises de change de 1992 et 1993.

– Depuis une dizaine d'années, la croissance moyenne de la France a été *supérieure* à celle des autres membres de l'Union européenne et cela malgré un redressement continu des comptes extérieurs de la France. Celui-ci se fonde sur l'amélioration, également continue, de la compétitivité, à la fois en termes de prix et hors prix. En 1993 la France a ainsi obtenu un excédent courant (0,8 % du PIB) qui est le deuxième du G7, après celui du Japon.

– Ce résultat est d'autant plus significatif que l'économie française — contrairement à ce que l'on croit parfois — est l'une des plus *ouvertes* du monde : les échanges extérieurs, en 1992, représentaient 22,5 % du PIB contre 21,8 % pour l'Allemagne de l'Ouest, 19 % pour le Royaume-Uni et 15 % pour l'Italie. Sur le plan financier, l'internationalisation du franc français est observable sur les euromarchés. Dans le compartiment obligataire, les émissions en francs sont passées de 27,6 milliards en 1989 à 222,8 milliards en 1993. La part de la devise française dans les euro-émissions obligataires s'établit ainsi à 8,2 % en 1993 (5^e rang mondial), contre 4,1 % en 1990.

– Concernant les finances publiques, si le déficit s'est accru dans les deux dernières années, il demeure en France moins élevé que celui de la moyenne de l'Union européenne (5,8 %, contre 6 % en 1993). Par ailleurs, le ratio dette publique/PIB est de 44 %, soit le plus bas d'Europe après le Luxembourg, bien inférieur à la norme de 60 % fixée par le Traité de Maastricht. Enfin et surtout, les pouvoirs publics se sont engagés à mieux maîtriser les finances publiques, en ramenant notamment le déficit de l'État à 2,5 % du PIB en 1997 (4,5 % en 1993), dans la ligne du programme de convergence vers l'Union économique et monétaire.

– Ainsi, l'ensemble des fondamentaux de l'économie française est désormais particulièrement favorable à la place financière de Paris. Certes, il convient de mentionner que le taux du chômage en France dépasse quelque peu celui de la moyenne de l'Union européenne. Mais il faut aussi savoir que le chômage français est profondément différent du chômage des pays anglo-saxons.

Quoi qu'il en soit, le jugement — j'allais dire le « rating » — des marchés sur l'économie française est donné par l'évolution des taux à long terme. Prenons le 10 ans : les taux à long terme en France étaient hier (le 18 mai) de 6,68 %, contre 8,05 % au Royaume-Uni, 7,14 % aux États-Unis et 6,33 % en Allemagne. La différence par rapport à l'Allemagne est donc de 45 points de base, contre 360 points à la fin de 1987. Mieux que tous autres, ces chiffres permettent de mesurer les progrès de *crédibilité* de la politique économique et monétaire de la France. Cette dernière peut d'ailleurs s'appuyer, depuis janvier 1994, sur l'indépendance de la Banque de France, dont je crois pouvoir attester qu'elle est d'ores et déjà tout à fait réelle.

2. L'internationalisation et la modernisation du système financier français

– L'internationalisation du système financier français présente d'abord un caractère structurel : les banques françaises constituent au plan international le premier réseau européen avec 1 200 implantations dans plus de 120 pays. Réciproquement, de 1984 à 1992, le nombre d'établissements de crédit étrangers établis en France est passé de 192 à 313, ce qui fait du réseau bancaire établi en France, le plus ouvert et le plus international d'Europe continentale.

L'internationalisation se mesure aussi au fait que le tiers des sociétés de bourse françaises sont contrôlées par des capitaux étrangers et que 40 % des adhérents du Matif, notre principal marché organisé de produits dérivés, sont également des étrangers. D'ailleurs, il est significatif que le Matif créé en 1986 s'appelait alors « Marché à terme des instruments financiers ». En 1988, tout en gardant son sigle, il a changé de nom et s'appelle désormais « Marché à terme *international* de France ».

– Le Matif est le symbole d'une modernisation de grande ampleur qui s'appuie sur quatre critères.

- La *concurrence* a pénétré tous les compartiments du système financier français, non seulement les banques, mais aussi les sociétés de bourse ainsi que les conditions tarifaires des unes et des autres.

- L'*efficacité* du système financier français est le résultat notamment d'un intense effort d'investissement dans les nouvelles technologies. Les instruments les plus sophistiqués sont maintenant disponibles. Un exemple, le système Relit qui assure le dénouement des opérations de règlement-livraison de titres dans un délai de trois jours. C'est l'un des très rares au monde qui applique la quasi-totalité des recommandations du Groupe des Trente.

- La *sécurité* constitue certainement un avantage comparatif de la place de Paris. De grands efforts ont notamment été faits dans la période récente pour que les établissements français aient accès au « netting » international de « swaps ».

- La *transparence*, enfin, des opérations est fondée sur la qualité de l'information aux épargnants et la mise en oeuvre de règles déontologiques rigoureuses pour améliorer l'intégrité des marchés. Dans ce domaine, la Commission des opérations de bourse (COB) a acquis une crédibilité forte sur le plan international.

3. Les quatre principaux compartiments des marchés de capitaux français ont bénéficié de cette dynamique

– C'est vrai en premier lieu du *marché obligataire* qui est au centre des travaux de ce forum. Les progrès de la déréglementation ont été, dans ce domaine, particulièrement importants et productifs. En voici quelques exemples :

- la capitalisation obligataire a été multipliée par plus de 7 en 15 ans. Paris occupe en 1993 la 6^e place internationale avec 5,3 % de la capitalisation mondiale, et 10,8 % des transactions mondiales. Ces deux chiffres mesurent le haut niveau de liquidité du marché obligataire français. Cela est dû notamment à la création en 1985 des fameuses obligations assimilables du Trésor (OAT) dont le succès auprès des investisseurs étrangers est tel qu'ils détiennent environ un tiers de la dette publique négociable française.

– C'est probablement dans l'*industrie des « futures »* que la place de Paris a conquis certains de ses meilleurs avantages comparatifs grâce au développement du Matif qui couvre une gamme très large d'instruments au sein de laquelle le *contrat notionnel franc* est au premier rang européen des produits dérivés. L'intégration du Matif dans Globex doit lui permettre de faire coter ses produits à Chicago. Enfin, je ne veux pas manquer de noter que le marché des options négociables de Paris (le Monep) a lancé lundi dernier le 16 mai un nouveau groupe de cotation appelé « groupe fixing », qui élargit sa cote à un deuxième marché.

– *Les marchés de capitaux de court terme* manifestent aussi un grand dynamisme. La France occupe désormais le premier rang des marchés domestiques de *l'ensemble* de l'Europe en matière de billets de trésorerie et de certificats de dépôts.

– Je ne dissimulerai pas le point faible de la place de Paris qui tient à l'étroitesse du *marché des actions* qui, malgré ses progrès récents, ne représente que 3,2 % de la capitalisation mondiale des actions.

Mais, là aussi, la situation devrait s'améliorer pour plusieurs raisons : l'impôt de bourse a été supprimé l'an dernier pour les non-résidents ; de nouveaux indices boursiers, le SBF 120 et le SBF 250, viennent compléter le CAC 40.

Le programme de privatisations lancé en 1993 est le plus important de tous les pays industrialisés et les cinq premières opérations ont été des succès qui ont élargi la capitalisation boursière de plus de 90 milliards de francs, représentant ainsi 3,5 % de la capitalisation totale des actions nationales de la fin 1993.

La place financière de Paris aujourd'hui

Enfin, il faut souligner que l'une des causes essentielles de la faiblesse du marché des actions tient au fait qu'en France la quasi-totalité des retraites sont financées non par capitalisation mais par répartition. Cela va changer inévitablement et ouvrir dans des proportions considérables le marché français.

Un mot encore pour terminer. Avez-vous vu le Louvre ? Pour comprendre ce qu'est aujourd'hui la place financière de Paris, permettez-moi de vous suggérer une visite du Musée du Louvre.

Il y a dix ans, le Louvre, était comme la place financière de Paris, un vieux musée poussiéreux et à moitié envahi par le ministère des Finances. Aujourd'hui, le ministère des Finances a été transféré à Bercy, le Louvre a été complètement rénové, en particulier grâce au génie d'un américano-chinois, le grand architecte Pei. Et la clientèle du Louvre est de plus en plus internationale comme la clientèle de la place financière de Paris. De cela, vous êtes la meilleure preuve.

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 125 – juin 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 – mai 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

La durée d'utilisation des équipements dans l'industrie Résultats de l'enquête de septembre 1993 – B 94/15

Direction des Entreprises – Observatoire des Entreprises

(Tél. : +33 (1) 42 92 36 20 – Télécopie : +33 (1) 42 92 49 39)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cycle de conférences 1993-1994 – Reims

La Banque de France après la réforme de ses statuts
par Hervé Quéva, directeur du Budget et du Plan

Banque de France Reims

(Tél. : +33 26 89 52 52 – Télécopie : +33 26 89 52 48)

Cahiers régionaux Poitou-Charentes avec supplément sur le logement en 1993 – n° 36 – 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

2. Contributions à des publications extérieures

Conjoncture et politique monétaire

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur,
dans le cadre d'un dossier sur la reprise économique
(Le Figaro Magazine – 25 juin 1994)

Politique monétaire et taux d'intérêt

Entretien avec Jean-Pierre Gérard, membre du Conseil de la politique monétaire
(Le Figaro – 2 juin 1994)

Institutions financières et comptes financiers

par René Isnard, directeur-adjoint à la Direction générale des Études
(Courrier des statistiques – n° 69 – mars 1994)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Le rôle des sociétés financières dans le financement de l'économie¹

Allocution de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
au Congrès Eurofinas, à Cannes, le 7 juin 1994

Marchés dérivés : le point de vue d'une banque centrale¹

Allocution d'Hervé Hannoun, sous-gouverneur,
au colloque sur les produits dérivés organisé par Les Échos, à Paris les 29 et 30 juin 1994

La place financière de Paris aujourd'hui¹

par Michel Albert, membre du Conseil de la politique monétaire,
au séminaire NatWest, à Paris, le 19 mai 1994

¹ Publiée dans ce Bulletin

É T U D E S

LE NOUVEAU RÉGIME JURIDIQUE DES OPÉRATIONS DE PENSION

La place de Paris a multiplié ces derniers temps les initiatives pour faire de la « pension livrée » le mode normal de cession de titres contre liquidités sur le marché monétaire. Le Parlement français, qui a donné à la fin de 1993 un cadre légal à la pension, vient d'en renforcer la solidité juridique en ouvrant aux opérateurs la possibilité de résilier de plein droit, avant l'échéance, les opérations de pension en cas de faillite de leur contrepartie. Le processus engagé depuis plusieurs années connaît enfin son aboutissement ; la pension qui était, il y a peu encore, une simple technique financière va devenir un véritable marché.

PATRICE DE LAPASSE
Direction des Services juridiques

Définie à grands traits, la pension est l'opération par laquelle un établissement de crédit obtient d'un autre établissement de crédit, de la banque centrale ou de tout autre agent économique une avance de fonds, généralement à très court terme, moyennant la remise d'effets publics ou privés d'une valeur au moins équivalente à celle de l'avance momentanément consentie. À l'échéance de la pension, l'emprunteur rembourse l'avance qui lui a été ainsi faite, rémunère le service rendu et reprend les effets qu'il avait précédemment cédés.

Si la fonction économique de la pension est bien établie — une avance de fonds garantie par la remise d'effets publics ou privés —, sa nature juridique a été, en revanche, très longtemps controversée. Pour les uns, les opérations de pension consistaient en des prêts assortis de nantisements sur effets¹. Pour les autres, il s'agissait d'un transfert momentané d'effets publics ou privés assimilable soit à un transfert de propriété assorti d'une convention de rétrocession², soit à une aliénation fiduciaire³.

¹ Doyen Hamel, *Revue Banque* 1957, page 707

² Jacques Normand, *Revue trimestrielle de droit commercial* 1966, pages 791 et suivantes

Le Parlement français vient de trancher définitivement ce débat par l'adoption de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers (Journal officiel du 5 janvier 1994, pages 231 et suivantes) dont le titre V est consacré aux opérations de pension. Refusant d'assimiler la pension à un nantissement en raison de la crise que traversent actuellement les sûretés traditionnelles dans les relations d'affaires, en cas de « faillite » du débiteur notamment, le législateur a fait appel au droit de propriété pour garantir à l'apporteur de capitaux l'exécution de sa créance à l'encontre de l'emprunteur. En effet, si le débiteur ne s'exécute pas à l'échéance convenue et ne rembourse pas les sommes dues, le créancier ne rétrocède pas les titres qui lui ont été remis en pension et en conserve définitivement la propriété.

Il ressort de cette description sommaire de la pension qu'il s'agit d'une opération très simple — certains diraient fruste — dont le mécanisme immédiatement compréhensible contribue à répandre à juste titre l'idée que rapidité et sécurité constituent ses deux principaux atouts. Tout cela explique le succès croissant que rencontre désormais la pension auprès non seulement des banques centrales qui en font l'instrument essentiel de leurs interventions sur les marchés nationaux ou étrangers, mais également de l'ensemble des autres opérateurs sur ces mêmes marchés.

C'est pourquoi, en partie grâce à la détermination des praticiens du droit financier aiguillonnés par les acteurs du marché, la pension qui n'était, il y a peu encore, que l'un des instruments de la mobilisation des emplois bancaires, a supplanté progressivement tous les autres, la vente à réméré en particulier, pour devenir le support privilégié des échanges momentanés de trésorerie entre banques (1.).

Cette lente évolution a été essentiellement marquée par l'émergence d'un nouveau concept de l'opération de pension fondé sur l'utilisation du droit de propriété à des fins de garantie. Cette approche a été d'autant plus facilement entérinée par le législateur (2.) que la sécurité des marchés et des opérations en est sortie singulièrement renforcée (3.).

1. L'évolution des modes de mobilisation des emplois bancaires a abouti à une nécessaire adaptation de l'opération de pension

Seront successivement examinés le mécanisme de la mobilisation des emplois bancaires (1.1.) et l'évolution des diverses techniques de mobilisation (1.2.).

1.1. La mobilisation des emplois bancaires

1.1.1. Le principe

La mobilisation d'un emploi bancaire est l'opération par laquelle une banque retrouve auprès d'une autre banque, de la banque centrale ou de tout autre agent économique la disponibilité des fonds avancés au titre des financements qu'elle a accordés.

La mobilisation est avant tout une opération de trésorerie qui a pour objet non pas le transfert du risque de crédit ou de contrepartie vers l'établissement mobilisateur mais le refinancement de l'emploi concerné. Elle ne se confond en aucun cas avec la cession de l'emploi bancaire qui transfère le risque de crédit. Il s'agit toujours d'un transfert temporaire d'actifs dont l'exigibilité est, la plupart du temps, plus longue que la durée de la mobilisation.

La mobilisation des emplois bancaires ne se confond pas non plus avec la cession définitive d'éléments d'actifs ou de titrisation qui est effectuée sans engagement, sans faculté de reprise ou de rachat de la part du cédant et qui n'est assortie d'aucune garantie de l'établissement cédant contre les

³ Michel Vasseur, Revue trimestrielle de droit commercial 1977, page 27 et Claude Witz, La Fiducie, Éditions Économica, 1981, page 173

risques de défaillance des débiteurs cédés (cf. règlement n° 89-07 du Comité de la réglementation bancaire).

Ce dernier type de cession, à la différence de la cession temporaire, entraîne une sortie du bilan du cédant et, le cas échéant, la constatation d'une plus ou moins-value de cession, ce qui n'est pas le cas pour les opérations de mobilisation.

1.1.2. Les modalités de mobilisation des emplois bancaires ¹

La mobilisation des emplois bancaires est effectuée en France dans le cadre exclusif du marché monétaire. Le marché monétaire est défini comme le marché des capitaux à court et moyen terme (jusqu'à 7 ans de terme), par opposition au marché financier (obligataire) sur lequel s'effectuent les emprunts de placements à long terme.

L'organisation du marché monétaire français dans sa forme actuelle ² a été fixée par le règlement n° 85-17 du Comité de la réglementation bancaire qui a créé un marché « mixte » comportant deux secteurs :

- un marché interbancaire réservé aux établissements de crédit et aux institutions visées à l'article 8 de la loi bancaire du 24 janvier 1984 ;

- un marché de titres de créances négociables ouvert à tous les agents économiques.

Le règlement n° 85-17 du Comité de la réglementation bancaire réserve exclusivement aux opérateurs du marché interbancaire la mobilisation des crédits bancaires (créances bancaires non incorporées dans un titre de marché). En revanche, pour les autres emplois bancaires (valeurs mobilières, titres de créances négociables, bons du Trésor), la mobilisation peut s'effectuer auprès de tout agent économique.

1.2. Les techniques de mobilisation des emplois bancaires sur le marché interbancaire

1.2.1. Techniques traditionnelles

L'aval en pension

Les opérations de mobilisation interbancaires portant aussi bien sur des crédits interbancaires que sur des titres de créances négociables ont été réalisées pendant longtemps selon la technique de « l'aval en pension ».

Ancêtre de l'opération de pension, l'aval en pension a été défini comme une « opération par laquelle un banquier ou un établissement financier obtient d'un confrère ou d'un organisme public de réescompte une avance de fonds, généralement à très court terme, moyennant remise d'effets publics ou privés, endossés en blanc, d'une valeur équivalente. Un bordereau descriptif, couramment appelé aval, accompagne les effets et rappelle le montant, la durée et le terme convenus » ³.

Rapidement, les opérateurs ont renoncé à la remise effective des effets. S'est alors instaurée la pratique de la « mise sous dossier » qui consiste pour la banque cédante à conserver le papier décrit dans l'aval « sous dossier au nom du bailleur de fonds ».

En fait, la mise sous dossier s'est, elle aussi, rapidement révélée théorique car aucune individualisation des actifs cédés n'était opérée par la banque cédante, le bordereau d'aval n'en dressant pas la liste. De surcroît, dans bien des cas, l'endossement, même en blanc, des effets mobilisés avait été abandonné. En conséquence, la simplification de l'opération s'est opérée au détriment de sa sécurité juridique pour le banquier cessionnaire prêteur de liquidités.

¹ La mobilisation des emplois bancaires, Frédéric Peltier, Jurisclasseur Banque et Crédit, fascicule 490

² Jean Truquet, Le nouveau marché monétaire, Revue « Banque » n° 548, février 1986

³ Jacques Normand, Revue trimestrielle de droit commercial, 1966, pages 791 et suivantes

L'opération d'aval en pension s'était donc largement éloignée du mécanisme de l'escompte — dont elle était issue — fondé sur le transfert de propriété des effets mobilisés. Dans le cas de la mise sous dossier, le cessionnaire, prêteur de liquidités, n'acquiert aucun droit de propriété sur des effets ou des titres non individualisés et seraient-ils individualisés, le droit de propriété qu'il acquerrait, par le seul échange des consentements, serait inopposable aux tiers, faute d'endos ou de livraison des titres mis en pension.

La vente à réméré

La technique de l'aval en pension aurait pu être utilisée pour mobiliser aussi bien des effets de commerce, des bons du Trésor que des valeurs mobilières. En fait, l'aval en pension n'a concerné que ces deux premières catégories de valeurs à l'exclusion d'autres titres, notamment les obligations qui, jusqu'à une époque récente, ne donnaient pas lieu à des opérations de mobilisation.

La décision du Conseil national du crédit du 3 septembre 1981 réglementant la rémunération des comptes à terme puis l'exclusion des entreprises non bancaires du marché interbancaire, en 1986, ont entraîné le développement des ventes à réméré d'obligations, le phénomène prenant une ampleur d'autant plus grande que surgissaient, de plus en plus nombreux, des organismes de placement collectif en valeurs mobilières à court terme.

La vente à réméré dont le régime juridique est défini par les articles 1659 et suivants du Code civil est un contrat par lequel le vendeur « se réserve le droit de reprendre la chose vendue ». L'opération de réméré constitue donc une vente assortie d'une condition résolutoire purement protestative de la part du vendeur. Celui-ci a toute latitude pour exercer ou non le réméré pendant le délai de cinq ans qui court à compter du moment où le contrat de vente est définitif.

La grande faiblesse de la vente à réméré réside dans un éventuel refus du vendeur d'exercer l'action de réméré au terme de l'opération de mobilisation, ce qui expose le prêteur de liquidités à un risque de marché sur les valeurs mobilières vendues à réméré.

1.2.2. Les nouveaux modes de mobilisation des emplois bancaires

L'ouverture du marché monétaire à de nouveaux intervenants, les incertitudes sur la réalité des garanties offertes par la technique du réméré, la sécurité illusoire de l'aval en pension dans la mesure où les titres servant de support à l'opération n'étaient jamais mis à la disposition du prêteur de liquidités ont constitué autant d'éléments qui ont incité la Banque de France à conduire, en concertation avec la place de Paris, une réflexion sur la pension.

Il fut alors décidé d'arrêter d'un commun accord une définition de l'opération de pension qui serait incluse dans une convention approuvée par tous les opérateurs du marché monétaire.

La convention de place sur les opérations de pension

C'est ainsi que fut conclue, sous l'égide de la Banque de France, en 1988, une convention de place destinée à définir la nature et le régime juridiques des opérations de pension. Toute pension consentie par le signataire de cette convention, sans autre précision sur l'intention des parties, était réputée avoir été conclue dans le cadre de la convention. Il s'agit en somme d'une norme professionnelle dont la validité a été tout récemment reconnue par le Tribunal de grande instance de Paris (TGI Paris, 11^e chambre, 26 janvier 1994, affaire Tuffier, inédit).

L'un des grands mérites de cette convention fut de rappeler que les titres mis en pension étant des meubles soit « corporels » (titres matériellement créés), soit « incorporels » (titres dématérialisés), le transfert de propriété ne peut être considéré comme opposable aux tiers, en cas de faillite du cédant notamment, que dans la mesure où la livraison des titres a été assurée dans les conditions légales ou réglementaires. Cette exigence a été considérée comme la caractéristique essentielle des pensions conclues dans le cadre de la convention de place. Aussi, très vite, furent-elles appelées

« pensions livrées » dans le jargon des gens des marchés pour les opposer aux « pensions en blanc » qui ne sont jamais assorties de la livraison des titres et dont on connaît la fragilité.

Si la convention de place apportait une solution aux interrogations portant sur la nature juridique de la pension qui était définie comme une vente de titres assortie d'une convention de rétrocession, elle ne contenait, en revanche, aucun élément permettant de déterminer l'incidence fiscale des opérations de pension.

Or, pour que la pension puisse supplanter la vente à réméré dont le fisc admettait tout naturellement la neutralité fiscale (l'exercice de la faculté de réméré entraîne la résolution rétroactive du contrat de sorte que l'acheteur est censé n'avoir jamais été propriétaire des titres), il fallait une intervention du législateur. En effet, la pension, à la différence de la vente à réméré, donne lieu à la constatation de plus ou moins-values de cession qui, si elles avaient été taxées, auraient pu décourager les opérateurs d'accepter de substituer l'opération de pension à la vente à réméré. Tel fut l'objet du titre V de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 consacré aux opérations de pension.

La loi du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers

Le législateur étant seul compétent pour organiser la neutralité fiscale des opérations de pension, il lui a fallu, au préalable, en donner une définition. C'est celle de la convention de place qui a été retenue comme d'ailleurs tout le mécanisme de l'opération, faisant ainsi succéder la loi de l'État à celle des marchands. Le régime fiscal de la pension a été calqué en grande partie sur celui du prêt de titres.

2. Le nouveau cadre légal de l'opération de pension

Le régime juridique de la pension est désormais fixé par la loi du 5 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. Cette loi a été complétée par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994 (Journal officiel du 6 mai, page 6617) qui fixe les modalités de livraison des titres pris en pension pour que l'opération soit opposable aux tiers.

L'intérêt de ces textes est de faire de l'opération de pension une technique plus sûre et plus efficace. On s'en convaincra en examinant tour à tour la nature juridique de la pension (2.1.) et le mécanisme de cette opération (2.2.).

2.1. La nature juridique de la pension

2.1.1. Le principe

La loi définit la pension, dans les mêmes termes que la convention de place, comme une cession en pleine propriété de valeurs mobilières, titres de créances négociables, effets publics ou privés à un prix convenu ; cette cession est assortie d'un double engagement irrévocable, l'un du cédant de racheter les titres et l'autre du cessionnaire de les rétrocéder pour un prix et à une date convenus. La différence entre le prix de rétrocession et le prix de vente constitue la rémunération du cessionnaire.

Juridiquement, la pension est un contrat spécial, complet par lui-même dès lors qu'il réunit les éléments constitutifs suivants : une vente au comptant indissociablement liée à un rachat à terme, l'une et l'autre conclus simultanément entre les mêmes parties et portant sur des valeurs présentant les mêmes caractéristiques.

On le voit, la pension est une opération profondément unitaire juridiquement, même si elle présente un double visage, l'un juridique et l'autre économique. La face juridique de la pension est constituée par la vente d'un titre au comptant irrévocablement liée au rachat à terme du même titre ou d'un titre analogue. La face économique, c'est la finalité de l'opération en tous points comparable à un

nantissement où l'une des parties prête une somme d'argent à l'autre moyennant remise en gage de titres, restitués à l'échéance convenue contre remboursement du prêt en principal et intérêts.

Ce double aspect de la pension, s'il mérite d'être signalé, n'a pas pour autant une quelconque incidence sur la qualification juridique de cette opération. Juridiquement, *la pension est exclusivement une vente de titres au comptant irrévocablement liée à un rachat à terme*. En exprimant de manière aussi claire sa volonté, le législateur a fait disparaître à tout jamais les risques de requalification par le juge de la pension en gage commercial dont on connaît la fragilité en cas de « faillite » de l'une des parties notamment.

L'apporteur de capitaux qui reçoit des titres en pension ne sera jamais un créancier gagiste. Il est plein propriétaire des titres qui lui sont remis et s'il n'est pas remboursé à l'échéance, il en conserve définitivement la propriété. Il s'agit d'un nouvel avatar de l'utilisation du droit de propriété à des fins de garantie auquel font également appel d'autres opérations couramment pratiquées dans la vie des affaires, tels le report en bourse et la cession Dailly.

2.2. Mécanisme

2.2.1. Intervenants

La pension étant une opération qui a pour finalité la liquidité du marché monétaire auquel ont accès tous les agents économiques dans les conditions fixées par le règlement n° 85-17 du Comité de la réglementation bancaire, elle est ouverte à toutes les personnes morales — à l'exclusion des personnes physiques — ainsi qu'aux copropriétés de valeurs mobilières que sont les fonds communs de placement et les fonds communs de créances.

C'est essentiellement pour des raisons fiscales qu'ont été exclues les personnes physiques dans la mesure où celles-ci ne sont pas obligées de tenir une comptabilité de leurs opérations sur les marchés que peut contrôler à tout moment l'administration fiscale.

2.2.2. Durée

La pension peut être conclue pour une durée librement fixée par les parties qui peut être déterminée ou indéterminée. La pratique actuelle des pensions à préavis autorisant chaque partie à mettre fin à la pension sous réserve d'un préavis déterminé se trouve donc validée.

2.2.3. Titres pouvant faire l'objet d'une pension

Peuvent être remis en pension :

- les valeurs mobilières cotées en France ou à l'étranger (actions, obligations et autres titres cotés au règlement mensuel, comptant ou second marché) ou inscrites au compartiment hors cote des bourses de valeurs sous condition d'un volume de transactions suffisant ;
- les titres de créances négociables (certificats de dépôt, billets de trésorerie, bons à moyen terme négociables, etc) et les bons du Trésor ;
- les effets privés (bons de caisse, billets à ordre, lettres de change, etc.).

Toutefois, seuls les établissements de crédit peuvent prendre ou mettre en pension des effets privés. La quasi-universalité de la pension, tant à l'égard des opérateurs que des supports utilisés, s'explique par le fait que le législateur a souhaité permettre aux opérateurs du marché monétaire de mobiliser sur ce marché tous les actifs susceptibles d'être négociés sur un autre marché, à la bourse par exemple, tout en maintenant le monopole des établissements de crédit qui seuls sont habilités à mobiliser le papier privé. Autrement dit, la pension est une opération de crédit au sens de l'article 3 de la loi bancaire du

24 janvier 1984 qui échappe au monopole des établissements de crédit aux conditions fixées par l'article 12 de la loi précitée dans la mesure seulement où la pension ne porte pas sur des effets privés.

Par ailleurs, ne peuvent être remis en pension, en vue de déjouer les transferts d'avoir fiscal et de crédit d'impôt notamment, les valeurs, titres ou effets qui sont appelés à faire l'objet pendant la durée de la pension :

- du détachement d'un droit à dividende ouvrant droit à l'avoir fiscal (dividendes distribués par une société française) ou à l'imputation d'une retenue à la source (dividendes distribués par une société étrangère) ;
- du paiement d'un intérêt soumis à une retenue à la source ou ouvrant droit à un crédit d'impôt.

2.2.4. Conditions et déroulement de l'opération

Le transfert de propriété

La pension emporte transfert de la pleine et entière propriété des titres cédés du cédant au cessionnaire pendant toute la durée de l'opération (article 12, paragraphe I de la loi du 31 décembre 1993).

Il en résulte que les droits attachés aux titres sont également transférés, notamment :

- les droits de vote attachés aux actions qui peuvent être exercés par le cessionnaire en cas d'assemblée générale tenue pendant la durée de la pension ;
- les revenus attachés au titre, mais le reversement au cédant doit être prévu.

En vertu du principe du consensualisme, le transfert de propriété s'opère, sauf stipulation contraire, dès la conclusion de la pension, dans les mêmes conditions que celles qui sont applicables au contrat de vente par l'article 1583 du Code civil. Le transfert de propriété des titres pris en pension n'est opposable aux tiers que si ceux-ci sont livrés au cessionnaire dans des conditions qui ont été fixées par le décret n° 94-350 du 2 mai 1994.

Ces modalités de livraison sont les suivantes.

- Les valeurs, titres ou effets créés matériellement sont dits livrés si, au moment de la mise en pension, ils sont effectivement et physiquement délivrés au cessionnaire ou à son mandataire ; s'agissant d'effets à ordre, ils doivent être préalablement endossés conformément à l'article 117 du Code de commerce.

- Les valeurs, titres ou effets dématérialisés et ceux matériellement créés, conservés chez un dépositaire central, mais circulant par virement de compte à compte sont dits livrés s'ils font l'objet, au moment de la mise en pension, d'une inscription à un compte ouvert au nom du cessionnaire chez un intermédiaire habilité, chez un dépositaire central ou, le cas échéant, chez l'émetteur.

On remarquera que le décret n'a fait que reprendre les dispositions actuellement éparses dans divers textes en matière de livraison de titres.

- Les cessions de bons du Trésor gérés en compte courant donnent lieu à un virement des valeurs à un compte ouvert au nom du cessionnaire ou de son mandant sur les livres de la Banque de France qui a le monopole de la gestion de ce type de valeurs (article 5 de l'ordonnance du 13 avril 1945).

- Les valeurs mobilières inscrites en compte courant se transmettent par virement de compte à compte sur les livres d'un intermédiaire financier habilité par le ministre chargé de l'Économie et des Finances (articles 1 et 2 du décret du 2 mai 1983 pris pour l'application de la loi relative à la dématérialisation des valeurs mobilières). Les intermédiaires habilités adhèrent obligatoirement à la Sicovam.

– Les titres de créances négociables se transmettent par un virement sur les livres du dépositaire de l'émission.

– Les titres qui ne sont pas encore dématérialisés doivent, pour que le transfert de propriété soit opposable aux tiers :

- être endossés à l'ordre du cessionnaire, s'agissant de titres à ordre,
- faire l'objet d'un transfert sur les livres de l'émetteur, s'agissant de titres nominatifs,
- être effectivement délivrés à l'acheteur, s'agissant de titres au porteur, de sorte que le cessionnaire puisse être considéré comme possesseur de bonne foi suivant l'adage visé par l'article 2279 du Code civil « en fait de meubles, la possession vaut titre ».

On notera que, concernant les titres dématérialisés, l'inscription en compte peut intervenir non seulement chez un intermédiaire habilité mais également chez un dépositaire central ou un émetteur. Cette disposition vise à permettre la mise en pension de titres gérés directement soit par l'émetteur (titres nominatifs par exemple), soit par des organismes tels la Sicovam, Cedel ou Euroclear.

Enfin, pendant toute la durée de la pension, le cessionnaire est plein propriétaire des titres qui lui ont été momentanément cédés. Il peut en disposer à tout moment jusqu'au terme convenu ; il peut les céder à son tour, les mettre en pension, les prêter, les affecter en nantissement. Toutefois, il fait son affaire des mesures propres à lui permettre de restituer les mêmes titres, s'ils ne sont pas fongibles, ou des titres de même catégorie à l'échéance de la pension.

Le prix

Le prix de la cession et celui de la rétrocession doivent être convenus ou à tout le moins déterminables, ce qui autorise, comme pour la vente, les clauses d'indexation dès lors que l'un et l'autre de ces deux prix peuvent être déterminés par les deux parties.

Les marges ou remises complémentaires

Les parties peuvent convenir de remises complémentaires de titres en pleine propriété ou de sommes d'argent pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres mis en pension (article 12, paragraphe I, alinéa 4). Cette faculté sera utile notamment pour les pensions de longue durée portant sur des titres dont la valeur est appelée à fluctuer (actions et obligations par exemple).

2.2.5. Le dénouement de la pension

La rétrocession du prix et des titres

Au terme fixé pour la rétrocession (ou, si ce terme n'a pas été déterminé, à l'expiration du délai de préavis), le cédant paye le prix convenu au cessionnaire et ce dernier rétrocède les valeurs, titres ou effets précédemment remis en pension au cédant.

Si le cédant n'exécute pas son obligation de payer le prix de la rétrocession, les titres restent acquis au cessionnaire ; si le cessionnaire manque à son obligation de rétrocession, le cédant conserve le montant de la cession (article 12, paragraphe V). Toutefois, la loi ne semble pas interdire un dénouement partiel des opérations de pension.

Les parties peuvent, en outre, exercer les recours du droit commun et notamment demander au juge l'allocation de dommages et intérêts.

Les obligations comptables

Jusqu'à présent, la pension était pratiquée essentiellement par les établissements de crédit dans la mesure où il s'agissait d'une opération de crédit qui est le monopole des établissements de crédit. Aussi, le Comité de la réglementation bancaire était-il considéré comme seul compétent pour définir le cadre

comptable des opérations de pension. Tel est l'objet de son règlement n° 89-07 du 26 juillet 1989 relatif à la comptabilisation des opérations de cession d'éléments d'actif ou de titrisation pris en application d'une directive du Conseil des communautés européennes du 8 décembre 1986 concernant les comptes annuels et les comptes consolidés des banques et autres établissements financiers.

La loi du 31 décembre 1993 n'ayant plus réservé aux seuls établissements de crédit l'usage de la pension, il appartenait au législateur de définir le nouveau cadre comptable de la pension que devront respecter toutes les entreprises souhaitant faire appel à cette technique. Tel est l'objet des paragraphes VII et VIII de l'article 12 de la loi du 31 décembre 1993. Ces deux paragraphes étendent à l'ensemble des utilisateurs de la pension les règles comptables précédemment appliquées par les établissements de crédit. C'est ainsi que les titres remis en pension restent à l'actif du bilan en dépit du transfert de propriété des titres au profit du cessionnaire. Cette pratique, qui était un usage comptable consacré par la réglementation bancaire, est cependant contraire au droit commun comptable dans la mesure où la comptabilité qui est l'image fidèle du patrimoine de l'entreprise ne prend pas en compte, dans ce cas particulier, le transfert de la propriété des titres remis en pension, ce transfert fût-il momentané.

Les obligations fiscales

Le régime fiscal organise une véritable neutralité de la mise en pension au regard de l'impôt sur les bénéfices, de la TVA et des droits d'enregistrement. Le cédant est réputé, au regard de l'impôt, ne pas avoir cédé les titres, le résultat de la cession étant alors exclu du résultat imposable.

Par ailleurs, la rémunération versée au cessionnaire constitue une charge financière ; les revenus provenant des titres mis en pension et reversés au cédant ne peuvent bénéficier du régime fiscal mère-fille ainsi exclu tant pour le cédant que pour le cessionnaire de titres. Ces reversements sont soumis chez le cédant au même régime fiscal que les revenus des valeurs, titres ou effets donnés en pension.

Ce régime fiscal qui est calqué sur celui des prêts de titres tranche avec celui qui est habituellement retenu dans les opérations de portage de titres où le donneur d'ordre (le cédant) constate la plus ou moins-value afférente à la cession. Enfin, les opérations de pension sont exonérées de tout droit d'enregistrement.

3. La situation des parties à une opération de pension lorsque l'une d'entre elles n'exécute pas ses obligations ou fait l'objet d'une procédure collective

L'évolution du droit français au cours de ces dernières années a été caractérisée par le souci du législateur de renforcer la protection des opérateurs qui interviennent sur les marchés nationaux. Les efforts ainsi réalisés pour apporter une plus grande sécurité aux parties à une opération de pension ont visé à améliorer la situation du contractant de bonne foi, lorsque sa contrepartie n'exécute pas ses obligations (3.1.) ou fait l'objet d'une procédure collective (3.2.), en organisant notamment la compensation des opérations en cours (3.3.).

3.1. Défaillance de la contrepartie d'une opération de pension sans ouverture de redressement judiciaire

3.1.1. Il est essentiel que le dénouement de la pension s'effectue à l'échéance convenue. La sécurité de la pension serait, en effet, illusoire si la défaillance de l'emprunteur de liquidités n'était pas sanctionnée de la manière la plus expéditive : faute d'être remboursé à l'échéance, le prêteur a le droit de ne pas restituer les titres qui lui ont été remis en pension. Inversement, si le cessionnaire ne rétrocède pas les titres qui lui ont été donnés en pension, le cédant est en droit de ne pas rembourser l'avance qui lui a été consentie.

Les juristes se sont souvent interrogés sur la nature juridique de ce mode d'exécution et de garantie simplifiés. Certains y ont vu une clause résolutoire ; d'autres, une modalité de l'exception d'inexécution. La loi du 31 décembre 1993 a validé, sans la qualifier juridiquement, cette dérogation au droit commun qui permet à l'une des parties à une opération de pension, en cas de défaillance de l'autre, de se faire justice elle-même sans le secours du juge.

En effet, l'article 12-V de la loi du 31 décembre 1993 pose le principe que *« si le cédant manque à son obligation de payer le prix de la rétrocession, les valeurs, titres ou effets restent acquis au cédant et si le cessionnaire manque à son obligation de rétrocéder les valeurs, titres ou effets, le montant de la cession reste acquis au cédant. »*

Ainsi disparaît tout risque de requalification de la pension en une autre opération, le prêt gagé par exemple, ce qui aurait pu avoir pour effet d'assimiler à un pacte comissoire interdit par le droit français l'appropriation définitive par le cessionnaire des titres remis en pension en cas de défaillance du cédant emprunteur de liquidités.

3.1.2. Il convient, enfin, de signaler une disposition récemment adoptée par le législateur français qui n'a guère attiré l'attention lorsqu'elle est entrée dans le droit positif français. En effet, la loi n° 92-661 du 16 juillet 1992 a introduit dans la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne un nouvel article 47 ter ainsi libellé :

« En cas de livraison des titres contre règlement d'espèces, le défaut de livraison ou de règlement constaté à la date et dans les conditions résultant des règles de place, ou à défaut d'une convention entre les parties, délie de plein droit de toute obligation la partie non défaillante vis-à-vis de la partie défaillante, nonobstant toutes dispositions contraires. »

Cette disposition présente un très grand intérêt dans la mesure où elle trouve à s'appliquer même en cas de « faillite » de l'une ou l'autre des parties à un contrat impliquant livraison des titres contre un règlement en espèces. L'opération de pension entre sans discussion possible dans le champ d'application de cette disposition d'autant plus que l'article 12, paragraphe V, de la loi du 31 décembre 1993 vise expressément l'article 47 ter de la loi du 3 janvier 1983 précitée.

3.2. Défaillance de la contrepartie d'une opération de pension avec ouverture de redressement judiciaire

En cas de redressement judiciaire, ce sont les règles applicables à la poursuite des contrats en cours dans une procédure collective qui seront applicables aux pensions. Seront examinés successivement les contrats conclus avant la date du jugement de redressement judiciaire et après cette date.

3.2.1. Les pensions conclues avant la date du jugement de redressement judiciaire

Redressement judiciaire du cédant

L'ouverture d'une procédure collective n'entraîne pas en soi la déchéance du terme d'un contrat. Toute clause contraire est nulle. Le sort de la pension dépend donc de l'administrateur qui a seul la faculté de poursuivre ou non l'exécution d'un contrat. Il dispose du délai d'un mois pour prendre parti à compter de la mise en demeure à lui faite par le créancier (article 37 de la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement et la liquidation judiciaires des entreprises).

– Si l'administrateur opte pour la continuation du contrat, le terme sera maintenu et les titres devront être rachetés par le cédant à l'échéance de la pension moyennant paiement du prix de rétrocession. L'administrateur qui exige ainsi la continuation du contrat est tenu, aux termes de l'article 37, alinéa 1^{er}, de la loi du 25 janvier 1985, de fournir la prestation promise au cocontractant du débiteur.

– Si l'administrateur décide de ne pas poursuivre le contrat, comme l'autorise à le faire l'article 37 précité, de deux choses l'une, il a ou il n'a pas les fonds nécessaires pour payer le prix de la rétrocession :

- l'administrateur dispose des fonds nécessaires, il paie le prix de la rétrocession et les titres rentrent dans le patrimoine du cédant ;
- l'administrateur ne peut payer le prix de la rétrocession. Dans ce cas, conformément aux dispositions de l'article 12, paragraphe V, de la loi du 31 décembre 1993, le cessionnaire qui est propriétaire des titres est délié de son obligation de les rétrocéder puisqu'il ne sera pas en cas de recevoir le prix de la rétrocession.

Redressement judiciaire du cessionnaire

Le même raisonnement est applicable, « *mutatis mutandis* », en cas de redressement judiciaire du cessionnaire, le prêteur de liquidités. L'emprunteur n'est tenu de reprendre les titres que si l'administrateur décide la poursuite du contrat.

3.2.2. Les pensions conclues pendant la période suspecte

Le législateur n'a pas envisagé expressément la nullité des cessions en propriété effectuées pendant la période suspecte, qu'il s'agisse de prêter des titres, de céder à un établissement de crédit des créances professionnelles pour garantir un crédit ou de remettre des titres en pension. Les opérations de pension consenties pendant la période suspecte doivent donc continuer à être considérées comme opposables aux tiers et à l'administrateur dans la mesure où les titres ont été effectivement livrés et à la condition que l'opération ait été conclue au prix du marché de manière à ne pas être qualifiée de contrat commutatif déséquilibré au sens de l'article 107-2° de la loi de 1985.

3.2.3. Les pensions conclues après la date du jugement de redressement judiciaire

Les pensions conclues postérieurement à la date du jugement de mise en redressement judiciaire de l'une des deux parties au contrat entrent dans le champ d'application de l'article 40 de la loi de 1985 sur le redressement judiciaire. Ce texte dispose notamment que les créances nées régulièrement après le jugement d'ouverture sont payées à leur échéance. Si les fonds ne lui sont pas restitués à l'échéance, le preneur sera tout à fait en droit de conserver la propriété des titres qui lui auront été remis en pension conformément aux dispositions de l'article 12-V de la loi du 31 décembre 1993.

De l'examen de ces différentes situations, il ressort que la pension constitue une opération qui met les parties à l'abri de toute mauvaise surprise en cas de défaillance de l'une d'entre elles sauf dans une hypothèse bien précise : il s'agit du cas où le dénouement de la pension intervient après le prononcé du redressement judiciaire du cédant ou du cessionnaire des titres. En pareille situation, l'administrateur de la faillite pourrait être tenté de faire le tri entre les opérations de pension qui lui sont favorables et les autres pour ne continuer que les premières. Même si la partie non défaillante est alors en droit de se considérer déliée de son obligation principale — rétrocéder les titres pris en pension ou payer le prix de la rétrocession —, le risque de « *cherry picking* » n'en subsiste pas moins de la part de l'administrateur. Cette situation ne devrait cependant causer aucun dommage aux parties dans la mesure où le contrat-cadre qui sera bientôt proposé aux intervenants sur les marchés français organisera une nécessaire compensation des opérations de pension en cours au moment du prononcé du jugement en vue de déterminer un solde global de liquidation sans possibilité pour l'administrateur de la faillite de s'y opposer ainsi que vient tout récemment de le confirmer le législateur français.

3.3. La compensation des opérations de pension

3.3.1. Le mécanisme juridique de la compensation

La compensation est conçue en droit français à la fois comme un procédé de paiement et comme un mode de garantie.

La compensation apparaît d'abord comme un procédé simplifié d'exécution. La compensation rend inutile le recours à deux paiements en sens contraire : deux personnes étant respectivement créancière et débitrice l'une de l'autre, la compensation éteint les deux dettes à concurrence de la plus faible, de sorte qu'il ne reste plus qu'à procéder au paiement de la différence, s'il y en a une.

La compensation a aussi un autre avantage et une autre utilité car elle joue un rôle de garantie et constitue une véritable sûreté, précieuse au cas d'insolvabilité d'un des débiteurs. Si la compensation ne jouait pas, le débiteur solvable qui aurait payé son créancier risquerait de ne pouvoir être payé à son tour, à raison de l'obligation de subir le concours des autres créanciers. Grâce à la compensation, chacun des créanciers est sûrement payé de sa créance dans la mesure où il est déchargé de sa dette.

Cependant, la compensation, du fait qu'elle est assimilée à un paiement, n'est plus possible lorsque le débiteur a été mis en redressement judiciaire. Cette compensation équivaldrait, en effet, à un paiement privilégié au profit du créancier qui serait en même temps débiteur du commerçant failli et, à ce titre, elle heurterait le principe d'égalité des créanciers. Tel est le principe posé par l'article 33 de la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement judiciaire, qui interdit au débiteur de payer toute créance née antérieurement au jugement d'ouverture.

Toutefois, la jurisprudence a écarté, de longue date, l'obstacle à la compensation né de l'ouverture d'une procédure collective lorsque les deux créances ont un rapport de connexité. Cette exception est admise non seulement en cas de liquidation judiciaire mais encore pendant toute la période d'observation.

Toute l'ingéniosité des praticiens du droit financier a consisté alors à tirer parti de la validité de la compensation des créances connexes pour mettre en place des « conventions de marchés ». Ces conventions, imitées des « Master agreements » anglo-saxons, concernent toutes sortes d'opérations, tels que prêts de titres, « swaps », opérations de pension bien évidemment. Elles ont toutes pour objet de s'opposer aux initiatives d'un administrateur qui, en cas de redressement judiciaire de l'une des parties, contesterait le caractère compensable des opérations en cours.

Il existait déjà une convention-cadre consacrée aux opérations de pension qui avait été rédigée après que la profession bancaire se fût accordée sur la nature juridique de la pension telle qu'elle avait été définie par la convention de place élaborée sous l'égide de la Banque de France. Comme, depuis lors, a été adoptée la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 dont l'article 12 traite exclusivement des opérations de pension, il convenait de mettre la convention-cadre existant déjà en harmonie avec ces nouvelles dispositions légales.

3.3.2. La convention-cadre relative aux opérations de pension

La nouvelle convention-cadre qui est actuellement en cours de rédaction repose sur les principes suivants :

- les opérations de pension conclues sous l'égide de la convention-cadre donnent *obligatoirement* lieu à la livraison des titres mis en pension de manière à rendre l'opération *opposable* aux tiers, notamment à l'administrateur désigné en cas de redressement judiciaire de l'une des parties ;
- l'ensemble des opérations de pension conclues entre les signataires de la convention-cadre « forment un tout du point de vue de leur exécution » dont seul le solde global de liquidation est exigible en cas de défaillance de l'une ou l'autre partie ;
- l'inexécution d'une seule de ses obligations par l'une des parties, lorsqu'elle constitue un « cas de défaut » expressément prévu par la convention-cadre, délie l'autre partie de ses obligations ;

– l'inexécution de ses obligations par l'une des parties donne le droit à l'autre partie de résilier l'ensemble des opérations en cours, de conserver les titres remis en pension ou le prix de la rétrocession et d'établir le « solde de résiliation » déterminé suivant la méthode de valorisation des opérations prévue par la convention-cadre.

Avant même que la rédaction de cette convention-cadre fût achevée, le législateur français a introduit dans l'article 12 consacré aux opérations de pension de la loi du 31 décembre 1993 un ajout.

Cet amendement vise essentiellement à valider la compensation des opérations de pension conclues sous l'égide de la convention-cadre qui devra désormais être approuvée par le gouverneur de la Banque de France.

3.3.3. Le nouveau régime légal de la compensation des opérations de pension

Le Parlement français a décidé tout récemment, en effet, de compléter l'article 12 précité de la loi du 31 décembre 1993 par un paragraphe V bis dont l'énoncé figurera dans la loi actuellement en cours de publication portant diverses dispositions d'ordre économique et financier. Ce paragraphe V bis est ainsi rédigé :

« Les dettes et les créances afférentes aux opérations de pension opposables aux tiers, régies par une convention-cadre, approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, et organisant les relations entre deux parties sont compensables selon les modalités prévues par ladite convention-cadre.

« Cette convention-cadre, lorsqu'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par la loi 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, peut prévoir la résiliation de plein droit de l'ensemble des opérations de pension mentionnées à l'alinéa précédent.

« Les dispositions du présent paragraphe V bis de l'article 12 sont applicables nonobstant toute disposition législative contraire. »

Ces nouvelles dispositions, calquées sur celles qui ont déjà été fixées par l'article 8 de la loi du 31 décembre 1993 précitée au profit des opérations de marchés à terme, reconnaissent, « *nonobstant toutes dispositions législatives contraires* », en cas de « faillite » de l'une des parties notamment, la validité de la compensation des opérations de pension, dès lors que ces opérations sont régies par une convention-cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France.

Cet amendement autorise, en outre, la résiliation de plein droit des opérations de pension régies par la convention-cadre lorsque l'une des parties fait l'objet de l'une des procédures prévues par la loi du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises.

Le nouveau paragraphe V bis qui complète l'article 12 de la loi du 31 décembre 1993 :

– interdit à l'administrateur désigné en cas de redressement judiciaire de l'une des parties à une opération de pension toute initiative en vue de procéder au « *cherry picking* » des contrats en cours ;

– valide expressément la clause du contrat-cadre permettant à la partie non défaillante, en cas de faillite de l'autre, de résilier soit d'office, soit à son initiative, l'ensemble des opérations en cours et de prononcer ainsi l'exigibilité anticipée des opérations (clause dite *close-out* ou *acceleration clause* dans le langage anglo-saxon) ;

– permet à la partie non défaillante, une fois obtenue l'exigibilité anticipée des opérations de pension, d'évaluer, selon la méthode retenue par le contrat-cadre, le solde de résiliation obtenu par compensation des dettes et créances réciproques « *close-out netting* ».

Le nouveau régime juridique des opérations de pension

L'adoption de cet amendement par le Parlement français renforce considérablement la sécurité de l'opération de pension puisqu'il est ainsi mis définitivement un terme aux polémiques sur les éventuelles insuffisances du droit français applicable en ce domaine.

Dès qu'elle aura été définitivement adoptée, la nouvelle convention-cadre relative aux opérations de pension donnera lieu à un commentaire qui sera publié dans le *Bulletin de la Banque de France*.

LOI N° 93-1444 DU 31 DÉCEMBRE 1993
PORTANT DIVERSES DISPOSITIONS RELATIVES À LA BANQUE DE FRANCE,
À L'ASSURANCE, AU CRÉDIT ET AUX MARCHÉS FINANCIERS

TITRE V
DISPOSITIONS RELATIVES AUX OPÉRATIONS DE PENSION

Article 12

I. – La pension est l'opération par laquelle une personne morale, un fonds commun de placement ou un fonds commun de créances cède en pleine propriété à une autre personne morale, à un fonds commun de placement ou à un fonds commun de créances, moyennant un prix convenu, des valeurs, titres ou effets définis ci-après et par laquelle le cédant et le cessionnaire s'engagent respectivement et irrévocablement, le premier à reprendre les valeurs, titres ou effets, le second à les rétrocéder pour un prix et à une date convenus.

Les valeurs, titres ou effets mentionnés ci-dessus sont :

- 1°) Les valeurs mobilières inscrites à la cote officielle d'un marché français ou étranger ;
- 2°) Les valeurs inscrites à la cote du second marché ou qui, inscrites au hors-cote, répondent aux conditions du décret mentionné au 1° de l'article 163 octies du code général des impôts ;
- 3°) Les titres de créances négociables sur un marché réglementé français ou étranger ;
- 4°) Les effets publics ou privés.

Toutefois, seuls les établissements de crédit peuvent prendre ou mettre en pension les effets privés.

Les parties peuvent également convenir de remises complémentaires, en pleine propriété, de valeurs, titres ou effets ou de sommes d'argent, pour tenir compte de l'évolution de la valeur des titres ou des effets mis en pension.

II. – La pension porte sur des valeurs, titres ou effets, qui ne sont pas susceptibles de faire l'objet, pendant toute la durée de l'opération de pension, du détachement d'un droit à dividende, ouvrant droit à l'avoir fiscal mentionné à l'article 158 bis du code général des impôts ou au crédit d'impôt prévu au *b* du 1 de l'article 220 du même code ou du paiement d'un intérêt soumis à la retenue à la source prévue au 1 de l'article 119 bis ou à l'article 1678 bis du code général des impôts ou ouvrant droit à un crédit d'impôt prévu au *b* du 1 de l'article 220 du même code. L'amortissement, le tirage au sort conduisant au remboursement, l'échange, la conversion ou l'exercice d'un bon de souscription mettent fin à l'opération de pension.

III. – L'article 12 de la loi n°84-46 du 24 janvier 1984 précitée est complété par un 7° ainsi rédigé :

« 7° Prendre ou mettre en pension des valeurs mobilières, des titres de créances négociables sur un marché réglementé français ou étranger ou des effets publics. »

IV. – La pension devient opposable aux tiers dès la livraison, dont les modalités sont fixées par décret, des valeurs, titres ou effets.

V. – Au terme fixé pour la rétrocession, le cédant paye le prix convenu au cessionnaire et ce dernier rétrocède les valeurs, titres ou effets au cédant ; si le cédant manque à son obligation de payer le prix de la rétrocession, les valeurs, titres ou effets restent acquis au cessionnaire et si le cessionnaire manque à son obligation de rétrocéder les valeurs, titres ou effets, le montant de la cession reste acquis au cédant. La partie non défaillante dispose en outre des recours de droit commun à l'encontre de la partie défaillante. Nonobstant toutes dispositions législatives contraires, l'article 47 ter de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 précitée est applicable en cas d'inexécution d'une obligation du cédant ou du cessionnaire.

V bis – Les dettes et les créances afférentes aux opérations de pension opposables aux tiers, régies par une convention-cadre, approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, et organisant les relations entre deux parties sont compensables selon les modalités prévues par ladite convention-cadre.

Cette convention-cadre, lorsqu'une des parties fait l'objet d'une des procédures prévues par la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaires des entreprises, peut prévoir la résiliation de plein droit de l'ensemble des opérations de pension mentionnées à l'alinéa précédent.

Les dispositions du présent paragraphe sont applicables nonobstant toute disposition législative contraire.

VI. – La rémunération du cessionnaire, quelle qu'en soit la forme, constitue un revenu de créance et est traitée sur le plan comptable et fiscal comme des intérêts.

Lorsque la durée de la pension couvre la date de paiement des revenus attachés aux valeurs, titres ou effets donnés en pension, le cessionnaire les reverse au cédant qui les comptabilise parmi les produits de même nature. Ces reversements sont soumis chez le cédant au même régime fiscal que les revenus de valeurs, titres ou effets donnés en pension.

VII. – La pension entraîne, chez le cédant, d'une part, le maintien à l'actif de son bilan des valeurs, titres ou effets mis en pension et, d'autre part, l'inscription au passif du bilan du montant de sa dette vis-à-vis du cessionnaire ; ces valeurs, titres ou effets et cette dette sont individualisés à une rubrique spécifique dans la comptabilité du cédant. En outre, le montant des valeurs, titres ou effets mis en pension, ventilé selon la nature des actifs concernés, doit figurer dans les documents annexés aux comptes annuels.

Sous réserve des dispositions du présent article, les valeurs, titres ou effets inscrits sous la rubrique mentionnée à l'alinéa précédent sont, pour l'application des dispositions du code général des impôts, réputés ne pas avoir été cédés.

La dépréciation des valeurs, titres ou effets qui sont l'objet d'une pension ne peut donner lieu, de la part du cessionnaire, à la constitution d'une provision déductible sur le plan fiscal.

Les valeurs, titres ou effets mis en pension ne peuvent être pris en compte par les parties à l'opération de pension pour l'application du régime défini aux articles 145 et 216 du code général des impôts.

VIII. – Les valeurs, titres ou effets reçus en pension ne sont pas inscrits au bilan du cessionnaire ; celui-ci enregistre à l'actif de son bilan le montant de sa créance sur le cédant.

Lorsque le cessionnaire cède des valeurs, titres ou effets qu'il a lui-même reçus en pension, il constate au passif de son bilan le montant de cette cession représentatif de sa dette de valeurs, titres ou effets qui, à la clôture de l'exercice, est évaluée au prix de marché de ces actifs. Les écarts de valeur constatés sont retenus pour la détermination du résultat imposable de cet exercice.

Lorsque le cessionnaire donne en pension des valeurs, titres ou effets qu'il a lui-même reçus en pension, il inscrit au passif de son bilan le montant de sa dette à l'égard du nouveau cessionnaire.

Les montants représentatifs des créances et dettes mentionnées au présent paragraphe sont individualisés dans la comptabilité du cessionnaire.

IX. –

1°) Le 4° de l'article 260 C du code général des impôts est ainsi rédigé :

« 4° Aux intérêts, agios, rémunérations de prêts de titres effectués dans les conditions du chapitre V de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne, aux profits tirés des pensions réalisées dans les conditions prévues par l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers ; »

2°) Le a du 1° de l'article 261 C du code général des impôts est ainsi rédigé :

« a) L'octroi et la négociation de crédits, la gestion de crédits effectuée par celui qui les a octroyés, les prêts de titres effectués dans les conditions du chapitre V de la loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne et les pensions réalisées dans les conditions prévues par l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers ; »

3°) Il est inséré, dans le code général des impôts, un article 977 bis ainsi rédigé :

« Article 977 bis – Sont exonérées de tout droit de timbre les opérations de pension de valeurs, titres ou effets réalisées dans les conditions prévues par l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. »

4°) L'article 726 du code général des impôts est complété par un sixième alinéa ainsi rédigé :

« Les perceptions mentionnées aux trois premiers alinéas ne sont pas applicables aux cessions de droits sociaux résultant d'opérations de pensions régies par l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers. »

X. – En cas de défaillance de l'une des parties, le résultat de la cession des valeurs, titres ou effets est égal à la différence entre leur valeur réelle au jour de la défaillance et leur prix de revient fiscal dans les écritures du cédant ; il est compris dans les résultats imposables du cédant au titre de l'exercice au cours duquel la défaillance est intervenue ; ces valeurs, titres ou effets sont réputés prélevés sur ceux de même nature acquis ou souscrits à la date la plus récente antérieure à la défaillance.

DÉCRET N° 94-350 DU 2 MAI 1994
PRIS POUR L'APPLICATION DE L'ARTICLE 12
DE LA LOI N° 93-1444 DU 31 DÉCEMBRE 1993
PORTANT DIVERSES DISPOSITIONS RELATIVES À LA BANQUE DE FRANCE,
À L'ASSURANCE, AU CRÉDIT ET AUX MARCHÉS FINANCIERS

Le Premier ministre,

Sur le rapport du ministre de l'Économie,

Vu l'article 12 de la loi n° 93-1444 du 31 décembre 1993 portant diverses dispositions relatives à la Banque de France, à l'assurance, au crédit et aux marchés financiers;

Décète :

Article premier – Les modalités de livraison visées au IV de l'article 12 de la loi du 31 décembre 1993 susvisée sont fixées comme suit :

Les valeurs, titres ou effets créés matériellement sont dits livrés si, au moment de la mise en pension, ils sont effectivement et physiquement délivrés au cessionnaire ou à son mandataire ; s'agissant d'effets à ordre, ils doivent être préalablement endossés conformément à l'article 117 du Code de commerce.

Les valeurs, titres ou effets dématérialisés et ceux matériellement créés, conservés chez un dépositaire central, mais circulant par virement de compte à compte, sont dits livrés s'ils font l'objet, au moment de la mise en pension, d'une inscription à un compte ouvert au nom du cessionnaire chez un intermédiaire habilité, chez un dépositaire central ou, le cas échéant, chez l'émetteur.

Article 2 – Le ministre de l'Économie est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera publié au Journal officiel de la République française.

Fait à Paris, le 2 mai 1994.

ÉDOUARD BALLADUR

Par le Premier ministre :

Le ministre de l'Économie,

EDMOND ALPHANDÉRY

LA COMPOSITION DES PLANS D'ÉPARGNE EN ACTIONS (PEA) À FIN MARS 1994

Selon les dernières données communiquées par les établissements participant à l'enquête-titres de la Banque de France, *les capitaux placés en plans d'épargne en actions (PEA) ont connu au premier trimestre 1994 une progression de 2,5 % par rapport au quatrième trimestre 1993. L'encours recensé dans l'enquête s'élevait à fin mars à 172,7 milliards de francs (contre 70,8 milliards de francs à la fin mars de l'année précédente). Il se répartissait à hauteur de 32 % en actions, 40 % en titres d'OPCVM « actions » et 28 % en obligations d'État. Le nombre des PEA ouverts était, à la même date, de*

2,87 millions, en progression de 3 % par rapport à fin décembre 1993.

Sur la base des réponses à l'enquête, la valeur moyenne d'un PEA atteignait 60 100 francs à fin mars, contre 60 400 francs à la fin du trimestre précédent et 30 300 francs à fin mars 1993 ; par comparaison, celle du compte-titres moyen dans l'enquête-titres était d'environ 138 700 francs. On constate, par ailleurs, que les PEA les plus importants sont concentrés chez les banques d'affaires ¹ et les sociétés de bourse, où ils atteignaient en moyenne 314 600 francs à fin mars (75 400 francs chez les trois grandes

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

banques et

49 000 francs chez les « autres établissements »).

Les résultats de l'enquête montrent qu'au sein des PEA les composantes « actions » et OPCVM « actions » ont continué de progresser. À l'inverse, les encours des titres du grand emprunt d'État se sont légèrement réduits (– 3,5 milliards de francs), en raison des arbitrages effectués en faveur d'actions de sociétés privatisées (la société Elf-Aquitaine a été privatisée en février 1994).

La conversion des obligations en actions de sociétés privatisées n'a concerné que peu d'investisseurs, et les détenteurs d'obligations ont semblé préférer conserver leurs titres jusqu'au remboursement.

MONIQUE CHOCRON

LYDIE MARCHAND

Direction des Études et Statistiques monétaires

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

Cette étude trimestrielle sur la composition des PEA a été réalisée, comme les précédentes, à partir des portefeuilles-titres de la clientèle des principaux établissements dépositaires ¹.

Les renseignements qui y figurent concernent l'évolution des titres placés sous dossier PEA au cours du premier trimestre 1994. Leur rapprochement avec les données sur les avoirs en titres des ménages résultant des enquêtes-titres permet de comparer les comptes PEA avec les portefeuilles de valeurs mobilières — actions, OPCVM « actions » et obligations — dont ils sont issus.

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

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

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

1. Résultats globaux

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

COMPOSITION ET ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES			
	En millions de francs		Variation en pourcentage
	Décembre 1993	Mars 1994	Mars 1994/ Décembre 1993
Actions	53 523	55 487	3,7
Obligations émises par l'État	51 814	48 326	- 6,7
OPCVM « actions »	63 040	68 857	9,2
TOTAL	168 377	172 670	2,5
Nombre de PEA	2 787 189	2 870 590	3,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : 33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 15 juin 1994

En mars 1994, par rapport à décembre 1993, la valeur des titres placés sous dossier PEA a progressé de 2,5 %, s'élevant, dans les établissements couverts par l'enquête, à 172,7 milliards de francs auxquels il faut ajouter un montant de liquidités d'environ 6 milliards ¹. Le nombre de plans ouverts atteignait par ailleurs 2,87 millions.

On observe qu'au premier trimestre 1994, la progression des OPCVM « actions » a été plus importante que celle des actions (+ 9,2 %, contre + 3,7 %). Parallèlement, les statistiques d'Europerformance indiquent que les souscriptions nettes se sont accrues pour les SICAV investies en actions françaises (22,9 milliards de francs, contre 19,4 milliards au quatrième trimestre 1993).

On remarque que le nombre de PEA a augmenté légèrement plus au premier trimestre 1994 que le montant des capitaux placés (3 %, contre 2,5 %). Le montant unitaire des PEA est donc sensiblement égal à fin mars à ce qu'il était à fin décembre 1993 (- 0,4 %).

Par ailleurs, la progression des encours des PEA a été renforcée par un effet de valorisation au cours du trimestre considéré (+ 1 % selon l'indice SBF 250 des valeurs françaises à revenu variable).

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

ENCOURS DES PORTEFEUILLES-TITRES	
(en millions de francs)	
	Décembre 1993
Actions	359 992
Obligations	547 358
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	667 715
TOTAL	1 575 065
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82	
Mise à jour le 15 juin 1994	

¹ La représentativité de l'enquête peut être appréciée à la lumière des données de la direction du Trésor sur le montant total des PEA à fin mars, qui s'élève à 196 milliards de francs.

DOSSIERS
Composition des PEA

Les encours des portefeuilles-titres présentés dans cette étude ont été établis à partir des données trimestrielles de l'enquête-titres (dernier chiffre connu décembre 1993). Une utilisation fine de ces données a permis d'exclure des portefeuilles de référence les OPCVM court terme et les valeurs étrangères et de ne retenir, par conséquent, que les actions, les obligations et les titres d'OPCVM à moyen et long terme, dont les titres d'OPCVM « actions », éligibles au PEA, sont une composante.

STRUCTURE DES ENCOURS DES PORTEFEUILLES-TITRES ET DES PEA BANCAIRES			
<i>(en pourcentage)</i>			
	Portefeuilles-titres	PEA bancaires ^(a)	
	Décembre 1993	Décembre 1993	Mars 1994
Actions	22,9	31,8	32,1
Obligations	34,8	30,8	28,0
Titres d'OPCVM à moyen et long terme (b).....	42,4	37,4	39,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0
(a) Cf. « Composition des PEA bancaires » en millions de francs			
(b) Titres d'OPCVM « actions » pour les PEA bancaires			
Réalisation : Banque de France			
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			Mise à jour le 15 juin 1994

Dès l'origine du PEA, la part des titres d'OPCVM (à moyen et à long terme pour les portefeuilles-titres et « actions » pour les PEA) a été plus importante que celle des actions dans les portefeuilles-titres comme dans les PEA.

Pour un sous-échantillon de banques participant à l'enquête ¹, une comparaison a pu être effectuée entre les encours des PEA et les portefeuilles limités aux catégories de titres éligibles au PEA (actions, obligations et OPCVM « actions ») ; il en est ressorti que, dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions » était nettement inférieure à celle des actions (de l'ordre de 7 points pour le premier trimestre de 1994).

Par ailleurs, si l'on élimine la composante « obligations » des PEA et des portefeuilles-titres pour ne retenir que les produits de type « actions », on remarque que la part des titres d'OPCVM « actions » et celle des actions est pratiquement inversée dans le PEA et dans les portefeuilles-titres, la part des titres d'OPCVM « actions » étant prépondérante dans les PEA (environ 58 %).

ENCOURS ET STRUCTURE DES PORTEFEUILLES-TITRES (sous échantillon)		
	en millions de francs	en pourcentage
	Décembre 1993	Décembre 1993
Actions	230 478	27,9
Obligations	424 928	51,4
Titres d'OPCVM « actions »	171 497	20,7
TOTAL	826 903	100,0
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 15 juin 1994

¹ Établissements fournissant une décomposition plus fine de leur portefeuille-titres et gérant dans l'enquête PEA environ 67 % des encours d'actions françaises, 74 % des encours de titres d'OPCVM à moyen et long terme et 73 % des obligations françaises détenues par les ménages

ENCOURS ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES (sous-échantillon)				
	Encours en millions de francs		Structure des encours en pourcentage	
	Décembre 1993	Mars 1994	Décembre 1993	Mars 1994
Actions	36 073	36 922	29,7	30,0
Obligations émises par l'État	37 417	35 399	30,9	28,8
Titres d'OPCVM « actions »	47 743	50 683	39,4	41,2
TOTAL	121 233	123 004	100,0	100,0
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82 Mise à jour le 15 juin 1994				

Il ressort du tableau précédent qu'à fin mars 1994, la part des OPCVM « actions » l'emporte sur celle des autres titres au sein des dossiers PEA (41,2 %, contre 28,8 % pour les obligations et 30 % pour les actions détenues en direct). Les obligations d'État montrent un encours en diminution et perdent 2,1 points de détention, essentiellement au profit des OPCVM « actions » (+ 1,8 point) et des actions (+ 0,3 point).

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Décembre 1993	Mars 1994
Actions	15,7	16,0
Obligations	8,8	8,3
Titres d'OPCVM « actions »	27,8	29,6
TOTAL	14,7	14,9
Total des portefeuilles (a)	7,3	7,4
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82 Mise à jour le 15 juin 1994		

À la fin du premier trimestre 1994, les titres gérés sous dossier PEA représentaient 7 % des portefeuilles-titres, sans changement par rapport à fin décembre.

L'importance relative dans les portefeuilles des titres gérés sous PEA a été dès l'origine plus grande pour les titres d'OPCVM « actions » que pour les actions gérées en direct. Comme l'année précédente, cet écart atteint presque 14 points au 31 mars 1994.

L'importance relative des obligations gérées dans le cadre du PEA s'est légèrement réduite au premier trimestre de l'année 1994 (– 3,5 milliards de francs correspondant à – 0,5 %), en raison du paiement des actions de la société Elf-Aquitaine par des titres du grand emprunt d'État.

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

COMPTE-TITRES MOYEN ET PEA MOYEN			
<i>(en francs)</i>			
	Compte-titres moyen	PEA moyen	
	Décembre 1993	Décembre 1993	Mars 1994
Actions	22 222	19 203	19 329
Titres d'OPCVM	76 761	22 618	23 987
Obligations et valeurs étrangères	39 705 (a)	18 590	16 835
TOTAL	138 688	60 411	60 151
(a) dont valeurs étrangères : 5 917			
Réalisation : Banque de France			
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82			
Mise à jour le 15 juin 1994			

Au 31 décembre 1993, on dénombrait 16 199 889 comptes-titres (dernier chiffre connu), et au 31 mars 1994 on comptait 2 870 590 PEA, soit 17,7 % du total.

Selon l'enquête, un peu plus de 83 000 PEA ont été ouverts au cours du premier trimestre 1994 (contre 139 000 au premier trimestre de l'année 1993).

Les PEA représentaient à fin mars 1994 un montant moyen d'environ 60 000 francs. Ce chiffre peut être rapproché de celui du compte-titres moyen toutes valeurs réunies, qui atteignait au 31 décembre 1993 environ 140 000 francs ¹. Toutefois, il existe de grandes disparités de ce point de vue selon la catégorie socioprofessionnelle des ménages et, comme on le verra dans la seconde partie de cette étude, selon les catégories d'établissements dépositaires.

¹ Dernier chiffre connu. Il n'est par ailleurs pas possible d'effectuer la même comparaison sur la base des portefeuilles-titres n'incluant que des valeurs éligibles au PEA, faute d'information sur le nombre de ces portefeuilles.

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

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

COMPOSITION ET STRUCTURE DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS				
	Décembre 1993		Mars 1994	
	en millions de francs	en pourcentage	en millions de francs	en pourcentage
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE				
Actions	5 853	6 256	57,3	60,9
Obligations émises par l'État	3 039	2 654	29,7	25,8
OPCVM « actions »	1 326	1 363	13,0	13,3
TOTAL	10 218	10 273	100,0	100,0
Nombre de PEA	32 103	32 651		
LES TROIS GRANDES BANQUES				
Actions	18 869	20 609	29,7	31,0
Obligations émises par l'État	20 646	19 554	32,4	29,5
OPCVM « actions »	24 145	26 262	37,9	39,5
TOTAL	63 660	66 425	100,0	100,0
Nombre de PEA	867 199	880 561		
AUTRES ÉTABLISSEMENTS				
Actions	28 801	28 622	30,5	29,8
Obligations émises par l'État	28 129	26 118	29,8	27,2
OPCVM « actions »	37 569	41 232	39,7	43,0
TOTAL	94 499	95 972	100,0	100,0
Nombre de PEA	1 887 887	1 957 378		
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82				
Mise à jour le 15 juin 1994				

Le tableau ci-dessus montre que la part des obligations d'État dans la composition des PEA des trois groupes d'établissements (30 % environ à fin décembre 1993) a diminué de manière significative au cours du premier trimestre 1994, ces titres ayant notamment servi, comme le prévoyait la loi, au paiement des actions de la société Elf-Aquitaine. Chez les banques d'affaires et les sociétés de bourse, la part relative des obligations a baissé de 4 points au bénéfice des actions. Chez les deux autres groupes, le transfert s'est fait principalement au profit des titres d'OPCVM « actions » pour les « autres établissements » (+ 3 points) et à part sensiblement égale au profit des actions (+ 1,3 point) et des OPCVM « actions » (+ 1,6 point) chez les trois grandes banques.

ÉVOLUTION DES PEA BANCAIRES PAR GROUPES D'ÉTABLISSEMENTS	
	(en pourcentage)
	Mars 1994/Décembre 1993
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE	
Actions	6,9
Obligations émises par l'État	- 12,7
OPCVM « actions »	2,8
TOTAL	0,5
Nombre de PEA	1,7
LES TROIS GRANDES BANQUES	
Actions	9,2
Obligations émises par l'État	- 5,3
OPCVM « actions »	8,8
TOTAL	4,3
Nombre de PEA	1,5
AUTRES ÉTABLISSEMENTS	
Actions	- 0,6
Obligations émises par l'État	- 7,1
OPCVM « actions »	9,8
TOTAL	1,6
Nombre de PEA	3,7
Réalisation : Banque de France DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82	
Mise à jour le 15 juin 1994	

La progression des PEA, qui avait été très forte au quatrième trimestre 1993 (+ 24 %) en raison des mesures fiscales favorisant jusqu'à fin 1993 le réinvestissement dans un PEA des plus values sur cessions de titres d'OPCVM de capitalisation, s'est beaucoup ralentie au premier trimestre de 1994 (+ 2,5 %). Les trois grandes banques ont obtenu les meilleurs résultats (+ 4,3 %) alors que les deux autres groupes enregistraient des progressions de l'ordre de 1,6 % pour les « autres établissements » et de 0,5 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

L'augmentation du nombre de PEA a été plus importante chez les « autres établissements » (+ 3,7 %) que chez les deux autres groupes (+ 1,7 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, et + 1,5 % pour les trois grandes banques).

La répartition par groupes d'établissements du nombre de comptes-PEA est restée stable (1 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse, 31 % pour les trois grandes banques et 68 % pour les « autres établissements »). Proportionnellement au nombre de comptes-titres qu'elles gèrent (25 % de l'ensemble), les trois grandes banques ont, par conséquent, ouvert plus de PEA que les autres réseaux.

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

POIDS DU PEA DANS LES PORTEFEUILLES-TITRES SELON LE TYPE D'ÉTABLISSEMENT		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Décembre 1993	Mars 1994
BANQUES D'AFFAIRES OU DE PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE		
Actions	13,6	14,6
Obligations	24,7	21,6
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	2,5	2,5
TOTAL	9,3	9,4
Total des portefeuilles (a)	6,6	6,6
LES TROIS GRANDES BANQUES		
Actions	12,7	13,8
Obligations	11,3	10,7
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	10,5	11,4
TOTAL	11,3	11,8
Total des portefeuilles (a)	8,2	8,6
AUTRES ÉTABLISSEMENTS		
Actions	17,2	17,1
Obligations	8,0	7,4
Titres d'OPCVM à moyen et long terme.....	9,8	10,8
TOTAL	10,5	10,6
Total des portefeuilles (a)	7,2	7,3
(a) Actions, obligations, OPCVM et valeurs étrangères		
Réalisation : Banque de France		
DESM – Pôle « Valeurs mobilières » – Tél. : +33 (1) 42 92 28 82		Mise à jour le 15 juin 1994

À fin mars 1994, les PEA représentaient 11,8 % des portefeuilles d'actions, d'obligations et d'OPCVM à moyen et long terme dans les trois grandes banques, 10,6 % dans les « autres établissements » et 9,4 % dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

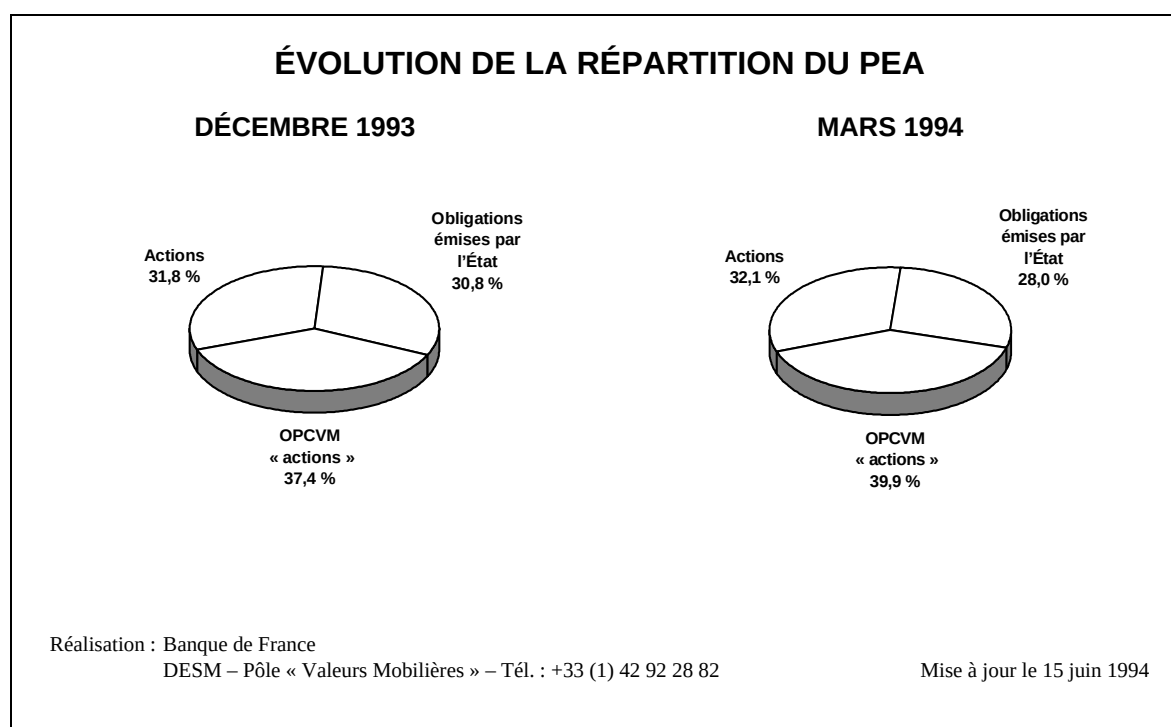
Rapportés à l'ensemble des portefeuilles-titres, les titres gérés sous dossier PEA représentaient, à fin mars 1994, 8,6 % pour les trois grandes banques, 7,3 % pour les « autres établissements » et 6,6 % pour les banques d'affaires et les sociétés de bourse.

2.3. Comparaison de la valeur du compte-titres moyen et du PEA moyen selon le type d'établissement dépositaire ¹

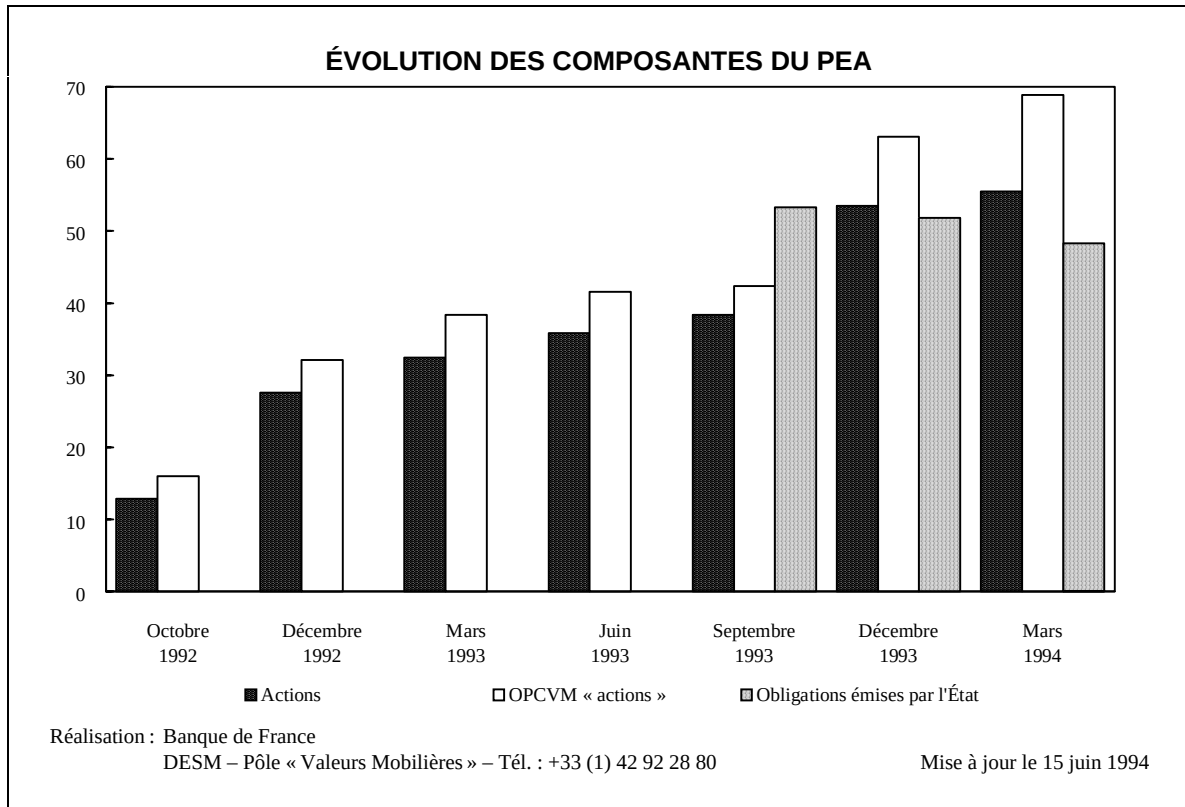
À fin mars 1994, la valeur moyenne du PEA était d'environ 37 % de celle du compte-titres moyen dans les banques d'affaires et les sociétés de bourse, contre 44 % dans les « autres établissements » et 40 % dans les trois grandes banques.

Les PEA gérés par les banques d'affaires et les sociétés de bourse se caractérisaient par une forte proportion d'actions (61 %). À l'inverse, les titres d'OPCVM « actions » étaient majoritaires dans le PEA moyen des trois grandes banques (environ 40 % du portefeuille) et dans celui des « autres établissements » (43 %).

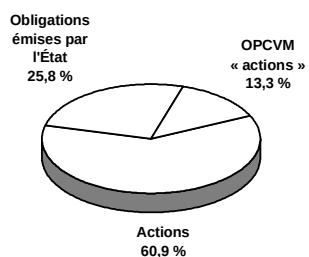
ANNEXE 1



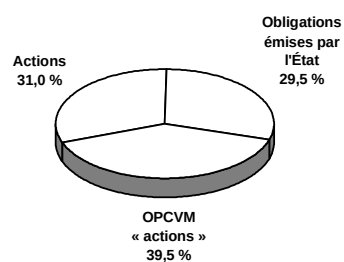
¹ Les tableaux dont ces informations sont issues ne figurent pas dans la présente note mais sont disponibles sur demande :
tél. : + 33 (1) 42 92 52 87



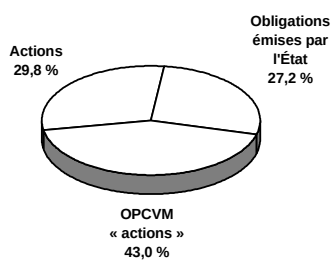
RÉPARTITION DU PEA À FIN MARS 1994

BANQUES D'AFFAIRES OU DE
PORTEFEUILLES ET SOCIÉTÉS DE BOURSE

LES TROIS GRANDES BANQUES



AUTRES ÉTABLISSEMENTS



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

Mise à jour le 15 juin 1994

E N Q U Ê T E S

LE COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(résultats de l'exploitation de 3 730 déclarations
et portant sur la période du 5 au 16 avril 1994)

Entre début janvier et début avril 1994, les évolutions du coût moyen des crédits aux entreprises ont été variables selon les catégories de prêts. Les réductions de taux ont surtout touché les crédits de petits montants. Sur un an, de fortes baisses ont été enregistrées quelles que soient les catégories considérées.

CORINNE GODIN

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

Entre début janvier et début avril, les évolutions des taux moyens des crédits aux entreprises ont été variables selon les catégories de prêts : le coût moyen des découverts et des prêts à moyen et long terme a diminué (respectivement de 0,23 point et 0,28 point), alors que le taux moyen de l'escompte a très légèrement augmenté (0,08 %) ainsi que celui des autres crédits à court terme (0,38 point).

Sur la même période, le taux moyen au jour le jour et le TIOP à un mois se sont réduits de 0,39 point, le TIOP à trois mois a baissé de 0,20 point.

Le TBB, quant à lui, est demeuré stable à 7,95 %.

Les réductions de taux ont surtout bénéficié aux crédits de petits montants de toute nature. Les baisses ont notamment touché l'escompte compris entre 100 000 et 300 000 francs (0,12 point), les découverts d'un montant inférieur à 100 000 francs (0,15 point), les autres crédits à court terme de 300 000 à 500 000 francs (0,29 point) et les prêts à moyen et long terme inférieurs à 100 000 francs (0,46 point) ou compris entre 100 000 et 300 000 francs (0,43 point). Pour les montants supérieurs, quelques hausses ont été enregistrées même si des baisses sont également intervenues (0,23 point pour l'escompte compris entre 2 000 000 et 10 000 000 francs et 0,41 point pour les découverts supérieurs à 10 000 000 francs ¹).

Sur un an, soit entre avril 1993 et avril 1994, les taux moyens des prêts aux entreprises marquent de fortes baisses : pour les découverts le fléchissement atteint 3,32 points ; pour les autres catégories, les réductions ont été comprises entre 2,26 points pour l'escompte et 2,62 points pour les autres crédits à court terme.

¹ Le nombre de crédits recensés sous cette rubrique est toutefois assez faible.

L'examen par montant fait ressortir que les baisses ont été nettement supérieures à un point dans toutes les catégories.

Sur la même période, le TBB s'est réduit de 2,05 points, revenant de 10 % début avril 1993 à 7,95 % début avril 1994 ; le taux moyen au jour le jour a baissé de 3,82 points, le TIOP à un mois de 3,56 points et celui à trois mois de 3,28 points.

TAUX OBSERVÉS							
							(en pourcentage)
Catégories de crédit	Par tranche de montant en francs						Ensemble (Taux moyen)
	≤ 100 000	>100 000 et ≤ 300 000	> 300 000 et ≤ 500 000	> 500 000 et ≤ 2 000 000	> 2 000 000 et ≤ 10 000 000	> 10 000 000	
ESCOMPTE							
moyen	11,23	10,53	10,35	9,65	8,56	7,74	8,69
Taux minimum	7,12	6,66	6,77	6,38	6,60	6,44	
maximum	14,97	14,97	14,95	14,45	13,55	9,55	
DÉCOUVERT							
moyen	12,57	11,16	10,25	9,55	8,47	7,12	7,96
Taux minimum	6,87	6,81	6,62	6,49	6,62	6,42	
maximum	16,43	16,43	14,35	14,45	13,05	9,50	
AUTRES COURT TERME							
moyen	9,93	10,02	9,33	8,87	7,85	7,39	7,61
Taux minimum	6,77	7,62	6,70	6,56	6,51	6,69	
maximum	14,97	14,90	12,65	12,10	11,00	9,00	
MOYEN ET LONG TERME							
moyen	8,66	8,40	8,27	7,89	7,72	(a)	8,00
Taux minimum	6,75	6,85	6,75	6,50	6,30	(a)	
maximum	11,60	12,54	11,50	9,90	10,00	(a)	
(a) Aucun crédit n'a été recensé pour cette catégorie durant la période sous revue.							

ÉVOLUTION DES TAUX OBSERVÉS LORS DES ENQUÊTES

BAISSE DU COÛT DU CRÉDIT

Selon l'enquête trimestrielle ¹ menée en avril par la Banque de France auprès des établissements de crédit, les taux des crédits se sont à nouveau réduits, de façon plus marquée pour les prêts aux particuliers (notamment de faible montant). Sur un an, le mouvement de baisse s'est amplifié.

CORINNE GODIN

*Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles*

1. Diminutions entre janvier et avril 1994

1.1. Crédits aux particuliers

Le mouvement de baisse des prêts de trésorerie a été d'assez grande ampleur : de – 0,43 point (prêts personnels d'un montant supérieur à 10 000 francs) à – 1,89 point (prêts de toute nature d'un montant inférieur ou égal à 10 000 francs).

En ce qui concerne les prêts immobiliers, les réductions ont été supérieures pour les prêts à taux fixe (– 0,64 point) par rapport à ceux à taux variable (– 0,30 point).

1.2. Crédits aux entreprises

Les taux relatifs aux prêts aux entreprises ont bénéficié de réductions plus sensibles en ce qui concerne les prêts à moyen et long terme, tant à taux fixe (– 0,45 point) qu'à taux variable (– 0,51 point).

¹ Cette enquête, qui porte sur les mois de janvier, avril, juillet et octobre, recense les taux effectifs globaux (hors commission de plus fort découvert) des autorisations de crédit accordées par un échantillon d'établissements de crédit. Les taux moyens par catégorie de concours sont une moyenne arithmétique simple.

2. Importance des diminutions de taux sur un an (avril 1993 à avril 1994)

2.1. *Crédits aux particuliers*

S'agissant des crédits de trésorerie, les baisses ont été très fortes, là également pour les prêts d'un montant inférieur ou égal à 10 000 francs (– 4,32 points). Toutefois, même pour les deux autres catégories supérieures à 10 000 francs, les réductions ont été supérieures à 3 points (– 3,27 points pour les prêts personnels et – 3,42 points pour les découverts, ventes à tempérament et comptes permanents).

Les prêts immobiliers, quant à eux, ont bénéficié de diminutions de moindre ampleur, mais toujours proches ou supérieures à deux points.

2.2. *Crédits aux entreprises*

La tendance à la baisse a regroupé des variations allant de – 1,82 point (découverts en compte d'un montant inférieur ou égal à 500 000 francs) à – 3,08 points (financements de ventes à tempérament d'un montant inférieur ou égal à 300 000 francs).

TAUX EFFECTIFS GLOBAUX MOYENS (observés lors des enquêtes)

aux entreprises

	Découverts en compte ≤ 500 000francs	Autres prêts d'une durée initiale ≤ 2 ans ≤ 500 000 francs	Ventes à tempérament ≤ 300 000 francs	Prêts > 2 ans à taux fixe ≤ 1 000 000 de francs	Prêts > 2 ans à taux variable ≤ 1 000 000 de francs
Janvier 1993	14,15	13,21	14,22	11,76	12,09
Avril 1993	14,11	13,12	14,18	11,64	11,94
Juillet 1993	12,74	12,04	12,99	10,81	10,34
Octobre 1993	12,62	11,66	12,17	10,29	10,01
Janvier 1994	12,32	11,23	11,71	9,92	9,54
Avril 1994	12,29	11,23	11,10	9,47	9,03

aux particuliers

	Crédits de trésorerie			Crédits immobiliers	
	Prêt d'un montant ≤ 10 000 francs	Découverts, prêts permanents, ventes à tempérament > 10 000 francs	Prêts personnels et autres prêts	À taux fixe	À taux variable
Janvier 1993	19,73	16,95	15,16	11,50	11,10
Avril 1993	20,32	16,82	15,25	11,31	11,01
Juillet 1993	19,22	15,76	14,29	10,23	10,09
Octobre 1993	17,92	14,89	12,62	10,01	9,68
Janvier 1994	17,89	14,74	12,41	9,51	9,34
Avril 1994	16,00	13,40	11,98	8,87	9,04

ANNEXE 2

VARIATIONS DES TAUX EFFECTIFS GLOBAUX MOYENS

COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS

(en points de pourcentage)

	Janvier 1994 / Octobre 1993	Avril 1994 / Janvier 1993	Avril 1994 / Avril 1993
Crédits de trésorerie			
Prêts ≤ 10 000 francs	- 0,03	- 1,89	- 4,32
Découverts, ventes à tempérament, prêts permanents > 10 000 francs	- 0,15	- 1,34	- 3,42
Prêts personnels > 10 000 francs	- 0,21	- 0,43	- 3,27
Crédits immobiliers			
Prêts à taux variable	- 0,34	- 0,30	- 2,44
Prêts à taux fixe	- 0,50	- 0,64	- 1,97

COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

(en points de pourcentage)

	Janvier 1994 / Octobre 1993	Avril 1994 / Janvier 1993	Avril 1994 / Avril 1993
Découverts en compte ≤ 500 000 francs	- 0,30	- 0,03	- 1,82
Autres prêts d'une durée ≤ 2 ans montant ≤ 500 000 francs	- 0,43	0	- 1,89
Ventes à tempérament ≤ 300 000 francs	- 0,46	- 0,61	- 3,08
Prêts > 2 ans à taux fixe ≤ 1 000 000 de francs	- 0,37	- 0,45	- 2,17
Prêts > 2 ans à taux variable ≤ 1 000 000 de francs....	- 0,47	- 0,51	- 2,91

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 6,75 % octobre 2004, 6 % octobre 2025

– en date du 31 mai 1994

Le jeudi 2 juin 1994 à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux deux tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces deux tranches sera compris entre 19 et 21 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard de francs par tranche.

1. OAT 6,75 % octobre 2004 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 135 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2004.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 27 juin 1994, soit 90,62 francs par obligation.

2. OAT 6 % octobre 2025 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1993. Coupon annuel : 120 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2025.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1993 au 27 juin 1994, soit 80,54 francs par obligation.

Pour ces deux tranches, règlement des fonds et cotation le 27 juin 1994.

Les soumissions seront présentées soit par télétransmission à l'aide du système Telsat, soit au moyen de fiches déposées au siège de la Banque de France (2^e étage – bureau A 220) contre remise d'un reçu, au plus tard dix minutes avant le début de la séance.

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

- jusqu'au jeudi 2 juin 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 3 juin 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 6,75 % OCTOBRE 2004			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
95,12	800 000 000	800 000 000	95,12
95,10	1 550 000 000	2 350 000 000	95,11
95,08	4 700 000 000	7 050 000 000	95,09
95,06	4 150 000 000	11 200 000 000	95,08
95,04	5 040 000 000	16 240 000 000	95,07
95,04	560 000 000	16 800 000 000	95,07
95,02	4 200 000 000	21 000 000 000	95,06
95,00	3 150 000 000	24 150 000 000	95,05
94,98	1 050 000 000	25 200 000 000	95,05
94,96	3 100 000 000	28 300 000 000	95,04
94,94	1 750 000 000	30 050 000 000	95,03
94,92	500 000 000	30 550 000 000	95,03
94,90	1 500 000 000	32 050 000 000	95,02
94,88	1 500 000 000	33 550 000 000	95,02
94,86	1 000 000 000	34 550 000 000	95,01
94,80	50 000 000	34 600 000 000	95,01
Prix limite retenu : 95,04 % (taux de rendement : 7,45 %) Demandes servies à ce prix limite : 90,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 95,07 % (taux de rendement : 7,44 %)			

OAT 6 % OCTOBRE 2025			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
76,70	200 000 000	200 000 000	76,70
76,68	150 000 000	350 000 000	76,69
76,64	350 000 000	700 000 000	76,67
76,62	400 000 000	1 100 000 000	76,65
76,60	900 000 000	2 000 000 000	76,63
76,58	1 200 000 000	3 200 000 000	76,61
76,56	150 000 000	3 350 000 000	76,61
76,54	200 000 000	3 550 000 000	76,60
76,52	400 000 000	3 950 000 000	76,59
76,50	950 000 000	4 900 000 000	76,58
76,48	150 000 000	5 050 000 000	76,57
76,46	300 000 000	5 350 000 000	76,57
76,44	50 000 000	5 400 000 000	76,57
76,42	100 000 000	5 500 000 000	76,56
76,40	1 400 000 000	6 900 000 000	76,53
76,38	1 000 000 000	7 900 000 000	76,51
76,36	100 000 000	8 000 000 000	76,51
76,34	100 000 000	8 100 000 000	76,51
76,30	500 000 000	8 600 000 000	76,50
76,28	100 000 000	8 700 000 000	76,49
76,26	100 000 000	8 800 000 000	76,49
76,24	1 000 000 000	9 800 000 000	76,46
76,22	100 000 000	9 900 000 000	76,46
76,20	300 000 000	10 200 000 000	76,45
76,18	100 000 000	10 300 000 000	76,45
Prix limite retenu : 76,58 % (taux de rendement : 8,07 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 76,61 % (taux de rendement : 8,06 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 5 mai 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	2 050	3 200	1 150
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	7,73	8,07	0,34
– au prix moyen pondéré.....	7,73	8,06	0,33

– *Résultat global de l'adjudication du 3 juin 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'OAT du 2 juin 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 459 millions de francs pour les offres d'avant séance et 1 827 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des OAT de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 19 440 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc à 21 716 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 6,75 % octobre 2004	16 240	287	1 363	17 890
OAT 6 % octobre 2025	3 200	172	454	3 826
TOTAL	19 440	2 276		21 716
Source et réalisation : Banque de France SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67				

**Journal officiel du 16 juin 1994 –
Seuils de l'usure applicables à compter du
1^{er} juillet 1994**

COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE			(en pourcentage)
	Taux effectifs pratiqués au 2 ^e trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} juillet 1994	
DÉCOUVERTS EN COMPTE			
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	12,29	16,39	
AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS			
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	11,23	14,97	
PRÊTS CONSENTIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT			
montant unitaire ≤ à 300 000 francs	11,10	14,80	
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX FIXE			
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	9,47	12,63	
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX VARIABLE			
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	9,03	12,04	
<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. <i>Commissions de plus fort découvert :</i> Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1994 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois. Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études			

COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS : TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE		
	<i>(en pourcentage)</i>	
	Taux effectifs pratiqués au 2 ^e trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} juillet 1994
CRÉDITS DE TRÉSORERIE		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs	16,00	21,33
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs	13,40	17,87
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs	11,98	15,97
CRÉDITS IMMOBILIERS		
– Prêts relais	9,55	12,73
– Prêts immobiliers à taux fixe	8,87	11,83
– Prêts immobiliers à taux variable	9,04	12,05
<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. Source : Journal officiel Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études		

Communiqué de la Banque de France, en date du 2 juin 1994, relatif à son taux d'appel d'offres

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène son taux des appels d'offres de 5,40 % à 5,30 %.

Communiqué de la Banque de France, en date du 16 juin 1994, relatif à son taux d'appel d'offres

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène son taux des appels d'offres de 5,30 % à 5,20 %.

Communiqué de la Banque de France, en date du 30 juin 1994, relatif à son taux d'appels d'offres

À l'issue de la réunion du Conseil de la politique monétaire, la Banque de France ramène son taux des appels d'offres de 5,20 % à 5,10 %.

Communiqué de la Banque de France, en date du 15 juin 1994, relatif au Secrétariat général du Conseil national du Crédit

M. Jean-Claude Peuré, adjoint au Directeur général des Études de la Banque de France, est nommé adjoint au Secrétaire général du Conseil national du crédit.

Communiqué de la Banque de France, en date du 13 juillet 1994, relatif à la publication des taux de pension livrée contre valeurs du Trésor

À compter du 18 juillet, la Banque de France déterminera et publiera chaque jour ouvré des fourchettes de taux représentatives du marché de la pension livrée contre valeurs du Trésor. Les taux seront établis à partir des cotations des spécialistes en pension sur valeurs du Trésor, relevées à 11 heures, pour les opérations de pension en vrac (ou de trésorerie) portant sur quatre échéances (tom-next, 1 semaine, 1 mois, 3 mois). Les taux représentatifs seront communiqués à 12 heures aux principales agences d'information et diffusées directement sur des pages-écrans (Reuter's : SPVU, Telerate : 20 000).

Rectificatif

Une erreur s'est glissée, à la page 181 du Bulletin de la Banque de France de juin, dans la présentation de la lettre d'envoi des textes relatifs à l'assiette et aux taux des réserves obligatoires. On en trouvera ci-après le texte rétabli.

Décisions du Conseil de la politique monétaire

Lettre du gouverneur de la Banque de France, en date du 4 mai 1994, au président de l'Association française des établissements de crédit, relative au régime des réserves obligatoires en France métropolitaine.

Monsieur le président,

J'ai l'honneur de porter à votre connaissance le texte de la décision n° 94-01 du Conseil de la politique monétaire, prise en application de la loi n° 93-980 du 4 août 1993 qui prévoit que ce Conseil définit les règles d'assiette et de taux des réserves obligatoires.

Je vous transmets également le texte de l'instruction n° 1-94 de la Banque de France qui fixe les modalités de mise en œuvre de cette décision.

Je vous serais obligé de bien vouloir assurer la diffusion de ce courrier auprès de vos adhérents en leur précisant que les nouveaux textes reconduisent sans aucune modification technique le dispositif des réserves obligatoires en vigueur antérieurement.

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

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

du 1^{er} juin au 30 juin 1994

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DU 1^{er} JUIN 1994

– Arrêté du 27 mai 1994 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor 6,75 % octobre 2004.

JO DU 2 JUIN 1994

– Arrêté du 25 mai 1994 portant homologation du règlement général du Conseil du marché à terme.

JO DU 9 JUIN 1994

– Arrêté du 8 juin 1994 relatif aux conditions de réduction des demandes d'actions de la société centrale Union des assurances de Paris présentées par les salariés et les non salariés.

JO DU 10 JUIN 1994

– Arrêté du 27 mai 1994 portant approbation des statuts types des caisses régionales de crédit maritime mutuel.

– Arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 100 francs en traçant le cinquantième anniversaire de la libération de Paris.

– Arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 500 francs en or et de deux pièces commémoratives de 100 francs en argent sur le centenaire du Congrès de Paris (renouvellement des Jeux olympiques)

– Arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de deux pièces commémoratives de 500 francs en or et de dix pièces commémoratives de 100 francs (quatre en or, six en argent) sur les trésors du musée du Louvre.

– Arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 500 francs libellée 75 écus en or et d'une pièce commémorative de 100 francs libellée 15 écus en argent consacrées au tunnel sous la Manche.

– Arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de dix pièces commémoratives de 500 francs en or et de dix pièces commémoratives de 100 francs en argent sur la liberté retrouvée de la France et la réconciliation franco-allemande.

– Arrêté du 3 juin 1994 fixant la valeur du coupon à échéance du 17 juillet 1995 pour les obligations de la deuxième tranche à taux révisable de l'emprunt d'État Juillet 1984 (code Sicovam n°4 098)

JO DU 11 JUIN 1994

– Loi n° 94-475 du 10 juin 1994 relative à la prévention et au traitement des difficultés des entreprises :

- décret n° 94-483 du 9 juin 1994 modifiant le décret n° 71-524 du 1^{er} juillet 1971 relatif à certaines sociétés civiles faisant publiquement appel à l'épargne.

JO DU 16 JUIN 1994

– Avis concernant l'application de l'article L-313.3 du code de la consommation relatif à l'usure.

JO DU 18 JUIN 1994

– Arrêté du 9 juin 1994 portant homologation de modifications au règlement général du Conseil des bourses de valeurs relatives aux offres publiques de retrait.

JO DU 23 JUIN 1994

– Arrêté du 21 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 20 francs en métal commun émise en hommage au baron Pierre de Coubertin.

JO DU 24 JUIN 1994

– Arrêté du 13 juin 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de mai 1994.

JO DU 30 JUIN 1994

– Arrêté du 21 juin 1994 relatif à la note d'information des contrats d'assurance-vie et de capitalisation.