

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 106

OCTOBRE 2002

Sommaire

	Page
Éditorial	
Actualité	
1. La situation économique de la France	1
2. La monnaie, les placements et les financements	15
3. Les marchés de capitaux	25
Études	
Les opérations de titrisation refinancées sur les marchés financiers par des émissions de billets de trésorerie	37
Les entreprises industrielles françaises et espagnoles (I)	51
Investissement et contraintes financières en France et en Espagne (II)	73
Le coût du crédit aux entreprises	85
Résumé d'enquête	
Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2002	89
Sommaire du <i>Bulletin officiel de la Banque de France</i>	91
Statistiques	93

Les coordonnées des unités de la Banque de France ayant contribué au présent Bulletin figurent en fin de document.

Achevé de rédiger le 21 octobre 2002

Site Internet : www.banque-france.fr

Editorial

Le système financier international a été capable d'absorber plusieurs chocs récents : la baisse brutale des cours sur les principaux marchés d'actions et les crises sur certains marchés émergents d'Amérique latine. Pour autant, si la communauté internationale veut sécuriser les bénéfices acquis et potentiels de la globalisation économique et financière, la nouvelle architecture internationale doit fournir, en particulier, des réponses appropriées à deux types de défis liés à la stabilité financière.

Le premier type de défi résulte de l'*instabilité des marchés financiers*, l'apparition puis l'éclatement de la « bulle de la nouvelle économie » en étant le plus récent avatar. La récurrence de tels épisodes incite à s'interroger sur les mécanismes internes favorisant le développement des excès constatés. D'une part, les prix des actifs financiers ont suivi des mouvements parfois erratiques se traduisant, notamment sur les marchés d'actions et de changes, par des phénomènes d'amplification des variations et de mésalignement des prix. D'autre part, la volatilité a eu tendance à croître sur certains marchés financiers développés. La volatilité n'est pas un phénomène récent ni un mal en soi ; cependant, trop de volatilité contribue à perturber les mécanismes de détermination des prix.

Le comportement des intervenants sur les marchés financiers est, en partie, à l'origine de ces phénomènes. Ainsi, certains d'entre eux sont enclins au « court-termisme ». De fait, la comptabilisation en valeur de marché des actifs financiers et la pression des investisseurs contribuent à focaliser l'attention des opérateurs de marché sur les résultats immédiats plus que sur les avantages d'une détention à long terme. Bien que traditionnels sur les marchés, les comportements mimétiques peuvent également contribuer à ces phénomènes d'amplification financière ; ils ont été accentués, dans les années récentes, par la généralisation des techniques dites de *benchmarking* dans le domaine de la gestion des fonds.

En outre, certaines techniques d'ingénierie financière peuvent constituer des relais d'amplification des chocs de prix et de diffusion de la volatilité. Par exemple, l'inclusion de clauses contingentes dans les prêts ou les émissions obligataires peut avoir des effets déstabilisateurs, alors même qu'il s'agit d'une technique destinée, au départ, à faciliter l'accès des entreprises au financement externe. En effet, ces clauses — prévoyant, par exemple, une hausse des taux débiteurs en cas de dégradation de la note d'une entreprise — offrent une assurance aux prêteurs, mais contribuent aussi à détériorer la situation des emprunteurs par un relèvement généralisé du coût de leurs ressources, ce qui peut mettre en danger leur situation de liquidité ou de solvabilité.

Les autorités financières ont la responsabilité d'analyser en permanence tous les aspects institutionnels et réglementaires pouvant favoriser ces facteurs déstabilisants ; elles doivent par-dessus tout veiller à la qualité de l'information diffusée et à la transparence du marché. À cet égard, il est crucial de prendre en compte, dans la réflexion actuelle sur les normes comptables mondiales, l'objectif de stabilité financière ; il faut éviter tout ce qui favorise la pro-cyclicité des comportements des acteurs financiers et promouvoir des normes prenant en compte la diversité des horizons temporels des investisseurs.

Le deuxième type de défi pour la communauté internationale concerne les *crises récurrentes dans les pays émergents*. La transparence constitue, là encore, un des axes fondamentaux du renforcement de la politique de prévention engagé à la suite des crises survenues dans ces pays à la fin des années quatre-vingt-dix. L'accent mis sur une meilleure information des investisseurs et une diffusion des bonnes pratiques de politique économique et financière est, en effet, une préoccupation centrale de la communauté internationale, réaffirmée à maintes reprises par les institutions de *Bretton Woods* et les instances internationales comme le G7.

Les évaluations par le Fonds monétaire international (FMI) du respect des codes et normes de bonne pratique et la diffusion de leurs résultats constituent une bonne illustration de la stratégie suivie, puisque cet exercice, qui doit se généraliser à tous les pays, allie volontariat, évaluation externe et incitation à la publication.

L'engagement des institutions de *Bretton Woods* dans l'évaluation des systèmes financiers nationaux est également gage d'une meilleure prévention des crises. Les pays en développement et les pays émergents devraient être, pour leur part, encouragés à accroître leur participation à ces processus d'évaluation qui sont

destinés à renforcer leur capacité de résistance à des chocs externes et à améliorer la perception des investisseurs.

Une meilleure prévention ne peut néanmoins dispenser de rechercher des mécanismes de résolution des crises plus efficaces. À cet égard, la communauté internationale doit intégrer complètement les contraintes liées aux transformations des systèmes financiers. Comme l'ont récemment rappelé, à plusieurs reprises, le G7 et le Comité monétaire et financier international, de nouveaux progrès sont encore nécessaires ; en particulier, une discipline renforcée et une plus grande clarté dans l'octroi des financements du FMI sont essentielles pour garantir une meilleure implication du secteur privé dans la résolution des crises. Il faut, ainsi, réaffirmer la présomption de limites d'accès à l'ensemble des financements du FMI et définir de la façon la plus claire possible les circonstances exceptionnelles qui, seules, peuvent justifier un dépassement de ces limites.

Cependant, même si les progrès attendus dans la prévention doivent *a priori* les rendre à la fois moins probables et plus prévisibles, la survenance de défauts de paiement sur les dettes souveraines ne peut être exclue ; il est donc nécessaire de disposer des procédures permettant d'en limiter les effets et d'obtenir une résolution ordonnée de la crise. À cet égard, un mécanisme de suspension concertée des paiements, combinée à une politique de prêts en arriérés du FMI strictement codifiée, faciliterait grandement un rééchelonnement ou une restructuration de la dette d'un pays quand cela apparaît inévitable. Ce type de mécanisme pourrait faire l'objet d'un accord entre débiteurs et créanciers, formalisé par l'établissement d'un « code de bonne conduite » sous l'égide du FMI. Plusieurs autres instruments, non exclusifs, sont actuellement en discussion. Ainsi, la généralisation des clauses d'action collectives dans les obligations souveraines faciliterait, sans conteste, le processus de restructuration de dettes. À plus long terme, la mise en place d'un mécanisme juridictionnel international de restructuration des dettes souveraines est étudiée par la communauté internationale.

Au total, si la communauté financière internationale veut relever ces deux défis majeurs, trois notions apparaissent essentielles : la mise en place d'une étroite coopération entre le secteur privé et le secteur public, le *leadership* des autorités financières et des organisations internationales pour faciliter la transition vers une nouvelle architecture internationale et, enfin, la recherche d'une plus grande stabilité financière à travers un réexamen attentif de tous les facteurs qui structurent les comportements sur les marchés.

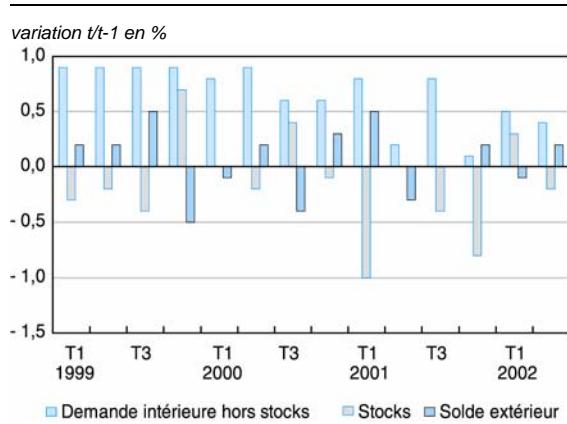
1. La situation économique de la France

1.1. L'économie réelle

**Au deuxième trimestre,
le PIB a progressé de 0,4 %**

Selon les résultats détaillés des comptes nationaux publiés par l'INSEE, le produit intérieur brut (PIB) s'est accru de 0,4 % au deuxième trimestre 2002 (chiffre révisé, de - 0,1 point). En glissement annuel, le PIB a progressé de 1,0 % (chiffre inchangé), après 0,6 % au trimestre précédent (revu de + 0,1 point). À la fin du deuxième trimestre 2002, l'acquis de croissance pour l'année s'établit à 0,7 % (chiffre inchangé).

Contributions à la croissance trimestrielle du PIB – 1999-2002



Source : INSEE

Dans la zone euro, le PIB a augmenté, au deuxième trimestre, de 0,4 % (+ 0,7 % par rapport au deuxième trimestre 2001).

Produit intérieur brut et composants

Données en euros constants – cvs-cjo – Base 1995

	(variations trimestrielles en %)									
	2001				2002					
	T1	T2	T3	T4	Année	T1	T2	T3	T4	Année acquis
Produit intérieur brut	0,3	- 0,1	0,5	- 0,5	1,8	0,6	0,4			0,7
Importations	- 2,1	- 1,8	- 0,6	- 3,1	0,8	2,1	0,5			- 0,7
Dépenses de consommation des ménages	1,1	0,4	1,0	0,1	2,7	0,3	0,4			1,3
Dépenses de consommation des APU	0,2	0,4	1,0	0,4	2,4	0,9	0,9			2,5
FBCF totale	0,6	- 0,6	0,5	- 0,5	2,7	0,4	0,1			0,1
donc :					0					
<i>FBCF des SQS et E/</i>	0,3	- 0,3	0,4	- 0,8	3,3	0,5	- 0,4			- 0,3
<i>FBCF des ménages</i>	0,4	- 1,4	0,2	- 0,1	- 0,8	- 0,2	1,0			0,2
Exportations	- 0,3	- 2,8	- 0,6	- 2,2	1,5	1,5	1,1			- 0,4
Stocks (en milliards d'euros 1995)	0,36	0,53	- 0,80	- 3,42	- 3,33	- 2,53	- 3,32			-
Contributions à la croissance										
Solde extérieur		0,5	- 0,3	0,0	0,2	0,2	- 0,1	0,2		0,1
Demande intérieure hors stocks		0,8	0,2	0,8	0,1	2,6	0,5	0,4		1,3
Variation de stocks		- 1,0	0,0	- 0,4	- 0,8	- 1,0	0,3	- 0,2		- 0,8

Source : INSEE – Comptes trimestriels base 1995

Évolutions récentes de la zone euro et de l'environnement international

Les incertitudes sur la reprise mondiale persistaient à la fin de l'été. Certes, pour les chefs d'entreprise de la plupart des pays du G 7, de meilleures perspectives d'activité ont semblé se dessiner, principalement en dehors de l'industrie. Aux États-Unis, l'indice ISM du secteur non manufacturier a augmenté, en septembre, de 3 points par rapport au mois précédent, à 53,9 ; au Royaume-Uni, l'indicateur PMI des services a légèrement progressé (+ 0,4 point), à 55,5. Dans la zone euro, l'indicateur du sentiment économique a augmenté de 0,2 point, à 99,2. En revanche, la confiance des entreprises industrielles a

marqué un repli en septembre dans la plupart des pays. En effet, l'indice PMI de l'industrie manufacturière a baissé d'un point aux États-Unis (à 49,5), de 0,8 point au Royaume-Uni (à 50,2) et de 1,1 point au Japon (à 48,9). Dans la zone euro, l'indice du climat des affaires est resté mitigé, à 0,55 point.

La confiance faisant encore défaut dans l'industrie, secteur à forte intensité capitalistique, l'investissement peine toujours à redémarrer. Aux États-Unis, notamment, la progression des commandes de biens durables a ralenti en août (4,4 % en glissement annuel, contre 5 % en juillet). Au Japon, les commandes de biens d'équipement au secteur privé ont chuté de 13,6 % en août par rapport à juillet, après quatre mois consécutifs de hausse. Cette atonie des dépenses d'équipement a, dans l'ensemble, contribué au faible dynamisme de la production industrielle. Celle-ci a certes connu une évolution favorable au Japon, où elle a augmenté de 3,2 % en août sur un an, contre 1,2 % en juillet. Mais, aux États-Unis, la production industrielle n'a progressé que de 0,4 % en août en glissement annuel (elle a même diminué de 0,3 % en variation mensuelle). Dans la zone euro, la production industrielle a continué de baisser en juillet (- 0,5 % en glissement annuel, comme en juin) et, au Royaume-Uni, son repli s'est accentué, de - 2,7 % en juillet sur un an, à - 3,5 % en août.

Les économies industrialisées ont cependant continué de profiter de la croissance plutôt soutenue de la consommation des ménages. Aux États-Unis, celle-ci a progressé en août de 3,6 % sur un an, après 3,8 % en juillet ; le glissement annuel des ventes de détail en valeur s'est établi à 6,1 % en septembre, après, respectivement, 4,8 % et 5,2 % en juillet et en août. Au Royaume-Uni, les ventes de détail ont connu une croissance annuelle en volume quasi inchangée (5,0 % en août, après 4,9 % en juillet). Dans la zone euro, elles ont même affiché un rebond en juillet (1,4 % en glissement annuel), après avoir reculé en juin (- 0,8 %). Toutefois, elles risquent de ralentir en août, du fait de la baisse enregistrée en Allemagne, où les ventes au détail en volume, quasi stables en juillet (- 0,2 %), y ont diminué de 2,2 % au cours de ce mois. À l'inverse, au Japon, alors qu'elles étaient en net recul en juillet (- 5,5 %), elles n'ont diminué que de 2,0 % en août et leur redressement devrait se poursuivre en septembre, au vu de l'augmentation de 6,5 % des ventes de véhicules automobiles, après trois mois de baisse.

Ce relatif dynamisme de la consommation doit être tempéré par l'effritement de la confiance des ménages en septembre, sans doute lié à la détérioration de l'emploi : aux États-Unis, 43 000 emplois ont été supprimés en septembre, après des créations nettes de 107 000 en août ; au Japon, le taux de chômage s'est maintenu, en août, à 5,4 % pour le quatrième mois consécutif, soit un niveau proche de son record historique d'après-guerre (5,5 %).

Dans ce contexte de faible activité économique, la croissance des prix de détail est demeurée généralement modérée. Aux États-Unis, elle est passée de 1,5 % sur un an en juillet à 1,8 % en août et, au Royaume-Uni, de 1,1 % à 1,0 % durant la même période. Dans la zone euro, toutefois, le glissement annuel de l'IPCH s'est établi à 2,2 % en septembre (estimation préliminaire d'Eurostat), après 2,1 % en août et 1,9 % en juillet. La balance des risques sur la stabilité des prix y est actuellement équilibrée, malgré l'excès de liquidité que traduit la forte progression de M3 (+ 7,1 % en moyenne sur la période allant de juin 2002 à août). Au Japon, les prix à la consommation ont continué de baisser (- 0,9 % en glissement annuel en août, contre - 0,8 % en juillet).

Enfin, les principaux déséquilibres des échanges extérieurs se sont creusés. L'économie américaine a enregistré au deuxième trimestre de 2002, un déficit record des transactions courantes, à 129,6 milliards de dollars (5 % du PIB). Au Japon, l'excédent cumulé de la balance des transactions courantes sur les huit premiers mois de 2002 s'est établi à 10 085 milliards de yens, en hausse de 51,4 % par rapport à la même période de 2001. À l'inverse, le déficit des paiements courants de la zone euro s'est contracté au deuxième trimestre de 2002 pour ne plus représenter que 1,8 milliard d'euros (- 0,1 % du PIB), au lieu de 9,9 milliards un an auparavant (- 0,6 % du PIB).

L'activité industrielle apparaît peu dynamique

En août, la hausse de la production industrielle (+ 0,3 %) n'a que partiellement compensé la diminution observée en juillet (- 0,8 %), qui est, toutefois, moindre qu'en première publication (chiffre révisé de + 0,2 point).

À la fin du mois d'août, l'acquis de croissance de l'indice de la production industrielle (IPI) totale atteint ainsi - 0,4 % (- 0,3 % pour sa seule composante manufacturière, qui s'est accrue de 0,5 % en août, après une diminution de 0,7 % en juillet).

En effet, à l'exception de l'industrie automobile et des industries agroalimentaires, où l'activité s'est assez sensiblement redressée (respectivement + 1,7 % et + 1,4 %, après - 1,5 % et - 1,7 %), la production n'a que légèrement progressé ou a même diminué dans les autres secteurs.

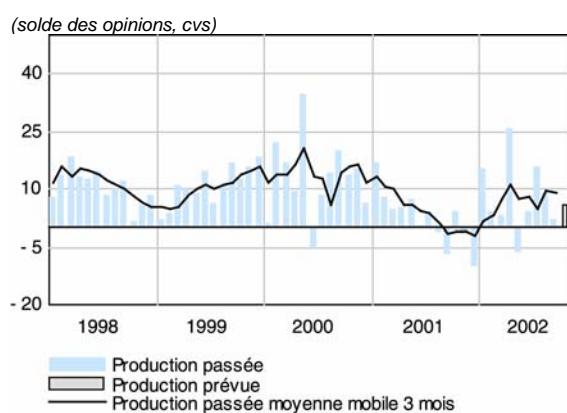
En particulier, dans les biens de consommation, la production apparaît très peu dynamique (0,4 %, après - 1,8 % en juillet, soit un acquis de croissance de - 1,9 % pour le troisième trimestre).

Par ailleurs, la nouvelle baisse enregistrée dans l'énergie (- 1,1 %, après - 0,6 %) contribue, à elle seule, pour 0,2 point à la baisse de l'IPI total sur août et pèse à hauteur de 0,3 point sur l'acquis de croissance enregistré fin août.

Sur un an, le rythme de croissance de la production industrielle reste négatif (- 1,1 % pour la production industrielle totale, après - 1,4 % en juillet et - 1,4 % pour la production manufacturière, contre - 1,9 % en juillet).

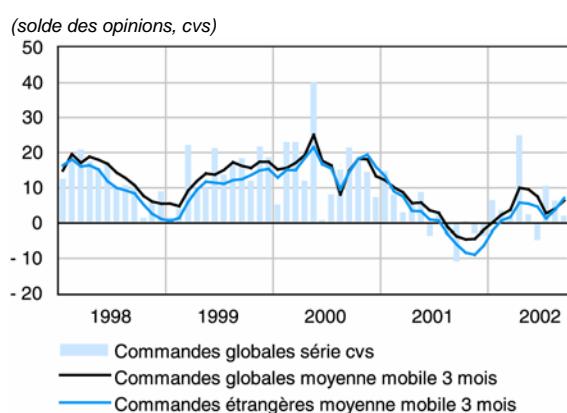
En septembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle est restée stable dans la plupart des secteurs, à l'exception des biens d'équipement, où elle a progressé, et des biens de consommation, où elle s'est quelque peu repliée.

La production dans l'industrie



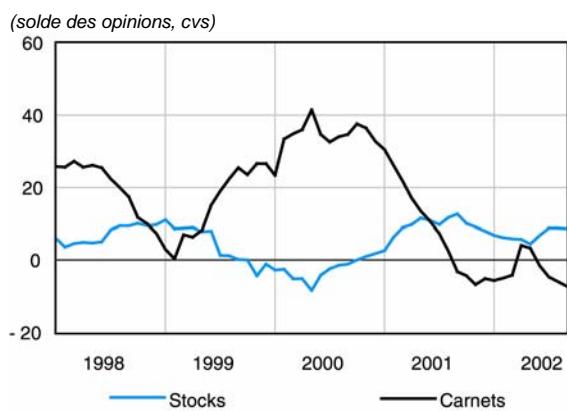
Les commandes reçues n'ont guère varié dans la plupart des secteurs. Dans l'industrie automobile et les biens d'équipement, néanmoins, le relatif dynamisme de la demande étrangère a permis une progression des commandes globales. Au total, le niveau des carnets de commandes a baissé, en particulier dans les biens de consommation.

Les commandes dans l'industrie



Le niveau des stocks de produits finis est resté inchangé, la diminution constatée dans l'industrie automobile ayant été compensée par l'alourdissement observé dans les biens de consommation. Globalement, il est toujours jugé un peu supérieur à la normale.

Stocks et carnets de commandes dans l'industrie



Les perspectives de production pour les prochains mois demeurent positives, mais sont moins optimistes qu'auparavant.

L'activité apparaît assez soutenue dans le secteur du bâtiment, tandis que les perspectives dans les services marchands sont plus réservées qu'en début d'année

Dans la construction, selon l'enquête de la Banque de France portant sur le troisième trimestre, l'activité est jugée globalement assez soutenue grâce à la fermeté du secteur du bâtiment, une baisse étant enregistrée dans les travaux publics. Un léger repli est observé à un an d'intervalle.

Selon les statistiques du ministère de l'Équipement, le nombre de logements commencés au cours des trois mois de juin, juillet et août s'est légèrement redressé (+ 5,3 % en données brutes par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente). Le nombre de logements autorisés au cours de ces mêmes trois mois s'inscrit, quant à lui, en baisse (- 2,6 % en données brutes sur la période). L'évolution des locaux non-résidentiels mis en chantier apparaît encore peu favorable (- 3,6 % par rapport aux trois mois correspondants de l'année précédente), en particulier pour les bâtiments industriels (- 10,8 %) et pour les bureaux (- 15,7 %).

En septembre, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France en données brutes, l'activité des services marchands est restée étale. Elle apparaît également stable à un an d'intervalle. La demande globale n'a guère varié et manque de fermeté sur le marché intérieur comme à l'étranger (Allemagne, Italie notamment). La plupart des chefs d'entreprise interrogés envisagent une stabilisation de leur volume d'affaires à court terme.

La consommation des ménages devrait soutenir la croissance au troisième trimestre

Les dépenses de consommation des ménages en produits manufacturés ont progressé de 1,3 % en juillet, et sont restées quasiment stables en août (- 0,1 %). À la fin du mois d'août, leur acquis de croissance pour le troisième trimestre atteint 1,5 % (contre une progression de 0,8 % le trimestre précédent). Cette hausse soutenue des achats de produits manufacturés est due, en particulier, à la très bonne tenue des dépenses de textile-cuir (contribution de 1,1 point à l'acquis de croissance enregistré fin août).

Sur l'ensemble du troisième trimestre, néanmoins, la croissance des dépenses des ménages en produits manufacturés pourrait être un peu moins soutenue, en raison, principalement, d'une baisse attendue des achats de textile-cuir en septembre (due aux températures particulièrement clémentes enregistrées sur les trois premières semaines de ce mois).

Ainsi, selon les résultats de l'enquête de la Banque de France portant sur septembre, l'activité commerciale a notablement fléchi sur le mois et à un an d'intervalle. Après correction du nombre de jours ouvrables et des variations saisonnières, le volume des ventes s'est réduit de 2,8 % d'un mois à l'autre. Comparées à septembre 2001, période qui comportait le même nombre de jours ouvrables, mais incluant un samedi supplémentaire, les transactions ont diminué de 3,6 %. Cette baisse a toutefois été atténuée par la bonne tenue des ventes d'automobiles.

En effet, en septembre, 153 303 voitures particulières neuves ont été immatriculées en France. Exprimées en données désaisonnalisées et cjo, les immatriculations ont augmenté de 15,2 % par rapport à août 2002. À un an d'intervalle, le marché enregistre une hausse de 0,2 % en données brutes. À nombre comparable de jours ouvrables (21 en septembre 2002, contre 20 en septembre 2001), il s'inscrit en baisse de 4,6 %.

L'indicateur résumé d'opinion des ménages (cvs), élaboré par l'INSEE, s'est à nouveau très légèrement replié en septembre, pour s'établir à -18. Le jugement des ménages sur leur niveau de vie en France passé et à venir se dégrade ; néanmoins, ceux-ci sont plus nombreux à estimer que leur situation financière personnelle va s'améliorer. Ils jugent l'opportunité d'acheter meilleure qu'en juillet. L'opportunité d'épargner, ainsi que la capacité future à le faire, s'améliorent également.

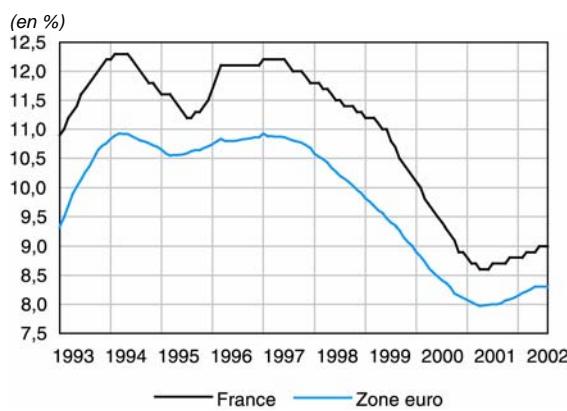
La situation sur le marché de l'emploi est restée stable

Selon les chiffres publiés par le ministère de l'Emploi et de la Solidarité, le taux de chômage au sens du BIT est resté stable en août, à 9,0 % de la population active (+0,3 point sur un an). Le nombre de chômeurs au sens du BIT est resté quasiment inchangé en août (-1 000 personnes, après +18 000 personnes en juillet) et s'est accru de 4,7 % sur un an (+5,1 % le mois précédent).

Le nombre de demandeurs d'emploi en fin de mois de catégorie 1¹ (DEFM 1) a augmenté de 4 200 personnes (0,2 %), pour s'établir à 2 278,1 milliers, après +11 800 personnes en juillet (0,5 %), traduisant une progression de +7,5 % sur un an (+158 100 personnes). Les demandeurs d'emploi de catégorie 1+6² ont diminué de 12 000 personnes (-0,4 %), à 2 658,7 milliers, après une hausse de 18 100 personnes le mois précédent (+0,7 %). Sur un an, ils ont augmenté de 4,8 % (+121 900 personnes). Les chômeurs de longue durée se sont accrus de 1,0 % sur le mois, comme en juillet (+2,6 % sur un an). Ils représentent 29,5 % du total des DEFM 1 (30,8 % un an auparavant).

Les entrées à l'ANPE ont baissé de 2,1 % sur le mois, mais ont progressé de 5,3 % sur un an (premières entrées : -5,5 % sur le mois ; fin de CDD : -1,9 % ; entrées pour autre licenciement : +0,2 %, mais +15,5 % sur un an ; fin de mission d'intérim : -5,1 % ; entrées pour licenciement économique : -5,5 %, mais +13,1 % sur un an). Les sorties de l'ANPE sont en hausse de 3,1 %, en dépit d'un fléchissement des reprises d'emploi (-4,3 %) et des entrées en stage (-20,5 %).

Taux de chômage au sens du BIT



Sources : Dares, Eurostat

Dans la zone euro, le taux de chômage s'est élevé à 8,3 % de la population active en août, comme le mois précédent.

Au deuxième trimestre 2002, selon les résultats définitifs publiés par la Dares, l'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles est resté stable, comme au premier trimestre. En glissement annuel, l'emploi salarié s'est accru de 0,5 %, après +0,8 % le trimestre précédent. En un an, 83 300 emplois ont été créés, après 125 500 le trimestre précédent, et 426 600 un an auparavant.

Dans le secteur tertiaire, les créations d'emploi ont atteint 0,2 %, après 0,3 % au premier trimestre, soit 24 000 créations nettes de postes, après 25 500 le trimestre précédent. Sur un an, l'emploi salarié dans ce secteur a progressé de 1,5 %, après +1,7 % au premier trimestre, soit 149 900 créations nettes.

Les effectifs salariés dans l'industrie ont diminué de 0,6 %, comme au trimestre précédent, soit 24 100 postes, après -26 400. Sur un an, l'emploi salarié dans l'industrie est en baisse de 1,8 %, contre -1,4 % au premier trimestre, soit -76 700 postes.

¹ Demandeurs d'emploi ayant travaillé moins de 78 heures dans le mois

² Toute personne inscrite à l'ANPE déclarant être à la recherche d'un emploi à temps plein et à durée indéterminée, y compris celles qui ont exercé une activité réduite de plus de 78 heures au cours du mois

Les effectifs dans la construction ont été quasiment stables, pour le deuxième trimestre consécutif (+ 0,1 %, comme le trimestre précédent, soit 1 400 créations nettes d'emplois, après 1 500). En un an, les effectifs de ce secteur se sont accrus de 0,8 %, contre + 1,5 % au trimestre précédent, soit 10 000 postes créés.

Une progression du pouvoir d'achat du revenu des ménages a été enregistrée au deuxième trimestre

L'indice du salaire horaire de base des ouvriers (SHBO) a enregistré, au deuxième trimestre 2002, une hausse de 0,7 %, dont 0,2 point lié à la baisse de la durée du travail (contre 1,4 % au premier trimestre 2002 et 0,8 % au deuxième trimestre 2001), et s'est accru de 3,8 % sur un an, comme au trimestre précédent. Le pouvoir d'achat du SHBO a augmenté de 0,2 point sur le trimestre et de 2,6 points sur un an. La progression du salaire mensuel de base (SMB) de l'ensemble des salariés a atteint 0,6 % sur le trimestre (après 0,8 % au premier trimestre 2002), soit une augmentation un peu supérieure à celles enregistrées au deuxième trimestre 2001 (0,5 %) et au deuxième trimestre 2000 (0,4 %). Sur un an, le SMB s'accroît de 2,6 %. Le pouvoir d'achat du SMB est ainsi en hausse de 0,1 point sur le trimestre et de 1,4 % sur un an.

Selon les résultats détaillés des comptes nationaux trimestriels, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut s'est accru de 0,5 % au deuxième trimestre, après - 0,3 % au premier trimestre, en raison, notamment, d'une décélération sensible du déflateur de la consommation des ménages (0,2 %, après 0,8 % au premier trimestre). Les revenus d'activité sont restés dynamiques (+ 0,8 %, après 0,9 % au trimestre précédent).

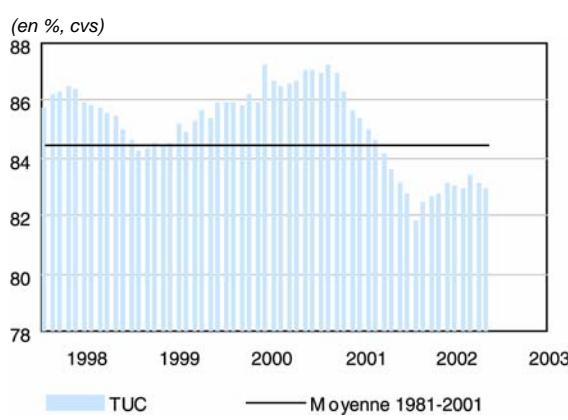
Parallèlement, le taux d'épargne des ménages a légèrement progressé au deuxième trimestre, à 16,6 %, après 16,4 % au premier trimestre (+ 1,2 point sur un an).

L'investissement des entreprises ne devrait pas connaître d'amélioration à court terme

Selon le point de conjoncture de l'INSEE d'octobre, l'investissement des entreprises serait en baisse de 0,4 % sur chacun des deux derniers trimestres de l'année (- 0,6 % en moyenne annuelle), en raison de la diminution de leur carnet de commandes et de l'utilisation encore peu intensive des capacités de production.

Par ailleurs, selon les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de la Banque de France portant sur le mois de septembre, le taux d'utilisation des capacités de production a diminué d'un demi-point par rapport à juillet. En septembre, l'utilisation des capacités de production a été, en particulier, moins élevée dans les biens de consommation.

Taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie



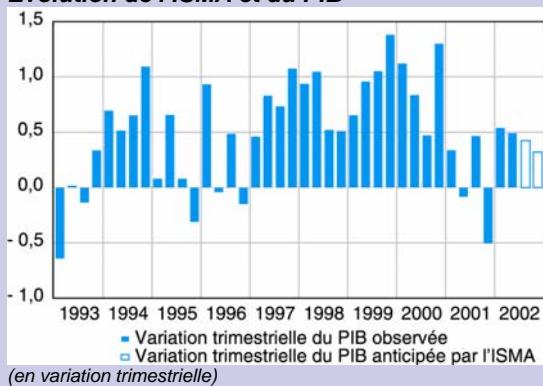
Évolution de l'indicateur synthétique mensuel d'activité (ISMA) et de l'indicateur du climat des affaires, établis d'après les réponses à l'enquête de la Banque de France

Selon l'indicateur synthétique mensuel d'activité, construit à partir des résultats de l'enquête dans l'industrie, la croissance du produit intérieur brut s'établirait à 0,4 % au troisième trimestre (évaluation inchangée) et à 0,3 % au quatrième trimestre (première estimation).

Sous ces hypothèses, sur l'ensemble de l'année 2002, la croissance, en moyenne annuelle,

atteindrait 1,0 % et l'acquis de croissance pour 2003 à la fin du quatrième trimestre serait de 0,6 %.

Évolution de l'ISMA et du PIB



L'indicateur du climat des affaires est resté quasiment stable en septembre, à 99.

Indicateur du climat des affaires dans l'industrie

(100 = moyenne de longue période)



1.2. L'évolution des prix

Hausse des prix des matières premières importées

En septembre, l'indice Banque de France du coût des matières premières importées par la France, y compris le pétrole, a enregistré une hausse de 3,8 % en euros (7,3 % sur un an) et de 4,1 % en dollars (15,8 % sur un an).

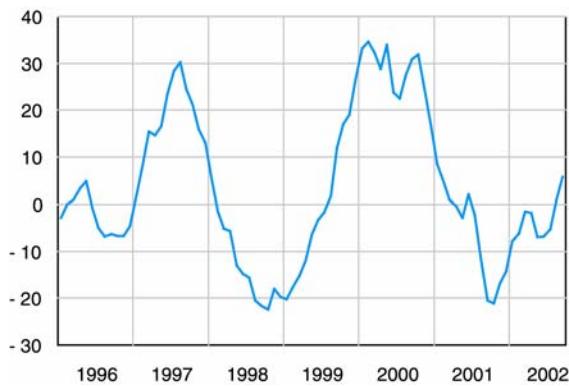
Sur la même période, l'euro s'est apprécié de 0,3 % par rapport au dollar, s'établissant à 0,98 dollar.

L'indice du pétrole en euros a progressé de 6,2 % en septembre (2,9 % sur un an). Le cours du *Brent* (pétrole de la mer du Nord) a augmenté de 6,5 % sur le mois, cotant 28,4 dollars en moyenne (soit une hausse de 10,9 % sur un an).

Hors pétrole, l'indice Banque de France en euros a augmenté de 1,3 % par rapport au mois précédent (+ 5,8 % sur un an).

Indice Banque de France du coût en monnaie nationale des matières premières importées (hors énergie)

(en glissement annuel en %)



Les prix de ventes industriels se sont légèrement accrus

En août, les prix de vente de l'ensemble de l'industrie ont progressé de 0,2 %, après 0,3 % en juillet.

Sur un an, les prix sont en baisse de 0,2 %, après – 0,5 % le mois précédent et contre + 0,9 % en août 2001.

Les prix de vente de l'industrie hors énergie et IAA sont en hausse de 0,1 %, après 0,2 % en juillet, et de + 0,3 % sur un an, après + 0,2 % en juillet et contre + 1,2 % en août 2001.

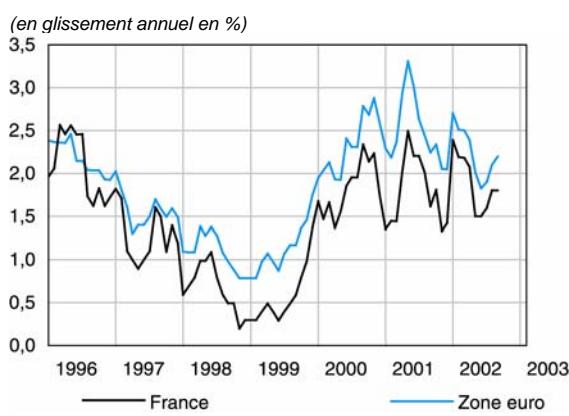
Dans la zone euro, les prix à la production industrielle se sont accrus de 0,1 % en août, après une stabilité en juillet.

L'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé est en hausse de 1,8 % sur un an en septembre

En septembre 2002, l'indice provisoire des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a augmenté de 0,2 % en France. Sur un an, il s'accroît de 1,8 %, comme le mois précédent, contre + 1,6 % un an auparavant.

Dans la zone euro, le taux d'inflation a atteint 2,1 % en glissement annuel en septembre, comme en août.

Indice harmonisé des prix à la consommation



Sources : INSEE, Eurostat

En France, l'indice national brut des prix de détail (IPCN) a progressé en septembre de 0,2 % (comme en août 2002 et en septembre 2001) et de 1,8 % en glissement annuel, comme le mois précédent. En données corrigées des variations saisonnières, il est resté stable sur le mois.

La progression mensuelle de l'indice d'ensemble est essentiellement due à la hausse des prix de l'habillement-chaussure après la fin des soldes, à la poursuite du renchérissement des produits pétroliers et à la remontée saisonnière des prix des produits frais. Elle a toutefois été limitée par un recul des prix des transports et communications et par un premier repli, depuis le début de l'année, des prix des services de santé.

L'indice des prix des produits alimentaires a progressé de 0,2 % en septembre : les prix des produits frais ont augmenté de 2,0 %, hausse saisonnière plus accentuée que l'an dernier (0,7 % en septembre 2001) ; le recul du prix des viandes a, cependant, généré une baisse des prix de l'alimentation hors produits frais (– 0,2 %).

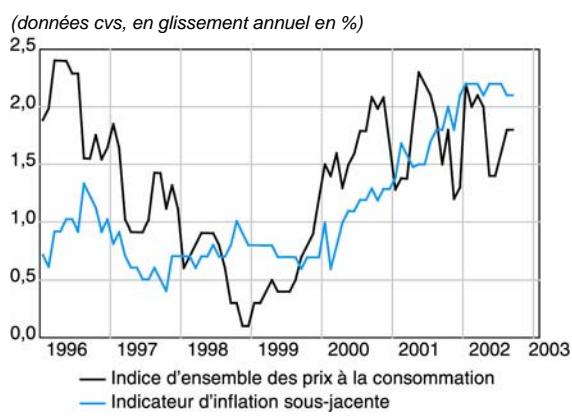
L'indice des prix des produits manufacturés a enregistré une hausse de 0,7 % sur le mois (+ 0,6 % en septembre 2001) : les prix de l'habillement-chaussure ont augmenté de 4,4 % (+ 3,4 % en septembre 2001) ; ceux des autres produits manufacturés sont restés stables.

L'indice des prix de l'énergie a augmenté de 1,4 % en septembre (- 0,8 % sur un an) ; cette hausse traduit la remontée des prix des produits pétroliers de 2,4 % sur le mois.

L'indice des prix des services a diminué de 0,3 %, comme en septembre 2001 : les prix des services de santé et ceux des transports et communications ont reculé de, respectivement, 0,6 % et 1,7 %, ceux des autres services ont diminué de 0,2 % et ceux des loyers, eau et enlèvement des ordures ménagères ont progressé de 0,3 %.

L'indicateur (cvs) d'inflation sous-jacente de l'INSEE s'est accru de 0,1 % sur le mois (comme en août) et de 2,1 % en glissement annuel.

Indice des prix à la consommation et inflation sous-jacente



Source : INSEE

1.3. La compétitivité

Évolution de la compétitivité de l'économie française exprimée en euros

L'indice de compétitivité de l'économie française vis-à-vis de l'ensemble des 42 principaux partenaires³ s'est établi à 89,8 en septembre 2002, par rapport à une base de référence égale à la moyenne de l'année 1987. L'indicateur se situe ainsi, depuis deux mois, à son plus haut niveau depuis fin 1999.

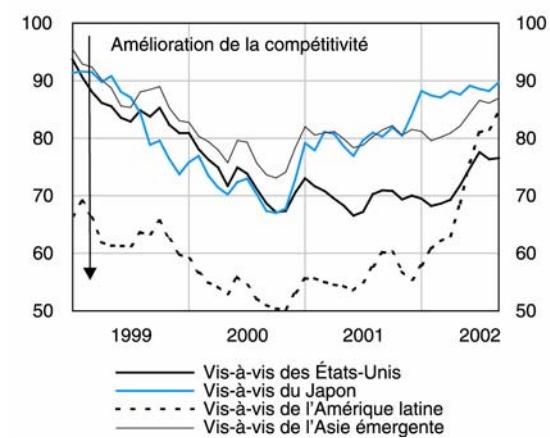
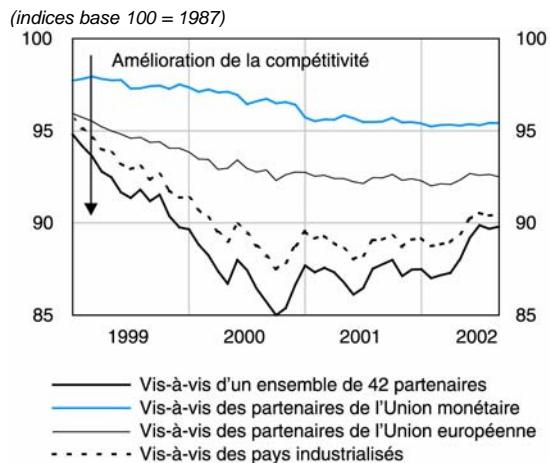
À l'égard de ses partenaires de la zone euro et de l'Union européenne, la France a maintenu son niveau de compétitivité pratiquement inchangé depuis le début de l'année 2001.

En revanche, vis-à-vis des États-Unis et de l'Asie émergente, la situation compétitive de l'économie française, qui s'était stabilisée durant l'année 2001, a, de nouveau, tendu à se dégrader depuis mars dernier.

Face au Japon et aux pays d'Amérique latine, la baisse de la compétitivité française, amorcée en novembre 2000, s'est poursuivie, en liaison avec l'affaiblissement du yen et la forte dépréciation de certaines monnaies d'Amérique latine. Au total, l'indicateur de compétitivité de la France vis-à-vis du Japon a rejoint, en septembre, sa position de janvier 1999 et a atteint, par rapport aux pays d'Amérique latine, un niveau inégalé depuis douze ans.

³ Pour la méthodologie utilisée, il convient de se reporter au tableau 4 de la partie « Statistiques » de ce *Bulletin*.

**Compétitivité de l'économie française :
du franc à l'euro**
Indicateurs déflatés par les prix à la consommation

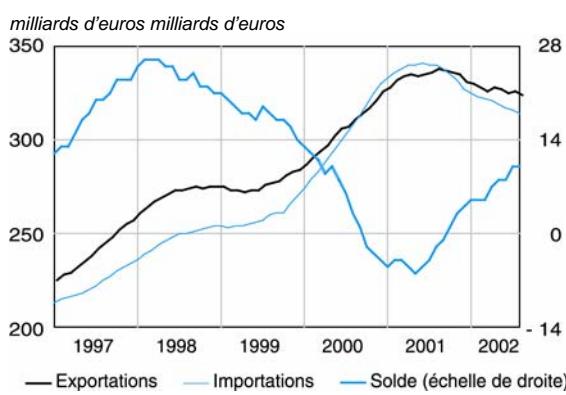


Sources : Banque de France, BCE, INSEE, OCDE, BRI, FMI, Bloomberg

1.4. Le commerce extérieur en août 2002

En août 2002, la balance commerciale a affiché un excédent de 1,6 milliard d'euros en données cvs, en retrait de 0,6 milliard par rapport au mois précédent. Les exportations et les importations ont baissé de, respectivement, 4,2 % et 2,4 % par rapport à juillet, mois au cours duquel les flux avaient atteint des montants élevés. Sur les huit premiers mois de 2002, le solde cvs a été excédentaire de 8,6 milliards d'euros, contre un solde positif de 1,4 milliard sur les huit premiers mois de 2001.

Commerce extérieur
Douze mois glissants (cvs)



Source : Douanes

Au mois d'août, les évolutions ont été sans grand relief dans la plupart des secteurs industriels (hors matériel militaire). La légère érosion des livraisons de biens intermédiaires, de biens d'équipement professionnel — malgré une augmentation des ventes d'Airbus — et de biens de consommation a été compensée par l'essor, pour le troisième mois consécutif, des ventes de produits de l'industrie automobile (+ 3,3 %).

S'agissant des importations, on note également une vive hausse des achats de produits de l'industrie automobile (8,7 %), mais celle-ci ne fait que contrebalancer le recul enregistré le mois précédent. Par ailleurs, si les importations de biens de consommation se sont maintenues à haut niveau (- 2,2 %), le repli des achats de biens intermédiaires (- 3,2 %) et surtout de biens d'équipement (- 5,8 %) confirme le ralentissement conjoncturel.

Sur le plan géographique, on observe notamment :

- une stabilité des importations en provenance de l'Union européenne et un recul des exportations (- 4,4 %). Par pays, les échanges ont progressé vivement avec l'Italie, à l'exportation (5,3 %) comme à l'importation (7,5 %) ; les livraisons en provenance d'Espagne ont été particulièrement dynamiques (+ 13,7 %), en liaison avec la croissance des importations dans le secteur de l'automobile ; *a contrario*, les flux bilatéraux avec le Royaume-Uni et l'UEBL ont été en net retrait, tandis que les échanges avec l'Allemagne n'ont toujours pas montré de signe de reprise ;
- les exportations vers le continent américain se sont stabilisées, le repli des ventes au Brésil compensant la légère progression vers les États-Unis, alors que les importations ont reculé fortement (- 14,9 %), notamment en provenance des États-Unis.

1.5. La balance des paiements

1.5.1. Les résultats en août 2002

Le compte de transactions courantes a présenté un excédent de 3,1 milliards d'euros en données cvs et de 2,2 milliards en données brutes au mois d'août 2002.

En août 2002, les exportations de biens ont décliné de 1,8 % en données cvs, tandis que les importations se sont accrues de 0,8 %. L'excédent cvs s'est ainsi contracté de plus de 700 millions d'euros, à 0,9 milliard.

En recul aux mois de juin et juillet, les recettes et dépenses cvs de services ont connu un rebond marqué en août, avec des progressions respectives de 5,3 % et 18,7 %. Les recettes et dépenses de voyages ont participé de ce redressement, revenant à des niveaux proches de ceux enregistrés avant les attentats du 11 septembre 2001.

En données cvs, les revenus ont affiché un excédent de 1,1 milliard d'euros au mois d'août, contre un déficit de 0,3 milliard en juillet. En données brutes, le solde présentait un excédent de 1,6 milliard d'euros, identique à celui d'août 2001.

Le déficit des transferts courants, toujours exprimé en données brutes, s'est accru de 0,3 milliard d'euros par comparaison avec août 2001, à 1,4 milliard, sous l'effet d'une hausse des versements des administrations publiques au budget de l'Union européenne.

Alors qu'il est généralement excédentaire, le solde du compte de capital a fait apparaître un déficit de 0,2 milliard d'euros en août 2002, suite aux remises de dettes consenties par les administrations publiques à des emprunteurs souverains.

Dans le compte financier, en l'absence d'opération en capital de grande ampleur, les investissements directs français à l'étranger se sont élevés à 4 milliards d'euros en août 2002, contre 3,1 milliards en juillet, dont 86 % à destination de pays situés dans la zone euro. De leur côté, les investissements directs étrangers en France ont décliné (- 46 %) pour le deuxième mois consécutif, les investisseurs se répartissant, à parts presque égales, entre ceux en provenance des pays de l'Union monétaire et ceux résidant dans des pays situés hors de la zone euro. Au total, la ligne a fait apparaître des sorties nettes de 1,4 milliard d'euros.

S'agissant des investissements de portefeuille, de nouvelles sorties de capitaux ont été enregistrées en août, toutefois en baisse de plus de 3 milliards d'euros par rapport au mois précédent. Par rapport à juillet, les résidents comme les non-résidents ont inversé le sens de leurs opérations en se portant vendeurs nets de titres. Les non-résidents ont été vendeurs sur l'ensemble des titres français, à l'exception des valeurs du Trésor.

Les autres investissements (dépôts-crédits) ont donné lieu à des sorties nettes de 4,9 milliards d'euros, dont 2,4 milliards au titre du secteur des IFM.

Sur les huit premiers mois de 2002, l'excédent du compte de transactions courantes s'est élevé à 20,5 milliards d'euros, ce qui représente une progression de plus de 5 milliards par rapport à la période correspondante de 2001.

S'établissant à 8,7 milliards d'euros, le solde des échanges de biens a crû de 9 milliards d'euros environ d'une période à l'autre. Si les exportations enregistrées depuis le début de l'année ont quasiment retrouvé le niveau qu'elles avaient atteint lors des huit premiers mois de 2001, ce n'est pas le cas des importations, en baisse de 5,3 % d'une période à l'autre.

De leur côté, les échanges de services ont affiché un solde de 14 milliards d'euros, en léger retrait par rapport aux huit premiers mois de 2001. Les différentes rubriques ont connu des évolutions contrastées, avec un net redressement du solde des services de communication, une hausse de l'excédent des services de construction, après plusieurs années de tassement graduel, et une accélération de l'amélioration tendancielle du solde des redevances et droits de licence. Le solde des autres services aux entreprises a été amputé d'un tiers, à 2,2 milliards d'euros, et l'excédent des voyages a baissé de 0,7 milliard, à 9,5 milliards, sous le double effet d'un fléchissement des recettes (- 2,6 %) et d'une légère progression des dépenses (0,3 %). Concernant les transports, la stabilité du solde global recouvre un rétablissement des transports maritimes et un décuplement du solde des transports aériens, combinés à une diminution de moitié de l'excédent des autres transports, suite à un recul de plus de 10 % des recettes.

Sur les huit premiers mois de l'année, le solde cumulé des revenus (6,2 milliards d'euros) a baissé de près de moitié par rapport à la période correspondante de 2001. Si, d'une année à l'autre, le solde net des revenus d'investissements directs s'est maintenu à haut niveau en raison d'une baisse plus marquée des dépenses (- 12,7 %) que des recettes (- 5,3 %), les déficits des revenus d'investissements de portefeuille et autres investissements se sont fortement amplifiés, en premier lieu sous l'effet d'une augmentation des intérêts sur titres versés aux non-résidents, en second lieu sous l'effet d'une chute de la rémunération des placements et crédits à l'étranger.

L'excédent de 0,5 milliard d'euros du compte de capital sur les huit premiers mois de 2001 s'est mué en un déficit de 0,1 milliard sur la période correspondante de 2002. Un doublement des remises de dettes au profit de débiteurs non résidents et une forte réduction des transferts en capital en provenance de l'Union européenne en sont à l'origine.

Au sein du compte financier, le solde débiteur des investissements directs a fortement décrû, à - 5,5 milliards d'euros, contre - 41,5 milliards sur les huit premiers mois de 2001. D'une période à l'autre, les investissements français à l'étranger ont diminué de 47 %, tandis que les investissements directs étrangers en France ont augmenté de plus de 8 %.

À l'inverse, les investissements de portefeuille ont dégagé un solde débiteur de 44 milliards d'euros depuis le début de l'année 2002, en forte hausse par rapport aux huit premiers mois de 2001. Si les achats de titres étrangers par les résidents ont légèrement progressé, à 84,1 milliards d'euros, contre 82,4 milliards, on relève surtout une contraction de 36,5 milliards des achats de titres français par les non-résidents. Cela tient, d'une part, à ce que des ventes nettes d'actions françaises à hauteur de 4,7 milliards d'euros ont succédé à des achats nets de 9,9 milliards et, d'autre part, au ralentissement prononcé des acquisitions d'obligations françaises privées par les non-résidents depuis le début de l'année.

Par ailleurs, les autres investissements ont enregistré des entrées nettes de 23,7 milliards d'euros et les avoirs de réserve ont baissé de 2,2 milliards depuis le début de l'année 2002.

Balance des paiements de la France : présentation simplifiée

	Année 2000 (a)	Année 2001 (a)	Mai 2002 (b)	Juin 2002 (b)	Juillet 2002 (c)	8mois 2001 (a)	8mois 2002 (c)	(données brutes en millions d'euros)	
Compte de transactions courantes	17 702	23 741	1 770	5 389	2 339	2 186	15 054	20 462	
Biens	- 3 581	3 784	957	1 265	2 581	185	- 652	8 660	
Services	21 492	19 926	2 110	2 208	2 744	1 777	14 401	14 039	
Total « Biens et services »	17 911	23 710	3 067	3 473	5 325	1 962	13 749	22 699	
- Recettes	410 274	414 193	34 612	35 732	38 004	29 482	278 800	274 235	
- Dépenses	392 363	390 483	31 545	32 259	32 679	27 520	265 051	251 536	
Revenus	14 988	16 587	601	3 912	- 1 290	1 579	11 049	6 225	
Transferts courants	- 1 519	- 16 556	- 1 898	- 1 996	- 1 696	- 1 355	- 9 744	- 8 462	
Compte de capital	1 478	- 330	0	35	19	- 206	474	- 105	
Compte financier	- 31 098	- 27 495	- 13 219	- 15 442	11 747	- 8 327	- 37 807	- 23 159	
Investissements directs	- 143 895	- 33 740	- 3 230	2 509	1 719	- 1 436	- 41 515	- 5 509	
- Français à l'étranger	- 190 491	- 92 546	- 4 864	- 6 421	- 3 072	- 4 007	- 71 819	- 38 330	

- Étrangers en France	46 596	58 806	1 634	8 930	4 791	2 571	30 304	32 821
Investissements de portefeuille	40 019	20 989	7 000	- 11 488	- 5 312	- 1 908	- 5 817	- 44 021
- Avoirs	- 104 985	- 93 017	- 5 902	- 17 926	- 8 093	590	- 82 405	- 84 137
- Engagements	145 004	114 006	12 902	6 438	2 781	- 2 498	76 588	40 116
Autres investissements	65 064	- 23 291	- 16 394	- 6 220	14 969	- 4 859	4 930	23 677
- Avoirs	- 417	- 61 494	- 27 684	23 518	12 677	16 145	- 45 189	32 113
- Engagements	65 481	38 203	11 290	- 29 738	2 292	- 21 004	50 119	- 8 436
Produits financiers dérivés	5 050	2 784	321	1 388	1 038	- 283	2 286	505
Avoirs de réserve	2 664	5 763	- 916	- 1 631	- 667	159	2 309	2 189
Erreurs et omissions nettes	11 918	4 084	11 449	10 018	- 14 105	6 347	22 279	2 802

(a) Chiffres définitifs

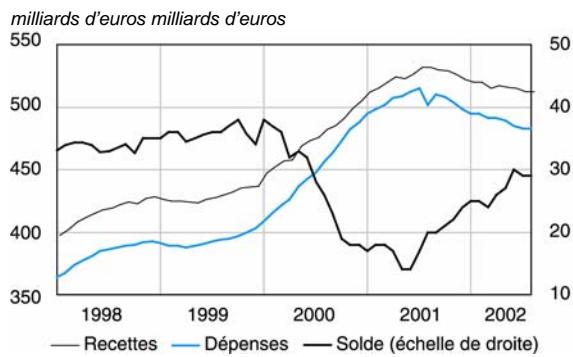
(b) Chiffres semi-définitifs

(c) Chiffres provisoires

1.5.2. L'évolution des principales rubriques de la balance des paiements

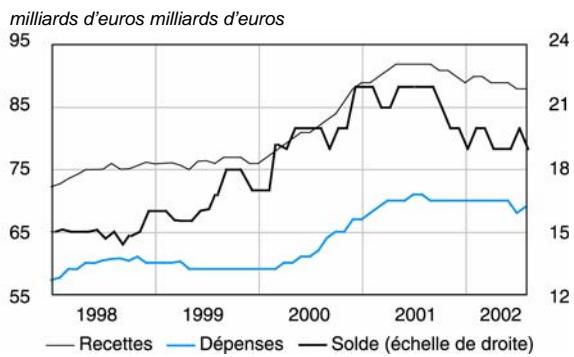
Transactions courantes

Douze mois glissants



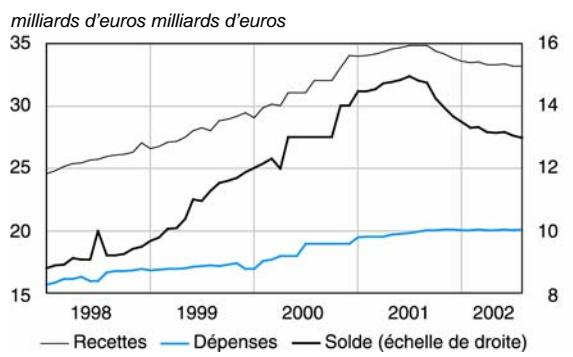
Services

Douze mois glissants (cvs)



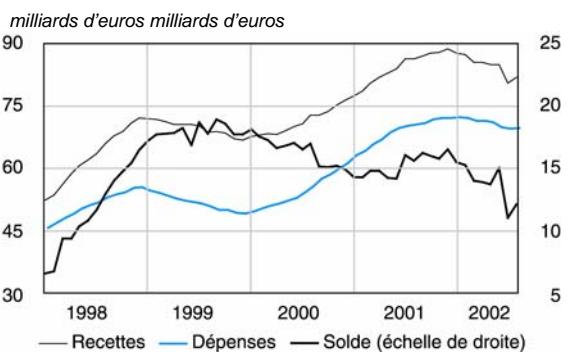
Voyages

Douze mois glissants (cvs)



Revenus des investissements

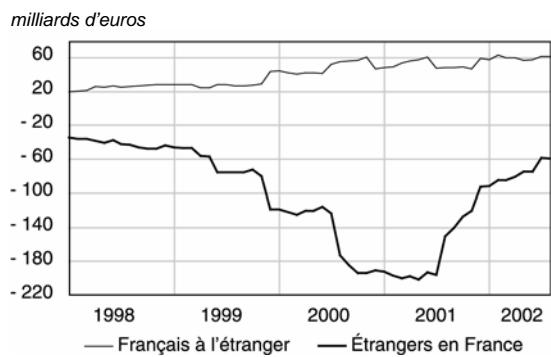
Douze mois glissants (cvs)



Investissements directs

(en signe de balance)

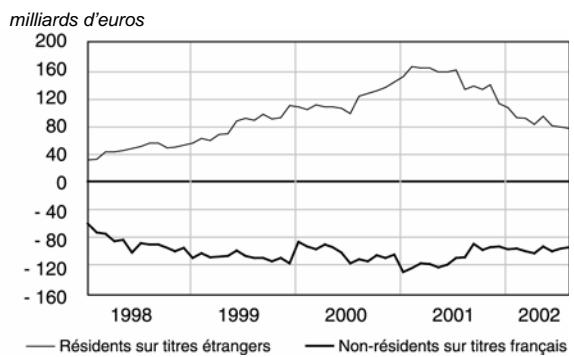
Soldes cumulés sur douze mois



Investissements de portefeuille

(en signe de balance)

Soldes cumulés sur douze mois



2. La monnaie, les placements et les financements

2.1. La contribution française aux évolutions monétaires de la zone euro

Dans la zone euro, la croissance annuelle de l'agrégat M3 s'est très légèrement atténuée en août par rapport à juillet, à 7,0 %¹, après 7,1 %. La moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels a diminué, à 7,1 % pour la période allant de juin à août 2002, après 7,3 % pour la période précédente (mai à juillet).

La contraction des billets et pièces en circulation en rythme annuel a continué de s'atténuer en août, à -5,7 %, après -9,6 % en juillet, et la progression des dépôts à vue s'est un peu ralentie (10,1 % après 10,8 %). Au total, la croissance annuelle de l'ensemble des moyens de paiement s'est renforcée, à 7,8 %, après 7,6 % en juillet.

La croissance des autres dépôts à court terme inclus dans *M2 – M1* a très légèrement faibli en août, à 5,4 %, après 5,5 % en juillet. Ce ralentissement concerne principalement les dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à 2 ans (1,2 %, après 1,7 % en données brutes), la progression des dépôts avec préavis de moins de trois mois demeurant pratiquement stable (8,9 %, après 9,0 %). La progression de l'agrégat M2 demeure inchangée par rapport à juillet, à 6,5 %.

Tendances monétaires et financières – zone euro et France

	(encours en milliards d'euros, taux de croissance annuel et part en %)					
	Encours	Taux de croissance annuel ↘ (a)	Part dans ↘ la zone euro			
	Août 2002	Juillet 2002	Août 2002	Août 2002		
ZONE EURO (b) : ↘						
agrégats monétaires en données cvs						
Billets et pièces en circulation	299,8	- 9,6	- 5,7			
+ Dépôts à vue	1 968,1	10,8	10,1			
= M1	2 267,9	7,6	7,8			
+ autres dépôts monétaires	2 498,5	5,5	5,4			
= M2	4 766,4	6,5	6,5			
+ Instruments négociables	829,1	10,4	10,1			
= M3	5 595,5	7,1	7,0			
Crédits au secteur privé	6 722,6	5,2	5,4			
Créances sur le secteur privé ↘ (données brutes)	7 596,2	5,0	5,2			
FRANCE						
Principaux actifs monétaires (c)						
Dépôts à vue	349,9	5,0	7,0	17,8		
Comptes sur livrets	309,2	8,8	8,6	21,9		
Dépôts à terme ≤ 2 ans	64,9	- 2,7	- 5,6	5,9		
Titres d'OPCVM monétaires ↘ et instruments du marché monétaire	303,9	3,4	5,1	55,2		
Crédits au secteur privé (c)	1 137,0	3,9	5,0	17,0		
Endettement intérieur total (d)	2 551,9	6,5	6,4			
dont : Administrations publiques	885,1	5,9	5,2			
Sociétés non financières	1 121,6	7,0	7,2			
Ménages	544,9	6,4	6,5			

(a) Évolutions corrigées de l'impact des reclassements et des effets de valorisation

(b) Opérations des IFM de la zone euro avec les autres résidents de la zone euro

(c) Opérations des IFM françaises avec les autres résidents français

(d) L'endettement intérieur total regroupe les différentes formes d'endettement des résidents non financiers.

Sources : BCE, Banque de France

La croissance de *M3 – M2* (corrigeé de la détention par les non-résidents des instruments du marché monétaire et des titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans) a poursuivi son ralentissement en août, à 10,1 %, après 10,4 %. Cette décélération résulte de la plus forte contraction des titres de créance d'une durée inférieure ou égale à 2 ans et des instruments du marché monétaire (-10,5 %, après -9,3 %), la progression des pensions (1,7 % en août comme en juillet) et des titres d'OPCVM monétaires (22,9 % en août, après 23,0 %) demeurant inchangée.

S'agissant des contreparties de M3 (en données brutes), la croissance annuelle des concours accordés par les institutions financières et monétaires (IFM) au secteur privé s'est légèrement renforcée, à 5,2 %, après 5,0 % en juillet, sous l'effet d'une légère accélération des crédits (5,4 %, après 5,2 %) et d'une plus forte progression des actions et

¹ Pour la zone euro, ces taux de croissance se rapportent, sauf indication contraire, aux agrégats corrigés des effets saisonniers et de calendrier de fin de mois.

autres participations (3,2 %, après 0,5 %), la croissance des titres autres qu'actions s'atténuant notablement (4,1 %, après 8,6 %). La contribution des créances nettes sur l'extérieur à la croissance de M3 a diminué (2,6 % en août, après 2,8 % en juillet).

Contributions à la croissance annuelle de M3

	(en points)	
	Juillet 2002	Août 2002
Total	7,0	7,1
Créances nettes sur l'extérieur	2,8	2,6
Concours au secteur privé	6,9	7,2
Concours aux administrations publiques	0,4	0,3
Ressources non monétaires	- 3,6	- 3,7
Divers	0,6	0,8

Source : BCE

En France, les avoirs monétaires des résidents ont connu les principales évolutions suivantes :

- la progression des *dépôts à vue* s'est renforcée, à 7,0 % en un an, après 5,0 % en juillet ;
- la croissance des *livrets* est restée stable, à 8,8 % comme en juillet ;
- la contraction des *dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans* s'est accentuée, à - 5,6 %, après - 2,7 % ;
- la progression des titres d'*OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire détenus par les résidents* s'est accélérée en août : 5,1 % au cours des douze derniers mois, après 3,4 % en juillet.

La croissance annuelle des *crédits au secteur privé français* s'est renforcée en août, à 5,0 %, après 3,9 % en juillet.

2.2. Le financement de l'économie française

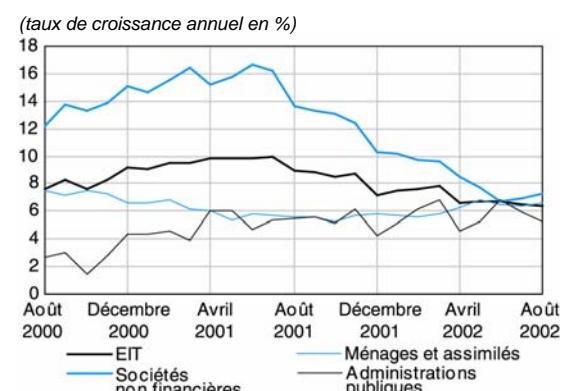
L'endettement intérieur total

Le taux de croissance annuel de l'endettement intérieur total des agents non financiers est resté à peu près inchangé en août. Le ralentissement de l'endettement des administrations publiques a été compensé par une croissance légèrement plus forte de l'endettement des ménages et des sociétés non financières.

Endettement intérieur total par agents

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Endettement intérieur total	8,9	6,5	6,4
Sociétés non financières	13,6	7,0	7,2
Ménages	5,6	6,4	6,5
Administrations publiques	5,5	5,9	5,2

Endettement intérieur total



Endettement intérieur total par sources de financement

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Endettement intérieur total	8,9	6,5	6,4
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	5,9	4,3	4,6
Crédits obtenus auprès des non-résidents	9,6	20,4	21,6
Financements de marché	12,9	6,6	5,3
Financements monétaires du Trésor public	3,9	- 2,2	4,6

Le taux de croissance des crédits obtenus auprès des résidents et des non-résidents a augmenté. À l'inverse, celui des financements de marché a été plus modérés.

Les émissions d'actions et de titres de fonds propres

Le montant des émissions d'actions réglées en numéraire au mois d'août 2002 s'est élevé à 2,8 milliards d'euros, après 8 milliards en juillet et 6,6 milliards en juin. Les émissions de titres cotés à la Bourse de Paris ont représenté 7 % de l'ensemble des opérations (20,9 % le mois précédent).

Le cumul des émissions des douze derniers mois est en hausse de 14,7 % par rapport au total émis en 2001. Les émissions des sociétés non financières ont représenté 98,4 % des capitaux collectés.

Émissions d'actions et de certificats d'investissement réglées en numéraire

	<i>(en milliards d'euros)</i>			
	Année 2000	Année 2001	12 mois glissants	Août 2002
Sociétés non financières	65,6	80,0	92,2	2,7
Autres agents (a)	1,9	1,7	1,4	0,1
Total émis (b)	67,5	81,7	93,7	2,8
dont : Titres cotés				
<i>Cote officielle et Second marché</i>	15,2	7,5	8,8	0,2
<i>Appel public à l'épargne (c)</i>	11,4	3,3	5,9	-

(a) Établissements de crédit et compagnies d'assurance

(b) Y compris la part donnant lieu à un placement international,
ainsi que les augmentations de capital simultanées
entre une société mère et sa filiale

(c) Titres émis dans le public ayant fait l'objet d'un visa de la COB

Sources : Euronext, Banque de France

2.3. L'endettement sous forme de titres

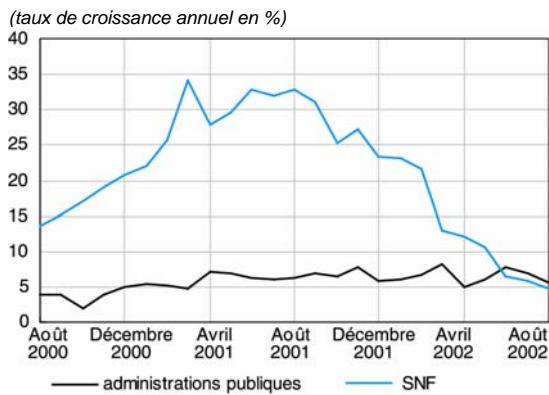
L'endettement sur les marchés

L'endettement sur les marchés des agents non financiers résidents a poursuivi son ralentissement en août, particulièrement sur les compartiments du court terme.

Endettement sur les marchés

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Endettement sur les marchés	12,9	6,6	5,3
Administrations publiques	6,2	6,9	5,5
≤ 1 an	22,2	50,8	38,6
> 1 an	5,0	3,5	2,6
Sociétés non financières	32,8	5,9	4,8
≤ 1 an	26,8	- 25,8	- 29,6
> 1 an	34,7	15,1	15,1

Endettement des sociétés non financières et des administrations publiques sur les marchés



Premiers éléments sur les émissions de titres de dette sur la place de Paris en septembre 2002

Obligations et titres de créances négociables

	(en milliards d'euros)						
	Année 2000	Année 2001	Émissions nettes 12 mois glissants	Sept. 2002	Émissions brutes 12 mois glissants	Sept. 2002	Encours à fin Sept. 2002
Obligations émises à Paris	44,3	12,5	29,5	9,8	91,7	10,3	835,2
État	23,4	23,1	38,8	6,6	54,0	6,6	479,5
Administrations publiques (hors État)	- 0,5	3,3	- 0,5	—	2,9	—	26,9
Établissements de crédit et assimilés	- 1,2	- 12,2	- 9,0	2,1	20,2	2,5	192,6
Assurances	0,4	0,1	0,1	—	0,1	—	2,2
Sociétés non financières	22,2	- 1,8	0,1	1,1	14,5	1,2	133,8
Titres de créances négociables	30,2	39,5	11,9	4,3	4 296,8	333,6	528,5
BTf et BTAN	9,0	14,9	4,7	3,0	206,3	19,5	220,1
Certificats de dépôt négociables	- 3,7	25,3	22,2	2,5	3138,0	243,2	181,2
BMTN	2,5	- 4,7	0,1	- 0,5	15,1	0,5	54,2
Billets de trésorerie	22,4	4,0	- 15,1	- 0,7	937,4	70,4	73,0

Le montant des émissions obligataires brutes des résidents sur la place de Paris dont le règlement est intervenu au cours du mois de septembre s'est établi à 10,3 milliards d'euros, en hausse de plus de 51 % par rapport au mois de septembre 2001. Compte tenu d'un montant de remboursements de 500 millions d'euros, les émissions nettes sur la place de Paris se sont élevées à 9,8 milliards d'euros.

L'État a levé 6,6 milliards d'euros sur la nouvelle ligne d'OAT 4,75 % Octobre 2012. À la fin du troisième trimestre 2002, l'État a dépassé de 470 millions d'euros le programme d'émission affiché pour 2002 (42,5 milliards d'euros). Les OAT indexées sur l'inflation ont représenté 14,9 % des émissions.

La dette obligataire de l'État représentait à la fin du mois de septembre 57,4 % des encours de titres obligataires émis par les résidents sur la place de Paris.

Les émissions obligataires des établissements de crédit ont atteint 2,5 milliards d'euros en septembre, soit 24 % du montant des émissions du mois sous revue. Au cours de la période, les émissions brutes d'obligations foncières ont représenté 72 % des émissions de ce secteur. Le cumul sur un an des émissions nettes demeure négatif (- 9 milliards d'euros).

Les sociétés non financières ont levé 1,2 milliard d'euros sur le marché obligataire de la place de Paris au cours du mois de septembre freinant le désendettement du secteur observé depuis janvier 2001.

Parmi les **émissions brutes de titres de créances négociables** (333,6 milliards d'euros), les certificats de dépôt ont continué de représenter une part prépondérante (près de 73 %) au cours du mois de septembre. Compte tenu des tombées, les émissions nettes se sont élevées à 4,3 milliards d'euros en septembre et ont totalisé 11,9 milliards sur les douze derniers mois.

2.4. La distribution des crédits

Le taux des crédits à court terme aux particuliers et aux entreprises pour la zone euro est resté stable en août 2002 ; celui des crédits à long terme s'est orienté à la baisse.

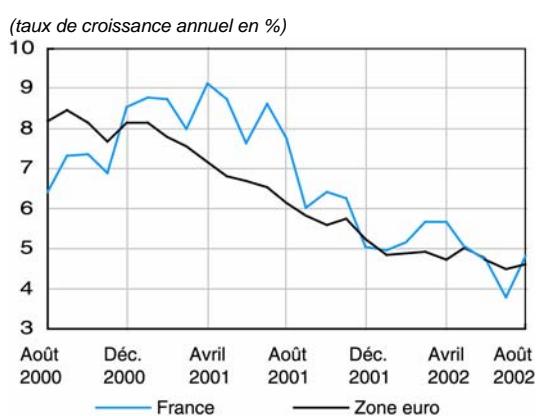
Taux débiteurs

	<i>(moyennes mensuelles en %)</i>		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Crédits à la consommation			
Zone euro	10,16	9,81	9,82
France	9,70	9,56	9,56
Crédits à l'habitat à taux fixe			
Zone euro	5,96	5,68	5,53
France	6,54	6,05	6,05
Crédits aux entreprises ≤ 1 an			
Zone euro	6,89	6,18	6,17
France	5,57	4,88	4,88
Crédits aux entreprises > 1 an			
Zone euro	6,19	5,91	5,82
France	5,63	5,48	5,48

Les crédits des institutions financières monétaires

En France, le rythme de croissance annuel des crédits accordés aux résidents par les IFM s'est redressé.

Crédits des institutions financières monétaires



Sources : Banque de France, BCE

Crédits par réseaux distributeurs

	<i>(taux de croissance annuel en %)</i>		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Crédits des IFM	7,8	3,8	4,8
Banques	8,8	3,9	4,8
CDC et CNE	0,7	1,5	1,9
Établissements spécialisés	6,7	6,1	7,1

Cette accélération a concerné l'ensemble des réseaux distributeurs.

Crédits par agents et par objets

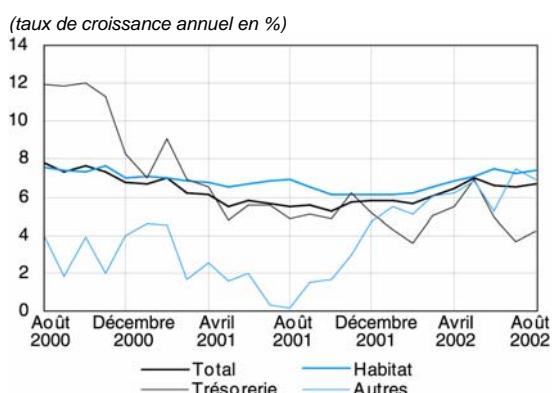
	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Crédits des IFM	7,8	3,8	4,8
aux administrations publiques	2,9	2,4	3,0
au secteur privé	8,3	3,9	5,0
dont :			
Crédits des EC aux ménages	5,5	6,6	6,7
dont : Trésorerie	4,9	3,6	4,2
Habitat	6,9	7,3	7,4
Crédits des EC			
aux sociétés non financières	8,8	2,4	2,9
dont : Trésorerie	12,4	- 6,1	- 4,3
Investissement	7,9	7,8	7,5

Endettement intérieur total par sources de financement

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Endettement intérieur total	8,9	6,5	6,4
Crédits obtenus auprès des IF résidentes	5,9	4,3	4,6
Crédits obtenus auprès des non-résidents	9,6	20,4	21,6
Financements de marché	12,9	6,6	5,3
Financements monétaires du Trésor public	3,9	- 2,2	4,6

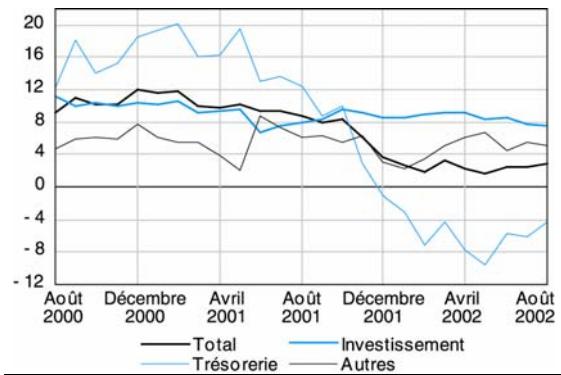
Le taux de croissance des crédits consentis aux administrations publiques et aux sociétés non financières a augmenté, tandis que celui des crédits accordés aux ménages est resté quasiment stable. La progression des crédits de trésorerie aux ménages s'est renforcée, alors que la contraction de ceux accordés aux sociétés non financières s'est atténuée. Le rythme de progression des crédits à l'habitat est resté ferme et celui des crédits à l'investissement, toujours élevé, a légèrement baissé.

Crédits des institutions financières monétaires aux ménages



Crédits des institutions financières monétaires aux sociétés non financières

(taux de croissance annuel en %)

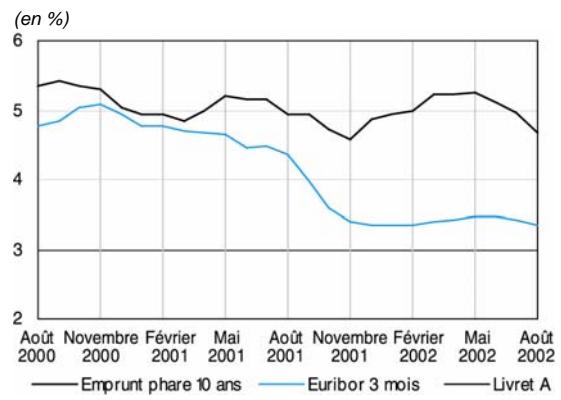


2.5. Les placements intermédiaires

Les taux créditeurs

Les taux des placements ont été orientés à la baisse.

Taux de marché et taux réglementés



Sources : Banque de France, BCE

Taux créditeurs

(moyennes mensuelles en %)

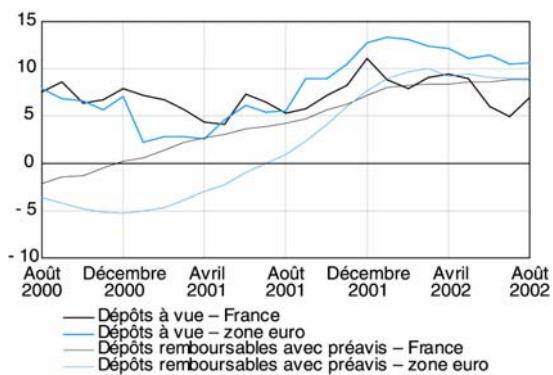
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Dépôts à vue			
Zone euro	0,96	0,74	0,73
Dépôts remboursables avec préavis ≤ 3 mois			
Zone euro	2,40	2,13	2,12
France	3,08	3,07	3,07
Dépôts à terme ≤ 2 ans			
Zone euro	3,65	2,94	2,85
France	4,47	3,46	3,35
Dépôts à terme > 2 ans			
Zone euro	4,22	4,09	3,81
France	4,53	4,52	4,50

Dans la zone euro et en France, les taux créditeurs sont restés stables ou ont légèrement fléchi.

Les placements auprès des institutions financières monétaires

Dépôts à vue et dépôts remboursables avec préavis

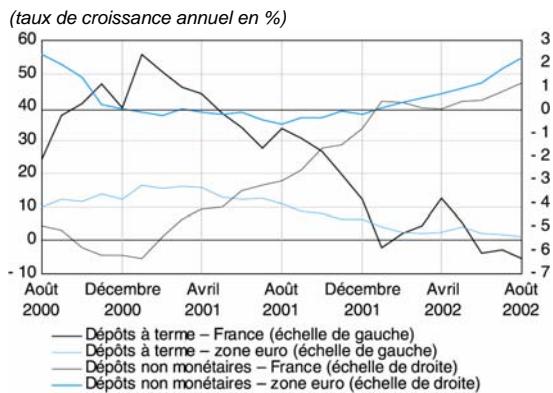
(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

En France, le rythme de croissance des dépôts à vue a augmenté, mais reste inférieur à celui de la zone euro. Celui des dépôts remboursables avec préavis de moins de 3 mois est resté stable et très proche de celui de l'ensemble de la zone.

Dépôts à terme et dépôts non monétaires

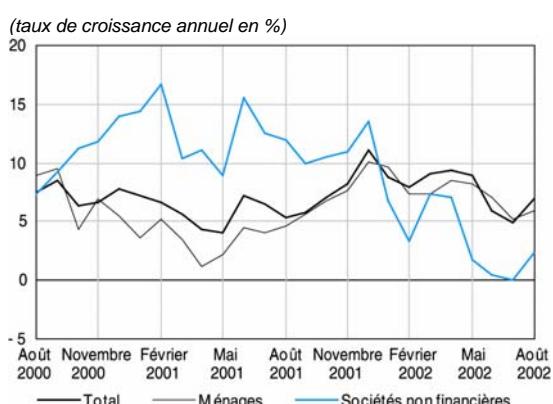


Dépôts à vue (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Dépôts à vue	5,3	5,0	7,0
Ménages	4,6	5,3	5,9
Sociétés non financières	12,0	0,1	2,3
Autres	-21,3	4,0	15,6

Après trois mois de fléchissement, le taux de croissance annuel des dépôts à vue s'est nettement redressé en août.

Dépôts à vue par agents (France)



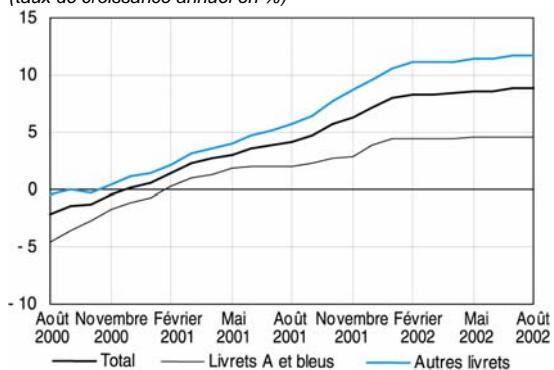
Comptes sur livrets (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Comptes sur livrets	4,2	8,8	8,8
<i>Livrets A et bleus</i>	2,0	4,6	4,6
<i>Livrets soumis à l'impôt</i>	5,9	22,6	22,7
<i>Livrets d'épargne populaire</i>	5,5	5,4	4,9
<i>Autres (Codevi, CEL, livrets jeunes)</i>	5,8	8,3	8,3

Les taux de croissance des différents comptes sur livrets sont restés stables, à l'exception de celui des livrets d'épargne populaire qui a enregistré une sensible diminution. La progression des livrets soumis à l'impôt reste forte.

Comptes sur livrets (France)

(taux de croissance annuel en %)



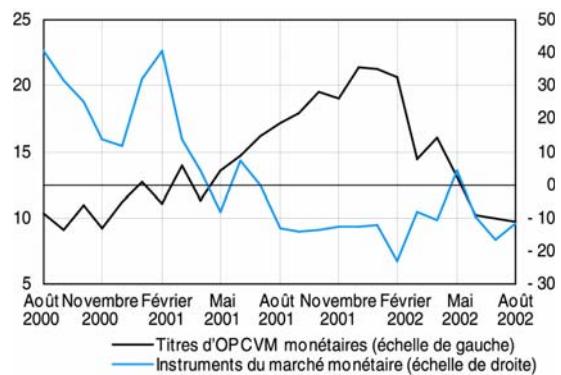
Placements rémunérés au taux du marché monétaire (France)

	(taux de croissance annuel en %)		
	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Placements rémunérés au taux du marché monétaire	13,6	1,9	3,8
<i>Dépôts à terme ≤ 2 ans</i>	33,4	- 2,7	- 5,6
<i>Titres d'OPCVM monétaires</i>	17,1	9,9	9,8
<i>Certificats de dépôt</i>	- 13,2	- 16,7	- 11,4
<i>Pensions</i>	19,3	- 2,7	12,0
Zone euro (pour mémoire)	11,5	5,9	5,7

Les pensions ont fortement progressé, tandis que la baisse de l'encours des certificats de dépôts s'est atténuée. Le rythme de croissance des titres d'OPCVM monétaires est resté à peu près stable. La contraction des dépôts à terme d'une durée inférieure ou égale à deux ans s'est accentuée.

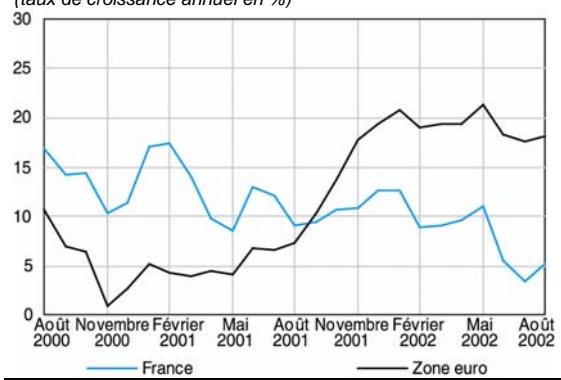
Principaux placements en titres monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Titres d'OPCVM monétaires et instruments du marché monétaire (net)

(taux de croissance annuel en %)



Sources : Banque de France, BCE

Dépôts non monétaires (France)

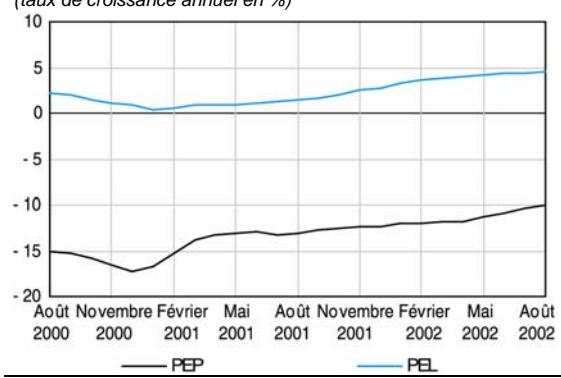
(taux de croissance annuel en %)

	Août 2001	Juillet 2002	Août 2002
Dépôts non monétaires	- 3,0	0,8	1,2
PEP bancaires	- 13,1	- 10,3	- 10,0
PEL	1,5	4,4	4,6

Le rythme de croissance des PEL a continué d'augmenter et la baisse des encours des PEP bancaires s'est encore atténuée.

Principaux dépôts non monétaires (France)

(taux de croissance annuel en %)



Les placements en OPCVM non monétaires

Répartition de l'actif net des OPCVM non monétaires par catégories

	<i>(en %)</i>		
	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002
OPCVM obligations	23,50	25,62	27,39
OPCVM actions	33,63	31,10	27,02
OPCVM diversifiés	36,60	36,15	36,96
OPCVM garantis	6,27	7,13	8,63
Total	100,00	100,00	100,00

Par rapport à décembre 2001, la part des OPCVM « actions » s'est réduite au profit de celle des OPCVM « diversifiés » et surtout « obligations » et « garantis ».

Flux de souscriptions par catégories d'OPCVM

	<i>(encours en %)</i>		
	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002
OPCVM obligations	- 3,9	- 3,9	- 9,2
OPCVM actions	23,4	6,4	3,9
OPCVM diversifiés	43,0	1,2	- 3,9

Les rachats nets de titres d'OPCVM « obligations » et « diversifiés » se sont sensiblement accrus, tandis que les souscriptions de titres d'OPCVM « actions » ont nettement diminué.

Rendement des titres par catégories d'OPCVM

	<i>(en %)</i>		
	Décembre 2000	Décembre 2001	Août 2002
OPCVM obligations	4,3	4,9	4,6
OPCVM actions	- 4,5	- 19,2	- 24,7
OPCVM diversifiés	- 0,2	- 6,6	- 10,8

Source : Commission des opérations de bourse

Le rendement des titres d'OPCVM « obligations » a continué de baisser, et les pertes sur titres d'OPCVM « actions » et « diversifiés » se sont alourdis.

3. Les marchés de capitaux

3.1. Les marchés financiers internationaux en septembre 2002

Après une période de rémission relative en août, le mois de septembre a été caractérisé par une remontée significative de l'aversion au risque. Celle-ci a été alimentée par des indicateurs d'activité mal orientés au cours de l'été, par l'incertitude persistante quant à la santé financière de certaines entreprises, et par les risques accrus de conflit militaire entre les États-Unis et l'Irak. Le Système fédéral de réserve américain a d'ailleurs reconnu, dans le communiqué publié à l'issue de sa réunion de politique monétaire de septembre, que les incertitudes pesant sur la reprise économique persistaient, en liaison, notamment, avec le renforcement du risque géopolitique.

Cette nouvelle montée de l'aversion au risque s'est manifestée par un recul sévère des marchés boursiers, ainsi que par une demande soutenue pour les placements monétaires et en obligations d'État, dans un contexte de regain de volatilité sur l'ensemble de ces marchés.

En dépit de ces turbulences, l'euro/dollar sur les marchés de change s'est traité dans un intervalle relativement étroit, centré autour de 0,98. Il convient, en revanche, de souligner la dépréciation significative de la monnaie nippone contre les principales devises.

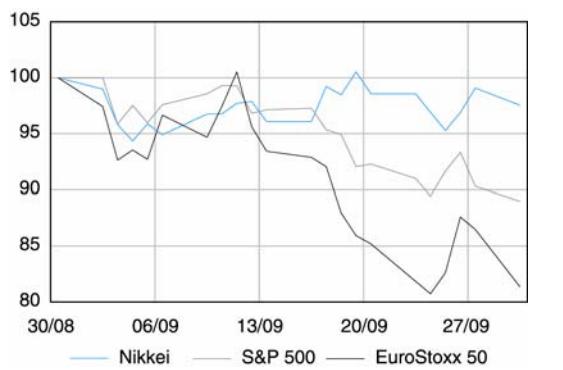
Sur la période, les cours du pétrole se sont par ailleurs inscrits en hausse de 2 dollars, à 29 dollars sur le baril de *Brent*, tandis que l'or a progressé sur le mois de quelque 4 %, à 324 dollars l'once.

Recul sévère des marchés boursiers, affectant plus particulièrement le secteur financier européen

Dans un contexte de confirmation de la mollesse de la reprise économique, sanctionnée par des révisions à la baisse des prévisions de ventes et de bénéfices d'entreprises, les marchés boursiers se sont significativement repliés. La volatilité implicite, extraite du S&P 500, s'est, par ailleurs, inscrite en hausse, de 27 % à 35 % sur le mois.

Indices EuroStoxx 50, Nikkei et S&P 500

Base 100 le 30 août 2002



Les indices phares américain et européen ont accusé un repli de, respectivement, 12 % et 17 % sur le mois de septembre, tandis que le recul de l'indice japonais s'est limité à moins de 3 %.

La sous-performance des indices européens sur le mois s'explique principalement par la chute des valeurs financières européennes. Les valeurs japonaises ont bénéficié, en revanche, d'une part, de perspectives favorables aux exportateurs, et, d'autre part, de la décision de la Banque du Japon d'étudier d'éventuelles mesures d'achat d'une partie des importants portefeuilles d'actions détenus par les banques japonaises.

Sur le trimestre écoulé, les principaux indices boursiers ont accusé un repli très sévère. L'indice S&P 500 a enregistré sa plus forte baisse trimestrielle depuis 1987 (- 17,6 %). À fin septembre, les indices américains ont retrouvé leurs niveaux de 1998, et le Nikkei s'est situé sur les plus bas niveaux depuis 1983. Les marchés européens ont accusé une baisse de 36,0 % pour le DAX, de 28,7 % pour le CAC 40, et de 28,2 % pour l'indice paneuropéen Dow Jones EuroStoxx. Les indices boursiers français et allemands sont tombés à leurs plus bas niveaux depuis, respectivement, octobre 1997 et décembre 1996.

Le marché des titres d'État a bénéficié d'un mouvement de « fuite vers la qualité »

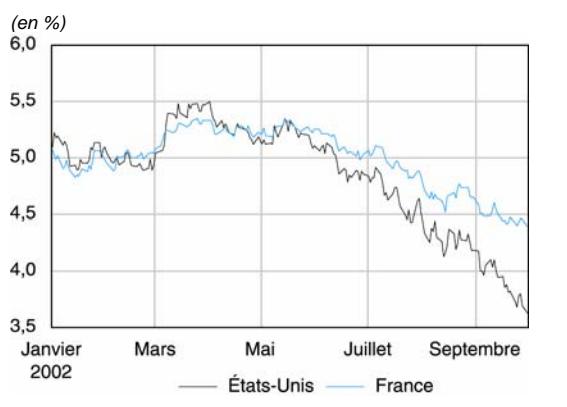
Sur le mois de septembre, les titres d'État ont bénéficié, d'une part, de leur statut de valeur-refuge, en liaison avec le regain des tensions géopolitiques et, d'autre part, de l'essoufflement de la reprise économique. À la suite de la publication de chiffres économiques globalement décevants, les investisseurs ont, en effet, renforcé leurs anticipations de détente monétaire outre-Atlantique, provoquant une baisse de plus de 40 points de base des rendements courts américains. Ainsi, à fin septembre, une réduction de l'objectif *Fed Funds* de plus de 25 points de base était anticipée d'ici la fin d'année 2002 et, fait nouveau, un assouplissement monétaire de 50 points de base était anticipé d'ici la fin du premier trimestre 2003 au sein de la zone euro.

Sur la période, les rendements des titres d'État américains d'échéance 10 ans se sont détendus de plus de 50 points de base, à 3,65 %, se situant à fin septembre sur les plus bas niveaux atteints depuis les années soixante. Cette chute des rendements illustre, dans les faits, un décrochage des taux réels, lié à une révision à la baisse des anticipations de croissance à long terme, et le maintien d'anticipations modérées d'inflation à moyen terme.

La remontée de l'aversion au risque a pénalisé les titres obligataires privés jugés les plus risqués. L'écart de rendement moyen entre titres privés obligataires notés BBB et titres d'État s'est élargi de 60 points de base aux États-Unis, contre 10 points de base pour les titres notés AAA.

Au total, ces mouvements de grande ampleur se sont accompagnés d'une hausse des volatilités implicites extraites des contrats sur taux courts (de 40,0 % à 58,0 % sur les contrats eurodollar) et taux longs (de 5,50 % à 6,0 % sur les contrats *Bund*).

Taux longs américains et français



Le marché des titres d'État japonais a fluctué principalement sous l'effet de facteurs domestiques

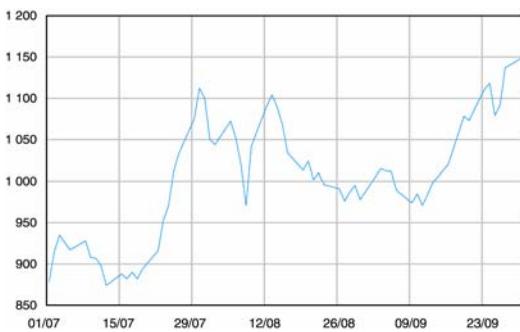
Le marché obligataire japonais est demeuré quasiment inchangé sur la période, mais a connu des variations de grande amplitude. Le rendement des obligations japonaises d'échéance 10 ans s'est, dans un premier temps, détenu de 1,13 % à 1,04 %, en liaison avec de fortes anticipations d'augmentation des achats de titres obligataires par la Banque du Japon. Il a ensuite rebondi jusqu'à 1,30 %, après l'annonce par la Banque du Japon de la mise à l'étude d'éventuelles mesures d'achat des portefeuilles d'actions des banques nippones, puis à la suite du mauvais déroulement de l'adjudication de titres à 10 ans le 20 septembre. On notera que, à la suite de l'annonce de la Banque du Japon, les taux à 10 ans d'obligations gouvernementales sont repassés au dessus des taux de *swap* de taux d'intérêt de maturité équivalente.

Poursuite des tensions sur les marchés émergents

Les titres de la dette émergente ont également continué à se déprécier sur la période, l'indice EMBI+ s'inscrivant en hausse de plus de 100 points de base, à 1 150 points.

Indice EMBI+ au cours du troisième trimestre 2002

(en points de base)



À la remontée globale de l'aversion au risque se sont ajoutées des pressions grandissantes liées à l'approche des élections présidentielles du 6 octobre au Brésil, les investisseurs s'interrogeant sur la politique que les différents candidats pourraient adopter face aux échéances à venir en terme d'endettement extérieur. Ainsi, l'indice EMBI Brésil, en termes d'écart de rendement, s'est inscrit en hausse de quelque 500 points de base sur le même mois à plus de 2 250 points, tandis que le real brésilien s'est déprécié contre dollar américain de 25 % sur le même mois, s'échangeant à BRL 3,75 contre un dollar fin septembre, contre quelque BRL 3 en début de mois. Au Mexique, les pressions baissières sur le peso (au plus bas depuis février 1999, à 10 contre dollar), liées aux inquiétudes sur l'économie des États-Unis, premier partenaire économique du Mexique, ont conduit la banque centrale à relever ses taux directeurs, de 6 % à plus de 8 %.

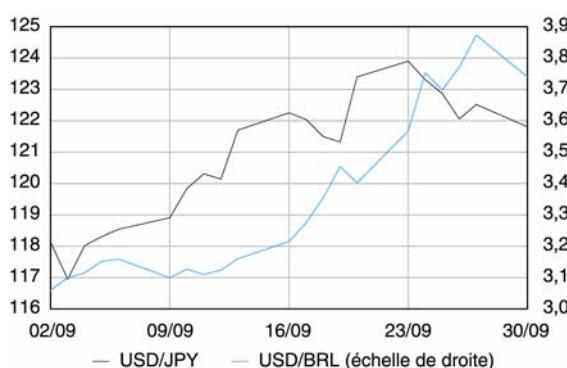
Le marché des changes a également été marqué par la dépréciation significative du yen et l'appréciation de la couronne suédoise

En dépit de ce contexte de forte volatilité sur les marchés de capitaux, l'euro/dollar s'est traité, sur les marchés de change, dans un intervalle relativement étroit courant septembre, centré autour de 0,98. La relative stabilité de la devise européenne reflète, pour certains, la perception croissante de la faible probabilité d'un décalage conjoncturel marqué entre la zone euro et les États-Unis.

La devise japonaise s'est, en revanche, dépréciée de quelque 3 % contre euro et dollar au cours du mois de septembre, se traitant, en fin de mois, autour de JPY 122,0 pour un dollar et JPY 120,5 pour un euro. Le repli du yen a été encouragé par les déclarations d'officials japonais évoquant la possibilité d'interventions massives de la Banque du Japon sur les marchés de change afin d'affaiblir la monnaie nippone. En outre, les moindres rapatriements de capitaux à destination du Japon à l'approche de la fin de demi-année fiscale, mis en évidence par les statistiques du ministère des Finances japonais, ont conforté la baisse du yen.

Autre élément marquant au cours du mois, la couronne suédoise a connu des mouvements de grande ampleur à l'approche des élections législatives nationales, se déprécient jusqu'à SEK 9,35 contre EUR en début de mois, avant de s'apprécier jusqu'à SEK 9,15 en fin de mois, la victoire sociale-démocrate étant perçue par les investisseurs comme pouvant accélérer l'entrée de la Suède au sein de l'Union monétaire.

Cours de change du dollar/yen et du dollar/real au cours du mois de septembre 2002



3.2. Les marchés de la zone euro

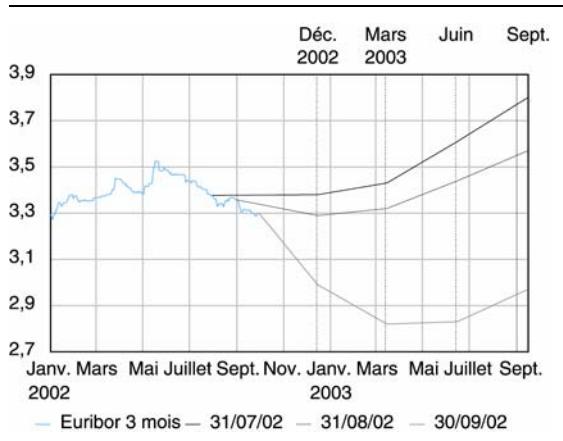
Dans ce contexte de tensions internationales vives et de remise en cause des scénarios économiques les plus optimistes, les marchés de taux de la zone euro se sont appréciés sensiblement, en liaison avec le renforcement des anticipations de détente de la politique monétaire en zone euro.

Renforcement des anticipations de desserrement de la politique monétaire au sein de la zone euro

Le maintien des chiffres d'inflation sous-jacente au niveau élevé de 2,5 %, ainsi que la remontée de l'indice européen harmonisé des prix de détail à 2,2 %, semblent avoir été éclipsés, en septembre, par les incertitudes pesant sur la reprise de la croissance. Les taux d'intérêt à court terme se sont, en effet, très fortement détendus, dans le sillage de la publication d'indicateurs d'activité et de statistiques conjoncturelles, en deçà des attentes pour la zone euro (baisse, en Allemagne, de l'indice de confiance des entrepreneurs IFO, baisse de, respectivement, 0,9 % et 1,0 % de la production industrielle en Allemagne et en France pour juillet). En outre, la poursuite de la dépréciation des bourses, et, notamment, la forte sous-performance des valeurs bancaires, ont contribué à alimenter des anticipations de baisse de la profitabilité du système financier en Europe continentale. Ces deux éléments ont renforcé, aux yeux des opérateurs, la probabilité d'un assouplissement prochain des conditions monétaires.

Dans ce contexte, des anticipations claires de baisse des taux directeurs par la BCE sont apparues, pour s'accentuer tout au long du mois de septembre.

Taux implicites des contrats Euribor



Le taux implicite du contrat Euribor d'échéance décembre 2002 (représentatif du taux à 3 mois anticipé à cet horizon) a ainsi enregistré une baisse de 26 points de base, pour s'établir à 3,02 % fin septembre. Ce mouvement s'est, par ailleurs, accompagné d'une inversion marquée de la courbe des taux implicites des contrats Euribor, son point le plus bas se situant à l'échéance de mars 2003. Les niveaux des taux implicites des contrats Euribor à fin septembre témoignaient ainsi d'attentes d'une première baisse de 25 points de base des taux directeurs en novembre 2002, suivie d'une seconde baisse possible d'ici la fin du premier trimestre 2003, alors qu'ils faisaient ressortir, en début de période, un *statu quo* monétaire jusqu'au deuxième trimestre 2003.

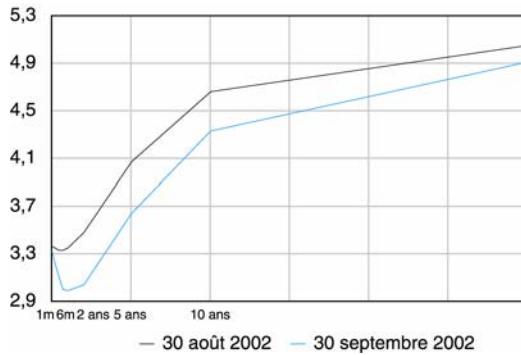
Les volatilités implicites des options sur contrats Euribor se sont fortement accrues en septembre et sont demeurées élevées par rapport à leur valeurs moyennes (volatilité implicite pour le contrat décembre 2002 à 26 % fin septembre, contre 20 % le 30 août), signe que des incertitudes fortes demeurent néanmoins autour de ces anticipations.

Sur le compartiment des prêts interbancaires en blanc, l'Eonia est demeuré stable, s'établissant, en moyenne, à 3,29 %. Toutefois, ce taux est ressorti ponctuellement à 3,63 % le jour de la fin de la période de réserve, sous l'effet de facteurs autonomes plus restrictifs qu'attendu initialement à cette date.

Nette détente des taux d'intérêt à long terme

La baisse des taux courts s'est propagée à l'ensemble des rendements obligataires, dans un mouvement de pentification marquée, l'écart entre le taux d'intérêt à 2 ans et le taux d'intérêt à 10 ans passant de 118 à 129 points de base. Les taux d'intérêt à moyen et long termes de la zone euro se sont, en effet, nettement détendus, enregistrant une baisse de 37 points de base sur l'échéance 2 ans, pour atteindre 3,08 % — soit un niveau inférieur à celui du taux directeur de la BCE — et de 26 points de base sur l'échéance à 10 ans, à 4,63 %.

Courbe des taux en France



Cette baisse des rendements nominaux a été accompagnée d'un recul des taux d'intérêt réels. Les taux d'intérêt réels à 10 ans, mesurés par le taux de l'OATEi juillet 2012, se sont ainsi inscrits en baisse de quelque 22 points de base, pour s'établir à 2,60 %.

Les points morts d'inflation français et de la zone euro ont connu une légère inflexion du fait, principalement, d'une baisse plus importante encore des rendements nominaux que des taux réels. L'écart entre le taux de l'OAT indexée sur l'inflation française d'échéance juillet 2009 et les OAT de même échéance, représentatif du point mort d'inflation française, a ainsi baissé de 6 points de base sur le mois de septembre, pour s'établir à 1,26 %, tandis que le point mort d'inflation de la zone euro, mesuré par l'écart de taux entre l'OATEi juillet 2012 et l'OAT avril 2012 a diminué de 4 points de base, à 1,79 %.

La volatilité implicite des options sur contrats de taux d'intérêt à long terme, reflet de l'incertitude portant sur les perspectives de croissance et d'inflation, s'est encore accrue. La volatilité implicite des options sur le contrat à terme *Bund*, le plus liquide en zone euro, d'échéance décembre 2002 est ainsi ressortie à 6,0 % fin août, contre 5,5 % le 30 août.

La résurgence de l'aversion au risque des investisseurs a également conduit à un élargissement des écarts de taux entre les titres d'État et les titres obligataires privés émis en euro. Les titres notés BBB ont plus particulièrement été exposés à cette remontée des rendements (élargissement des écarts de taux de 25 points de base), ainsi que ceux des entreprises du secteur des télécommunications. Sur le secteur du court terme (billets de trésorerie), les primes de signature sont restées stables, dans la mesure où l'offre a été limitée et n'a concerné que les meilleures signatures (les moins bien notées ayant arrêté d'émettre depuis le début du troisième trimestre). En revanche, les conditions d'émission des certificats de dépôt se sont dégradées légèrement sur la période, en liaison avec la sous-performance des valeurs financières en bourse.

Primes de signature

(en points de base)

Émetteur	01/10/02	30/08/02	Variation	Plus haut
				2002
Industrielles AAA	63	57	6	66
Industrielles AA	67	59	8	72
Financières AA	62	57	5	65
Industrielles BB	242	217	25	256
Télécommunications	218	202	16	235

Sources : Indices Morgan Stanley et JP Morgan d'échéances 5 à 7 ans

Accroissement de l'incertitude sur les marchés boursiers

Au cours du mois de septembre, les indices boursiers ont atteint des niveaux plus bas (CAC à 2 742,8 points au plus bas en clôture), retrouvant des valeurs comparables à celles enregistrées en 1997. Ce recul s'est effectué dans le sillage d'avertissements sur résultats provenant de la part d'entreprises de la « nouvelle économie », de secteurs traditionnels (banques, assurances, restauration...), mais aussi en réponse à une perception dégradée du contexte macroéconomique en Europe continentale.

Indices boursiers

Au 30 septembre 2002

(en %)

Indices larges	Niveau au	Variation /	Variation /
	30 septembre 2002	30 août 2002	31 décembre 2001
CAC 40	2 777	- 17,4	- 39,9

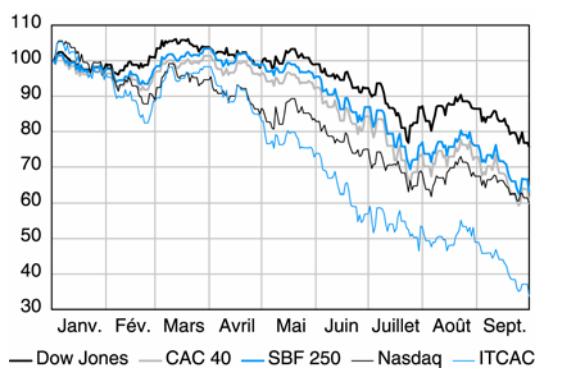
DAX	2 769	- 25,4	- 46,3
DJ EuroStoxx 50	2 204	- 18,6	- 42,1
FTSE	3 722	- 12,0	- 27,7
Dow Jones	7 592	- 12,4	- 24,2
Indices technologiques			
ITCAC	459	- 31,2	- 66,3
Nasdaq	1 172	- 10,9	- 39,9

Dans ce contexte, l'ensemble des 18 secteurs du DJ Stoxx 50 a enregistré un recul marqué. Les valeurs des assurances se sont effondrées (-31,7 %), après les révisions à la baisse de leurs résultats et les annonces de mesures de renforcement de leur fonds propres et de provisionnement des moins-values constatées sur leurs portefeuilles d'actifs.

Les valeurs bancaires se sont également inscrites en net repli (23,8 %) face à la montée du risque de crédit, dans un environnement macroéconomique déprimé.

Indices boursiers

(base 100 au 1^{er} janvier 2002)



Signe d'un maintien à un niveau élevé de l'incertitude portant sur les perspectives de profit des entreprises, les volatilités implicites des options sur les contrats d'indices boursiers ont significativement augmenté (volatilité implicite sur indice CAC 40 de 58,8 % le 30 septembre, contre 39,0 % à la fin du mois d'août).

Opérations du marché monétaire traitées sur la place de Paris
Sélection d'indicateurs

Activité sur le marché de la pension livrée

(volume en milliards d'euros et part en %)

	Septembre 2002		Moyenne année 2002	
	Volume	Part	Volume	Part
OAT	748,5	66,49	513,69	59,04
Pensions à taux fixe	105,9	9,41	100,43	11,89
Pensions à taux variable	642,6	57,08	413,27	47,16
BTAN	246,7	21,92	263,66	30,92
Pensions à taux fixe	45,2	4,02	49,37	5,9
Pensions à taux variable	201,5	17,9	214,29	25,02
BTF	130,5	11,59	86,77	10,03
Pensions à taux fixe	12,2	1,08	14,66	1,8
Pensions à taux variable	118,3	10,51	72,11	8,24
TOTAL	1125,7	100	864,13	100
Pensions à taux fixe	163,3	14,51	164,46	19,58
Pensions à taux variable	962,4	85,49	699,67	80,42

Taux des BTF et des BTAN

(variation en points de base)

Échéance	30 septembre	31 août	Variation
	2002	2002	
1 mois	3,23	3,26	- 3
3 mois	3,14	3,26	- 12
6 mois	3,04	3,26	- 22
12 mois	2,94	3,30	- 36
2 ans	3,27	3,71	- 44
5 ans	3,64	4,07	- 43

Émission de titres de créances négociables

(en milliards d'euros)

Titres de créances négociables	Émissions en août 2002		Encours à fin août 2002
	brutes	nettes	
Certificats de dépôt négociables	314,1	1,3	308,4
BMTN	243,2	2,5	181,2
Billets de trésorerie	0,5	- 0,5	54,2
	70,4	- 0,7	73,0

Taux de rendement à l'émission des billets de trésorerie

(en %)

	24 au	31 août	7 au 13	14 au 20	21 au 27
	30 août	au 6 sept.	sept.	sept.	sept.
Billets à 1 jour	3,39	3,39	3,40	3,41	3,45
Billets à 10 jours	3,50	3,43	3,44	3,41	3,40
Billets à 30 jours	3,44	3,45	3,43	3,43	3,43
Billets à 90 jours	3,48	3,44	3,41	3,41	3,40
Billets à 180 jours	3,53	3,70	3,44	3,44	3,38

Taux de rendement à l'émission des CDN

(en %)

	24 au	31 août	7 au 13	14 au 20	21 au 27
	30 août	au 6 sept.	sept.	sept.	sept.
Certificats à 1 jour	3,37	3,37	3,36	3,36	3,45
Certificats à 10 jours	3,28	3,33	3,20	3,24	3,25
Certificats à 30 jours	3,36	3,34	3,34	3,34	3,34
Certificats à 90 jours	3,45	3,42	3,39	3,38	3,34
Certificats à 180 jours	3,51	3,42	3,36	3,39	3,30

Spreads billets de trésorerie — Swaps au cours des trois derniers mois Moyenne mensuelle

Sur quatre populations : émetteurs notés

A1/P1/F1, A2/P2/F2, véhicules (a), non notés

(en points de base)

	A1/P1	A2/P2	Véhicules	Non notés
	/F1	/F2	(a)	
1 mois Juillet 2002	5	11	12	2
Août 2002	3	7	13	5
Sept. 2002	2	8	11	5
3 mois Juillet 2002	4	9	19	—
Août 2002	7	10	16	8
Sept. 2002	7	11	18	10

(a) Conduits chargés du refinancement, par billets de trésorerie, de structures de titrisation

Les spreads relevés au cours du mois de septembre entre les différentes populations d'émetteurs de billets de trésorerie sont restés relativement stables.

Les opérations de titrisation refinancées sur le marché français par des émissions de billets de trésorerie

Les opérations de titrisation faisant l'objet d'un refinancement par le biais d'émissions sur le marché des billets de trésorerie constituent un compartiment très actif du marché français de la titrisation. Ces programmes d'émissions de titres « courts » adossés à des actifs (TCAA) forment simultanément un segment significatif du marché des titres de créance négociables : de l'ordre de 18,5 milliards d'euros à la fin du premier semestre 2002, l'encours de titres émis dans le cadre de ces programmes représente désormais plus de 25 % de l'encours global des billets de trésorerie.

Le succès de ces montages s'explique principalement par leur souplesse grâce, notamment, à l'accès au marché des billets de trésorerie et à sa base étendue d'investisseurs. Au nombre de vingt, les véhicules émetteurs de TCAA actuellement présents sur le marché refinancent majoritairement des opérations de titrisation de créances commerciales dans le cadre de programmes « multi-cédants ».

Dans un contexte marqué par une augmentation sensible des spreads de crédit, les conditions de financement offertes par ces montages apparaissent particulièrement intéressantes, ce qui devrait favoriser la poursuite du développement de ces opérations.

Claude NEVEU
Direction générale des Opérations
Direction des Études de marché et des Relations avec la Place

La titrisation est la technique qui consiste à transformer différents types d'actifs en titres négociables sur un marché. En droit français, les actifs faisant l'objet d'une titrisation sont cédés à une structure *ad hoc*, le fonds commun de créances (FCC)¹, qui en finance l'achat par l'émission de parts ayant le statut de valeurs mobilières. En droit anglo-saxon, la structure *ad hoc* est un *special purpose vehicle* (SPV), qui émet généralement sur différents marchés, nationaux et internationaux, des titres de créance à moyen ou long terme (*asset backed securities*) ou à court terme (*asset backed commercial paper*).

En dépit de la libéralisation progressive de l'environnement réglementaire, le volume global des opérations de titrisation sur le marché français est resté jusqu'ici relativement limité. S'il se situe au premier rang sur le continent européen à l'aune des encours, le marché est à un stade de développement moins avancé que celui de ses homologues anglo-saxons des *asset-backed securities* (ABS). Cependant, il s'est enrichi, ces dernières années, d'opérations structurées privées (c'est-à-dire sans appel public à l'épargne), réalisées souvent hors du territoire national, sous forme de montages où intervient un véhicule de titrisation — un SPV ou un FCC — dont les parts émises en représentation des actifs titrisés sont acquises dans leur intégralité par un véhicule de refinancement — un SPV — qui est lui-même émetteur de billets de trésorerie². Des montages équivalents existent de longue date aux États-Unis, qui ont permis le développement, au sein du marché du papier commercial, d'un vaste compartiment de l'*« asset-backed commercial paper »* (ABCP).

¹ Le fonds commun de créances est une copropriété qui a pour objet exclusif d'acquérir des créances et d'émettre des parts représentatives de ces créances (article L. 214-43 du Code monétaire et financier). Les parts de FCC sont des valeurs mobilières (article L. 211-2 du Code monétaire et financier).

² Billets de trésorerie : titres de créances négociables émis par des entités n'ayant pas le statut d'établissement de crédit et dont la durée initiale est inférieure ou égale à un an (article 1^{er} alinéa 2 du décret 92-137 du 13 février 1992)

Un des facteurs du succès des émissions de titres « courts » adossés à des actifs titrisés a tenu à la configuration des taux d'intérêt au cours de ces dernières années, marquée par la persistance d'un différentiel de taux important entre financements à court terme et à long terme. L'interdiction en France de céder directement des créances commerciales à un fonds commun de créances a également contribué, dans un premier temps, à l'essor de ces montages. Pour autant, la levée de cette interdiction en 1998 n'a pas ralenti le développement de cette technique de refinancement. L'efficacité et la souplesse que procure ce type de montage, grâce notamment à l'accès au marché des billets de trésorerie et à sa base étendue d'investisseurs, en expliquent très largement le succès.

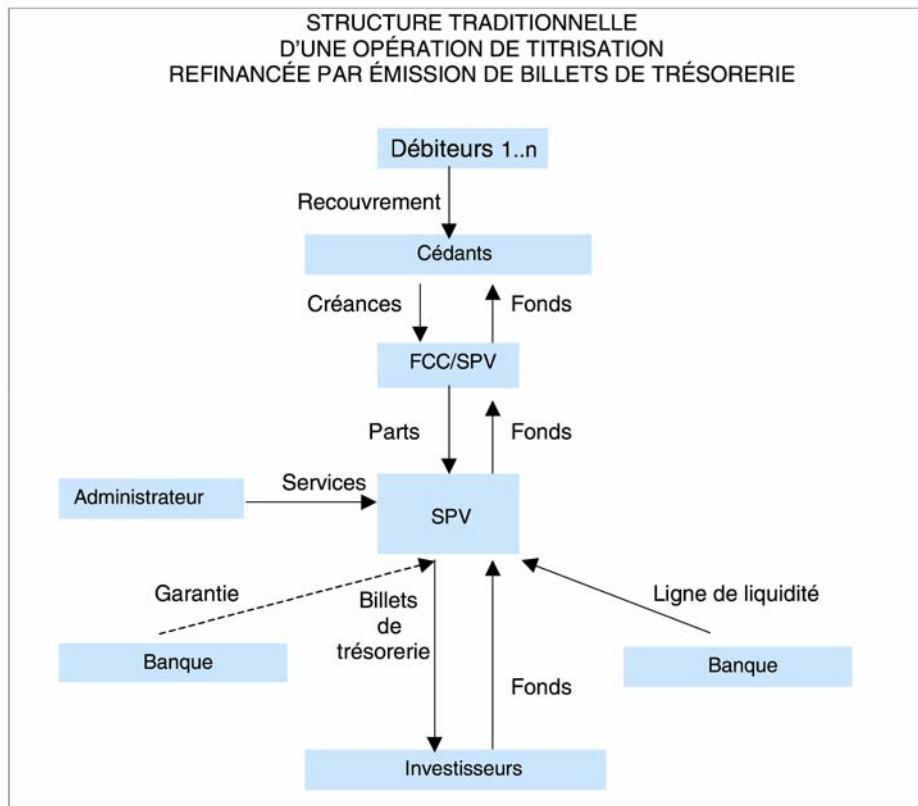
1. Nature des montages, avantages et risques

1.1. Les caractéristiques des opérations

Parmi les opérations de titrisation, les programmes d'émissions de titres courts adossés à des actifs (TCAA) — version française des ABCP — se caractérisent par l'émission de billets de trésorerie par une entité *ad hoc* (*special purpose vehicle*) pour refinancer des actifs titrisés de natures diverses (créances commerciales, créances bancaires, voire des titres obligataires). Certains montages recouvrent des programmes d'émissions complémentaires d'*« euro-commercial paper »* ou de papier commercial américain (USCP).

Dans ces montages, les actifs sont cédés directement à un SPV, sinon à un FCC (non ouvert au public) dont les parts sont, à leur tour, acquises par un SPV émetteur de billets de trésorerie. En général, la gestion et le recouvrement des créances sont assurés par le cédant lui-même.

Dans la majorité des cas, les montages font intervenir des entités non résidentes, qu'il s'agisse du véhicule de titrisation ou du véhicule de refinancement. Dans les cas où le véhicule cessionnaire des actifs est un FCC, l'opération de titrisation est effectuée sous l'empire des dispositions de la loi française sur les fonds communs de créances et bénéficie alors de la simplicité et de la sécurité attachées à ce régime juridique³.



Parmi les véhicules de titrisation coexistent ceux destinés à l'acquisition d'actifs provenant d'un seul cédant et des véhicules « multi-cédants » (appelés aussi « conduits »). Dans ce cas, plusieurs cédants utilisent une

³ Voir articles L 214.43 et suivants du *Code monétaire et financier* (Livre II, chapitre 3, section 2 : « Les fonds communs de créances »)

même structure appelée à acquérir un grand nombre d'actifs ; ce faisant, des économies d'échelle sont réalisées et des entreprises de taille moyenne peuvent ainsi accéder à ce mode de titrisation.

Deux modes de fonctionnement peuvent se présenter. Les émissions de billets de trésorerie peuvent être adossées à l'ensemble des actifs titrisés selon une logique de mutualisation. À l'inverse, le programme peut prévoir une ségrégation entre les différents actifs titrisés, chacun étant refinancé de manière indépendante par des lignes spécifiques de billets de trésorerie (véhicule compartimenté).

Les agences de notation jouent un rôle important dans la conception de ces montages. Pour que les programmes d'émissions de billets de trésorerie obtiennent la meilleure notation grâce à une minimisation du risque de crédit (lequel est le risque sur les débiteurs cédés), les montages prévoient la sélection rigoureuse des créances pour constituer des portefeuilles diversifiés, sinon concentrés sur des signatures de grande qualité. Des mécanismes de rehaussement de crédit sont également mis en place. En général, la technique utilisée est le surdimensionnement, le montant des créances acquises étant supérieur au montant de l'émission de titres. Une lettre de crédit ou l'émission de parts spécifiques supportant le risque de défaiture des débiteurs des créances vient éventuellement compléter ce dispositif. Par ailleurs, peuvent être définis des seuils de performance du portefeuille d'actifs sous-jacents (*triggers*) qui sont susceptibles de déclencher l'amortissement anticipé du programme d'émission en cas de détérioration du rendement de ce portefeuille.

Les agences de notation exigent aussi que le véhicule de refinancement émetteur de titres sur le marché soit toujours constitué et géré de façon à ce que sa capacité de remboursement soit à l'abri de toute répercussion d'un défaut éventuel du cédant (*bankruptcy remoteness*). C'est notamment pour cette raison que les montages font souvent appel à un SPV localisé à Jersey, qui permet de recourir à un *trustee* chargé d'administrer les actifs titrisés et de mettre en place une structure émettrice de billets de trésorerie dénuée de tout lien capitalistique avec le cédant primaire (condition nécessaire quoique non suffisante pour la déconsolidation de cette structure du bilan de ce dernier).

Outre la protection contre le risque de crédit, les montages présentent généralement une couverture de liquidité, permettant de faire face au risque de trésorerie lié aux décalages entre les encaissements sur les créances et les échéances de remboursement des titres ou à l'impossibilité momentanée d'émettre des billets de trésorerie du fait de l'évolution des conditions de marché. En général, ces lignes sont d'un montant au moins égal à la valeur de remboursement des titres. De façon moins fréquente, cette couverture passe, non par une ligne traditionnelle de liquidité, mais par un engagement de la banque arrangeuse d'achat et de revente de parts de SPV ou de FCC composant l'actif du véhicule émetteur. Afin de satisfaire aux exigences des agences de notation, les établissements accordant ces protections doivent avoir une notation au moins égale à celle du programme.

Le coût d'accès à la liquidité conduit les acteurs à rechercher des techniques alternatives. Ainsi, les exigences des agences de notation sont susceptibles d'être assouplies en fonction de la liquidité intrinsèque du portefeuille d'actifs, que les émetteurs peuvent chercher à maximiser moyennant une étude fine du taux de rotation des actifs du portefeuille titrisé. D'autres voies sont aussi explorées par les concepteurs des montages, telles que la recherche d'engagement de liquidité auprès d'entreprises ayant un *rating* élevé, ou bien l'utilisation des *medium term notes* (MTN), qui, par définition, ne requièrent pas de couverture en liquidité et permettent un allongement de la durée des financements.

Si ces techniques permettent de réduire les risques, elles ne les font pas disparaître totalement. Ainsi, au-delà du jeu des mécanismes de rehaussement de crédit, qui ont pour but de couvrir les premiers risques de défaut, il subsiste un risque résiduel sur les actifs sous-jacents. Or, la qualité de crédit de ces derniers n'est pas toujours aisée à apprécier sur la base des informations susceptibles d'être diffusées sur la structure du portefeuille d'actifs titrisés (répartition géographique, sectorielle, par nature d'actif et comportement historique). En outre, subsiste un risque sur les établissements accordant les différentes protections.

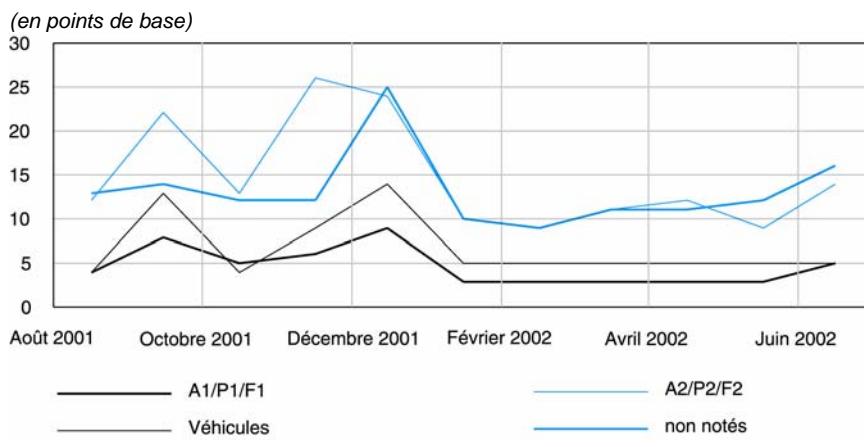
1.2. Les raisons du développement des véhicules de titrisation émetteurs des billets de trésorerie

La titrisation permet de transformer des actifs peu liquides (créances commerciales, prêts hypothécaires...) en titres négociables sur un marché, soit sous forme de valeurs mobilières (parts de FCC), soit sous forme de titres courts (billets de trésorerie). Depuis plusieurs années, un certain nombre de montages de titrisation ont emprunté la deuxième voie. En effet, le marché français des TCAA offre, d'une part, aux entreprises bien

notées un accès à une base élargie d'investisseurs compte tenu du degré de profondeur et de liquidité du marché des billets de trésorerie, d'autre part un accès au billet de trésorerie à un coût raisonnable pour les autres signatures moins bien notées.

Les investisseurs, notamment les sociétés de gestion d'OPCVM ou de portefeuille, recherchent ces titres de grande qualité (notés généralement A1/P1/F1 par les trois grandes agences de notation internationales) qui leur offrent un moyen de diversifier leurs portefeuilles et leur procurent généralement, à notation égale, un gain en termes de rémunération, le supplément de rendement obtenu sur ce type de papier étant justifié notamment par la complexité ou le caractère plus ou moins « exotique » des montages.

Spreads billets de trésorerie/swaps (échéance 1 mois)



Les établissements de crédit, lorsqu'ils interviennent en tant que cédants, tirent de ces montages divers avantages. Ils leur permettent d'abord d'alléger leurs bilans et de réduire leurs besoins en fonds propres. Compte tenu des exigences des autorités prudentielles mais aussi des marchés et des agences de notation, un certain nombre d'établissements ont utilisé cette technique pour se défaire d'actifs coûteux en fonds propres.

C'est aussi, bien évidemment, pour les établissements de crédit un moyen de tirer parti, à l'occasion de leurs opérations de cession d'actifs en portefeuille, de la hiérarchie habituelle des rendements entre les segments à court terme et à long terme de la courbe des taux.

Enfin, ces montages permettent aux banques de fidéliser leur clientèle de grandes entreprises, en leur proposant une gestion optimisée de leur portefeuille de créances commerciales assorties de conditions de refinancement attractives.

Les entreprises trouvent donc également un intérêt à ces techniques. En effet, ces montages structurés permettent, non seulement d'améliorer leur structure financière par un allégement de la dette inscrite à leur bilan, mais aussi de diversifier leurs sources de financement, souvent à un coût inférieur aux financements traditionnels (escompte Daily des créances commerciales par exemple). Cet avantage s'est renforcé ces dernières années en raison de la forte augmentation des *spreads* de crédit sur les émissions obligataires des grands groupes industriels, alors que le coût des émissions de billets de trésorerie des véhicules *ad hoc* est resté modéré compte tenu des qualités intrinsèques de ces titres adossés à des actifs.

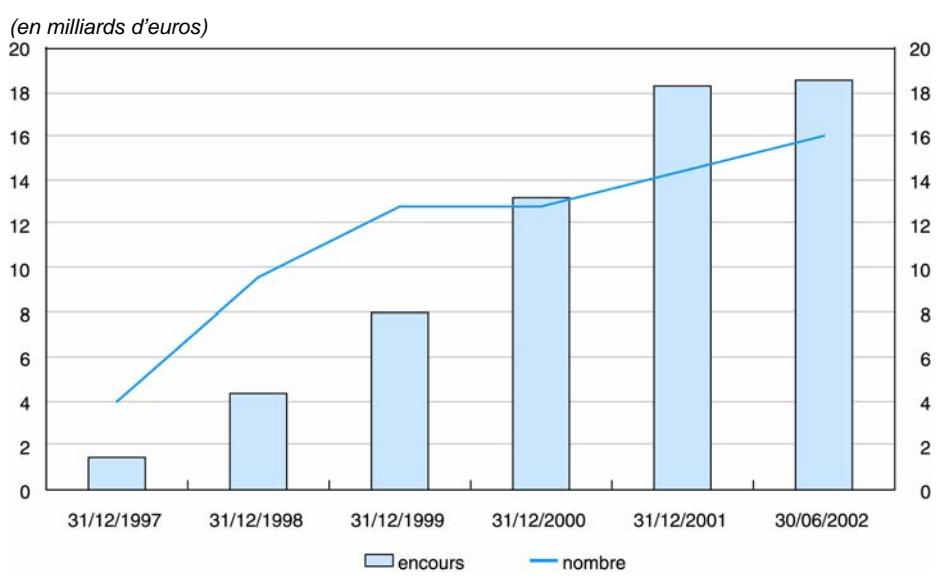
Enfin, la mobilisation de ressources à court terme par l'émission de TCAA offre par construction une certaine souplesse par rapport à un financement à long terme. En effet, contrairement aux émissions à moyen et long termes, les émissions de titres courts peuvent être modulées au fil du temps de sorte que l'encours des TCAA émis peut être aisément ajusté en fonction de l'évolution de l'encours sous-jacent des actifs titrisés.

De ce point de vue, cette technique peut, en particulier, être conçue comme un substitut temporaire à la titrisation à moyen terme, les véhicules servant à l'entreposage (*wharehousing*) d'actifs dans l'attente d'une taille critique suffisante pour autoriser un financement à plus long terme *via* l'émission de parts de SPV ou de FCC.

2. L'essor des opérations de titrisation refinancées par des émissions de billets de trésorerie

2.1. Une croissance du nombre de véhicules de refinancement qui a tendance à se ralentir, mais des encours en forte progression

Évolution des encours et du nombre de véhicules

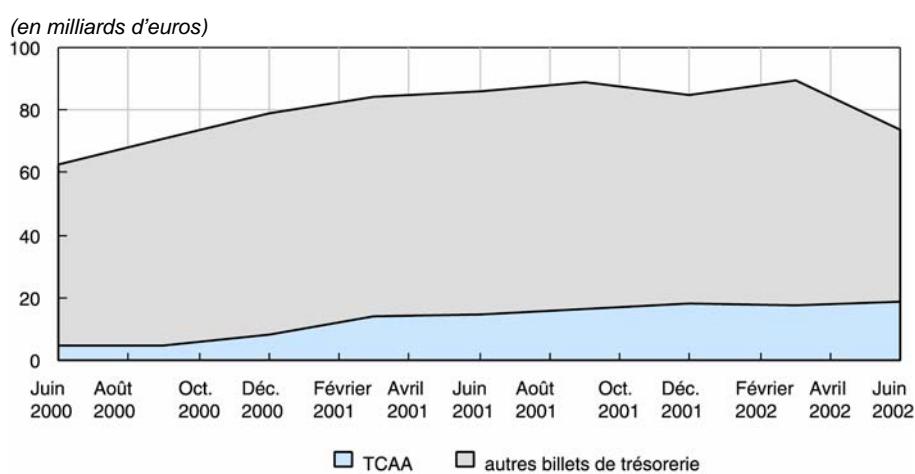


Source : Banque de France – Direction des Opérations de marché

Le volume des émissions de billets de trésorerie réalisées par les véhicules de refinancement d'opérations de titrisation s'est fortement accru au cours des trois dernières années. L'encours global de billets de trésorerie émis par ces entités a ainsi progressé de 35 % entre la fin de l'année 2000, où il s'élevait à 12,8 milliards d'euros, et la clôture de l'exercice 2001, date à laquelle son montant a atteint 18,2 milliards d'euros, soit 22 % de l'encours total du marché des billets de trésorerie français (82,6 milliards).

À la fin du premier semestre 2002, l'encours des billets de trésorerie émis par ces véhicules est resté quasiment stable, alors que l'encours total des billets de trésorerie enregistrait une diminution sensible (à 73,3 milliards d'euros, soit -11,2 % par rapport à fin 2001). Ainsi, leur part relative est-elle passée à 25 %.

Encours global de billets de trésorerie et de TCAA



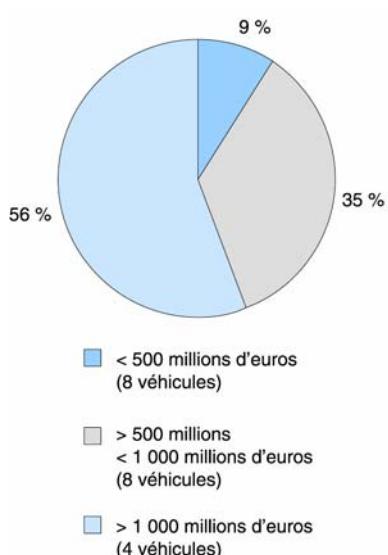
Source : Banque de France – Direction des Opérations de marché

Si l'on constate une intensification de l'activité sur ce segment de marché, le nombre d'émetteurs correspondants a, en revanche, assez peu varié. Entre août 1995, date à laquelle le premier programme d'émission a été lancé, et fin 1999, seize véhicules se sont introduits sur le marché, dont onze entre 1998 et

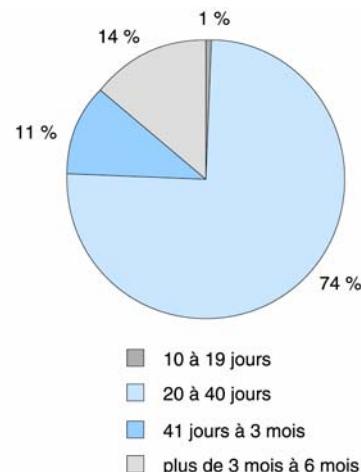
1999. Depuis lors, quatre « conduits » (Altitude Funding, Prometix, Elixir et Direct Funding) ont été créés, portant l'effectif total à vingt véhicules à la fin du premier semestre 2002.

Les encours émis sont concentrés sur un nombre limité d'entités, ceux émis par les quatre émetteurs les plus importants (ayant un encours supérieur à 1 milliard d'euros) représentent plus de la moitié de l'encours total des billets de trésorerie émis par les véhicules de titrisation. La durée à l'émission, pour les trois quarts des titres émis, est de l'ordre de un mois.

Répartition de l'encours
(au 30 juin 2002)



Répartition par durée à l'émission
(au 30 juin 2002)



Source : Banque de France – Direction des Opérations de marché

Bien qu'en forte croissance sur les dernières années, le marché français des TCCA demeure de taille modeste par rapport à ses homologues anglo-saxons. Selon une étude de Standard and Poor's⁴, l'encours du marché européen de l'ABCP (résultant des émissions en USCP, ECP et billets de trésorerie des véhicules européens) aurait atteint 127 milliards de dollars à fin mars 2002. La part de l'USCP serait de loin la plus importante (73 %), celle de l'ECP atteindrait 16 % et celle du billet de trésorerie 11 %.

À titre de comparaison, aux États-Unis, l'encours des ABCP représentait 714 milliards de dollars (émis par plus de 300 « conduits »), soit plus de la moitié de l'encours total des *commercial paper* (1 327 milliards de dollars à fin juin 2002).

2.2. Les véhicules émetteurs et leurs caractéristiques

Sur les vingt véhicules de refinancement d'opérations de titrisation actuellement présents sur le marché des billets de trésorerie français (cf. tableau annexé), la moitié a pour vocation quasi exclusive le refinancement de créances commerciales titrisées. À noter que le principal d'entre eux, Antalis, représente à lui seul le quart du gisement des TCAA. Les programmes de titrisation en cause sont généralement multi-cédants et les montages prévoient des rechargements successifs des portefeuilles de créances sous-jacents.

Parmi les autres véhicules spécialisés, figurent à la fois des entités de taille assez réduite — adossées à des véhicules de titrisation généralement « mono-cédants » — dédiées au refinancement de prêts bancaires titrisés (trois « conduits » de ce type), de titres obligataires (Connectix et SIRP) ou de titres de moyen et long termes issus de titrisations de droit étranger (Altitude), ou bien des structures de refinancement de programmes de titrisation compartimentés en fonction de la nature des actifs sous-jacents (séries Indigo). Par ailleurs, en dehors de cette catégorie, il existe certains véhicules qui ne sont pas spécialisés dans le refinancement d'une catégorie précise d'actif (Amedis) et dont les portefeuilles d'actifs titrisés ont une composition variable.

⁴ Cf. Étude Standard and Poor's du 17 avril 2002 « Solid first Quarter showing for European ABCP market expected to continue in 2002 »

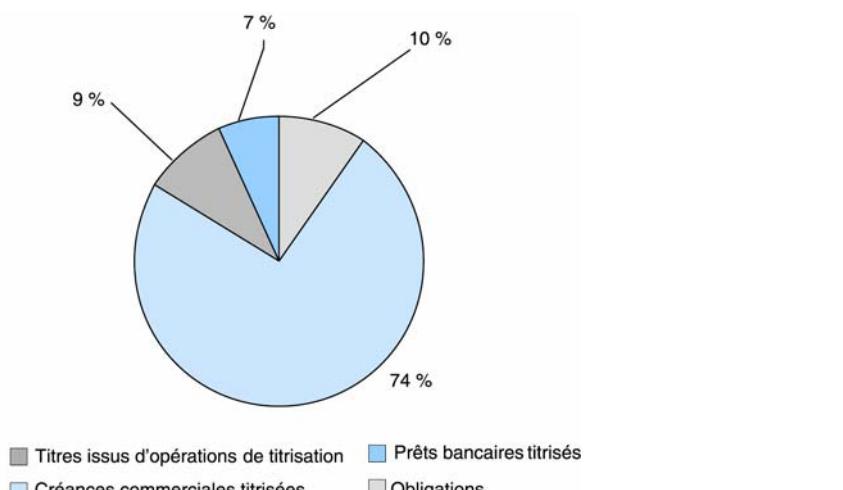
Enfin, parmi les montages les plus récents, mérite d'être relevé celui de Direct Funding, qui recouvre des opérations de titrisation « synthétique » à l'appui de contrats de dérivés de crédit. Dans le cadre de ce montage structuré, le véhicule émetteur de billets de trésorerie est vendeur auprès de l'établissement promoteur de protection contre le risque de crédit sur différents actifs portés par ce dernier. Dans le même temps, le produit des émissions de billets de trésorerie est placé pour partie dans un compte de gage espèces destiné à garantir les engagements du véhicule vis-à-vis de l'établissement acheteur de protection (ce *cash collateral* est par ailleurs susceptible d'être utilisé pour faciliter les ajustements à très court terme de la trésorerie du véhicule).

2.3. Les souscripteurs initiaux

La ventilation au 30 juin 2002 de l'encours de billets de trésorerie émis par les véhicules selon le critère de souscription initiale fait apparaître que les émissions sont quasi exclusivement placées auprès d'établissements de crédit. Cependant, les établissements de crédit qui s'engagent à la prise initiale de ces titres ne les conservent généralement pas en portefeuille, et les redistribuent ensuite aux investisseurs et/ou aux organismes de placement collectif de leur groupe, qui les logent, sans limite réglementaire, dans leur portefeuille⁵. Les non-résidents, quant à eux, représentent une très faible part des souscripteurs initiaux (2,4 %).

2.4. Les actifs refinancés

Actifs refinancés par émissions de billets de trésorerie
(au 30 juin 2002)



Source : Banque de France – Direction des Opérations de marché

L'examen de la nature des actifs titrisés refinancés par des émissions de billets de trésorerie fait apparaître une nette prédominance des créances commerciales, celles-ci représentant près des trois quarts du montant total des actifs titrisés. Les créances commerciales présentent en effet l'avantage d'une durée de vie moyenne assez courte, ce qui facilite l'adossement des émissions des lignes émises aux actifs du véhicule émetteur.

Les prêts bancaires titrisés représentent, en revanche, une faible part des actifs refinancés par des émissions de billets de trésorerie (7 % des encours).

Les opérations de refinancement d'actifs de type obligataire (10 % des encours) sont le plus souvent le fait de SPV, dont c'est la vocation unique, à l'inverse des opérations sur créances commerciales titrisées qui font fréquemment l'objet de rechargements récurrents dans le cadre de programmes multi-cédants.

Enfin, les opérations adossées à des actifs plus spécifiques tels que les titres hypothécaires (*mortgage backed securities*), des actifs titrisés d'origine étrangère (*asset backed securities*) et des CDO (*collateralised debt obligations*) sont le fait de « conduits » poursuivant des objectifs de gestion plus diversifiés, allant du simple

⁵ Conformément aux dispositions réglementaires actuelles visant les placements des OPCVM. Les billets de trésorerie sont, en effet, assimilés à des valeurs mobilières et donc susceptibles d'entrer sans limitation dans le portefeuille de placement.

refinancement des titres en portefeuille au montage de diverses structures d'arbitrage. Cette classe d'actifs représente 9 % de l'encours refinancé par émission de billets de trésorerie.

La maturité du marché de la titrisation a récemment permis l'extension des montages à un nouveau type d'actifs, les créances futures, dont la titrisation est autorisée depuis l'entrée en vigueur du décret n° 98-1015 du 6 novembre 1998. La titrisation des créances futures soulève toutefois encore un certain nombre d'incertitudes juridiques et fiscales (par exemple, s'agissant de la protection contre le risque de faillite du cédant, ou bien l'éventualité d'une imposition immédiate du produit de la cession) qui freinent son développement.

Après une phase de croissance soutenue, le marché français des titres courts adossés à des actifs titrisés semble être parvenu à maturité, son principal moteur de développement étant constitué par la titrisation de créances commerciales *via* des programmes « multi-cédants » qui permettent d'utiliser des signatures éprouvées tout en autorisant le traitement groupé des différentes opérations d'un montant unitaire modeste.

Compte tenu des évolutions récemment observées sur le marché du crédit — dégradation sensible du niveau moyen des notations, élargissement prononcé des *spreads* de crédit, renchérissement des lignes de crédit bancaires —, les conditions de financement offertes par ce marché se révèlent désormais particulièrement attractives pour les émetteurs, ce qui devrait favoriser la poursuite du développement des opérations.

En outre, grâce à l'environnement de la monnaie unique, le marché dispose d'un potentiel de développement avéré avec les titrisations à l'échelle paneuropéenne, qui offrent la possibilité d'augmenter sensiblement la taille des opérations et, ce faisant, de réaliser de substantielles économies d'échelle sur les montages.

Opérations de titrisation refinancées par émissions de billets de trésorerie
(au 30 juin 2002)

Programme	Date de lancement	Montant du programme (en millions d'euros)	Encours (en millions d'euros)	Promoteurs	Nature des créances sous-jacentes	Localisation du véhicule émetteur	Notation
SIRP	08/95	458	457	Crédit foncier de France	TSDI émis par une filiale du CFF	Jersey	P-1(M) A-1+(S)
ANTALIS	03/96	5 397	4 243	Société générale	Créances commerciales	Paris	P-1(M) A-1+(S)
THESEE	04/96	1 478	1 394	BNP Paribas	Créances commerciales	Jersey	P-1(M) A-1(S) F1(F)
CRYOMIX N° 1	08/96	823	31	Crédit foncier Bayerische LB GTI	Créances sur des collectivités territoriales	Jersey	P-1(M) A-1+(S)
EPW FINANCE	11/96	250	223	Bayerische LB	Créances commerciales	Jersey	A-1+(S)
CERTAIN FUNDING	02/98	2 286	35	Société générale	Titres issus eux-mêmes d'opérations de titrisation, obligations	Jersey	P-1(M) A-1+(S) F1+(F)
LMA	04/98	2 248	1 475	Crédit Lyonnais	Créances commerciales, prêts bancaires, obligations, loyers	Paris	P-1(M) A-1(S)
HEXAGON FINANCE	08/98	3 000	978	CA Indosuez	Créances commerciales, prêts bancaires, obligations	Jersey	A-1+(S)
INDIGO FUNDING	10/98	3 372	3 228	Bayerische LB	1 ^{ère} série Indigo n° 1 : obligations subordonnées perpétuelles d'Axa UAP 2 ^e série : Cogevolt (créances EDF) 3 ^e série Crystal (clôturée au 03/12/01) 4 ^e série Titriwatt : créances futures d'EDF 5 ^e série Azzuro (loyers)	Jersey	S1:A-1(S) S2:A-1 S4:A-1+ S5 :A-1
CONNECTIX	11/98	915	915	HSBC CCF Bayerische LB	Obligations émises par Framatom Connectors International	Paris	P-1(M) A-1(S)
ELIOPEE	12/98	1 382	902	BNP Paribas	Créances commerciales	Jersey	P-1(M)
GENERAL FUNDING	12/98	805	618	Bayerische LB TFI	Créances commerciales, prêts bancaires, obligations	Jersey	P-1(M) A-1(S)
LA DEFENSE 2	04/99	44	43	Deutsche Bank Crédit Suisse First Boston	Créance résultant d'un prêt de Crédit Suisse First Boston à trois sociétés civiles immobilières	Londres	P-1(M)
AMEDIS COMMERCIAL FINANCE	07/99	1 000	838	Bred-Banque populaire	ABS, prêts bancaires	Jersey	F1+(F)
PHEBUS	11/99	609	573	HSBC CCF TFI	Créances commerciales	Paris	F1(F) A-1(S)
ARMORIS FINANCE SA	12/99	750	750	HSBC CCF Bayerische LB	Prêt bancaire	Paris	P-1(M) A-1(S)
PROMETIX	08/01	420	354	CIC TFI	Créances commerciales	Jersey	A-1(S) F1(F)
ALTITUDE	07/01	5 000	365	CDC IXIS	Créances hypothécaires, prêts bancaires, CDO, encours de cartes de crédit	Jersey	P-1(M) A-1+(S)
ELIXIR FUNDING	04/02	750	208	Natexis Banques populaires	Créances commerciales	Jersey	P1(M) F1(F)
DIRECT FUNDING	06/02	5 000	891	CDC IXIS Capital Markets	(ABS) NB : opération de titrisation synthétique (vente de protection contre le risque de crédit sur un portefeuille de créances commerciales)	Paris	A-1+(S) P-1 (M)
TOTAL			18 521				

Les entreprises industrielles françaises et espagnoles

Étude comparative à partir des données comptables

Structure financière, performances et investissement des entreprises au cours de la période 1991-1999 (I)

L'analyse des entreprises industrielles françaises et espagnoles a été menée dans le cadre d'un projet d'étude commun auquel ont participé des économistes de la Banque de France et de la Banque d'Espagne¹. La présentation de l'environnement macroéconomique des deux économies au cours de la décennie écoulée a permis de mettre en lumière l'évolution de quelques indicateurs, de montrer le processus de tertiarisation graduel à l'œuvre dans les deux pays et de dresser le cadre dans lequel les entreprises industrielles situées des deux côtés des Pyrénées ont exercé leur activité.

Par ailleurs, la tendance observée depuis plusieurs années en France et, de façon plus récente en Espagne, d'un développement des investissements à l'étranger afin de faire face au défi de la mondialisation a été soulignée.

De son côté, l'investissement physique a évolué de façon parallèle au cours de la décennie et a suivi une trajectoire divergente en fin de période, où il a continué à progresser en Espagne, alors qu'il s'est légèrement tassé en France.

L'étude porte sur les comptes annuels des entreprises industrielles adhérentes des Centrales de bilans des deux banques centrales nationales. Cette analyse de la structure financière des entreprises et de leurs résultats a montré la convergence progressive des industries dans les deux pays. Cette convergence se reflète dans les structures de passif où une réduction des dettes financières, notamment de l'endettement bancaire, a été observée. Elle se révèle également dans la formation des résultats et s'explique par un rapprochement de plus en plus manifeste entre les contextes institutionnels des deux pays, favorisé par l'adhésion de la péninsule ibérique à l'Union européenne ainsi que la préparation des deux nations à leur participation à la zone euro.

L'examen des comptes des entreprises des deux pays a également fait ressortir la part plus importante des immobilisations corporelles dans le bilan des firmes espagnoles par rapport à leurs homologues françaises. Par ailleurs, le développement plus avancé de l'organisation des entreprises françaises en groupes de sociétés s'est notamment traduit par le poids croissant des immobilisations financières inscrites au bilan des firmes françaises, particulièrement les plus grandes d'entre elles au cours de la période 1991-1999. L'Espagne a amorcé ce mouvement au cours de la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix, mais à un degré moindre.

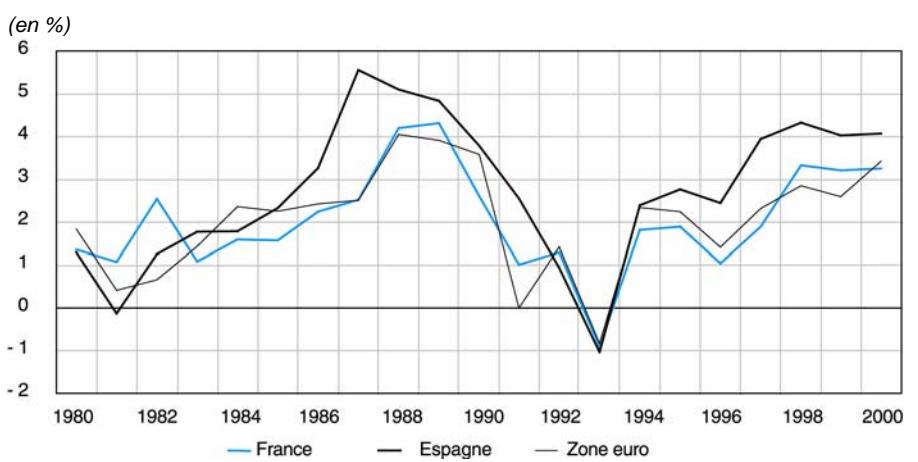
Annie SAUVÉ
André TIOMO
Alain TOURNIER
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

¹ Cet article est une synthèse de la partie descriptive de l'étude publiée sous le titre « French and Spanish industrial corporations over the period 1991-1999 : "A comparative study based on their financial statements. Financial structure, performance and investment" réalisée par C. Artola, A. Esteban, I. Hernando, M. Ortega, A. Sauvé, T. Sastre, A. Tiomo et A. Tournier. Les versions française et anglaise sont disponibles sur les sites Internet de la Banque de France et de la Banque d'Espagne.
Par ailleurs, la partie économétrique de l'étude fait l'objet d'un article dans ce même Bulletin, publié sous le titre « *Investissement et contraintes de financement des entreprises en France et en Espagne : une étude économétrique sur données d'entreprises manufacturières* ».

1. Convergence progressive entre la France et l'Espagne : l'environnement macroéconomique

Au cours des quarante dernières années, de grands changements sont intervenus au sein des deux économies, mais les bouleversements ont été plus marqués en Espagne, qui s'est engagée dans un processus de rattrapage tout au long de la période. De 1986, date de son entrée dans l'Union européenne, jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, la péninsule ibérique a fortement bénéficié des évolutions favorables du commerce et du redressement économique en Europe. L'économie espagnole a enregistré une amélioration sensible de sa croissance, qui est demeurée supérieure à celle de la plupart des pays européens. Si l'ampleur de la récession de 1993 a été plus marquée en Espagne, la reprise économique de 1994 y a été plus sensible que dans les autres pays européens.

Taux de variation du produit intérieur brut



Source : OCDE base ADB

La tendance principale au sein des deux pays a été caractérisée par une orientation vers le secteur des services. Ce phénomène n'a pas pour autant réduit l'importance des activités industrielles en raison de l'interpénétration croissante de ces deux types d'activité. Les activités industrielles ont été plus affectées par le processus d'ouverture des économies nationales vers l'extérieur. Elles ont donc été en première ligne pour affronter les défis que la concurrence et la globalisation des marchés posent aux entreprises en termes de coûts, marges, prix, compétitivité et capacité à créer des emplois.

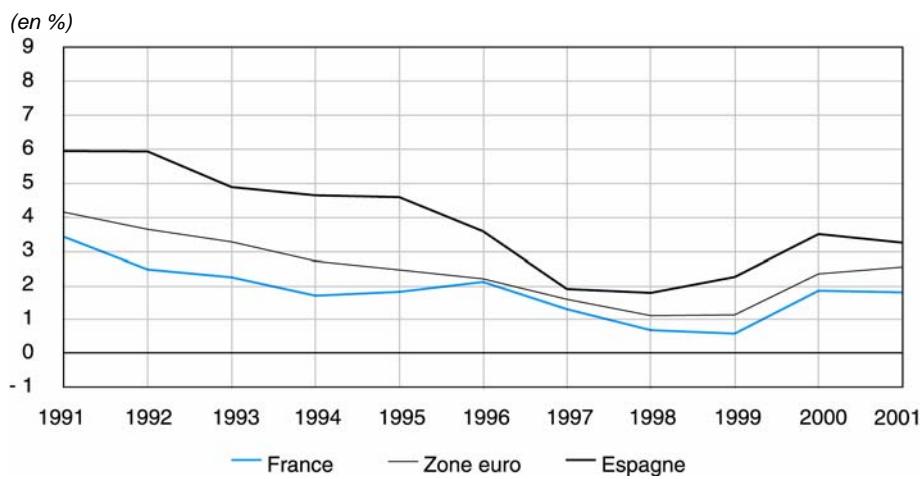
En ce qui concerne les échanges bilatéraux, la France est le premier partenaire de l'Espagne. Au cours de la période analysée, 13 % des exportations des biens espagnols ont été régulièrement effectuées à destination de la France et les importations de biens français ont progressé entre 1991 et 1999 pour atteindre 15,1 % du total des importations espagnoles. Le commerce de la France avec l'Espagne a pratiquement doublé au cours de la période sous revue ; les exportations françaises à destination de l'Espagne ont progressé de 3,9 % en 1991 à 7 % en 1999 et les importations de 3,2 % à 6,3 % au cours de la même période. Le solde des échanges bilatéraux est demeuré constamment positif pour la France et négatif pour l'Espagne sur toutes les années. Néanmoins, entre 1994 et 1996, le déficit espagnol s'est fortement réduit en raison des dévaluations successives de la peseta².

L'analyse de l'épargne et de l'investissement révèle quelques différences majeures entre les deux pays européens. En premier lieu, dans un contexte de rattrapage de l'économie espagnole à l'égard de ses principaux partenaires européens, la formation brute de capital fixe en pourcentage du PIB a été généralement plus élevée en Espagne qu'en France ; l'écart a été particulièrement significatif à partir de 1996, période au cours de laquelle l'investissement des sociétés a représenté 14,3 % du PIB en Espagne, contre 11,4 % en France. En second lieu, les firmes espagnoles ont sensiblement augmenté leur épargne à partir de 1994, afin de réduire leur dépendance vis-à-vis du système bancaire en recourant davantage à l'autofinancement, les firmes françaises maintenant leur épargne à un niveau stable.

² De 1991 à 1995, la peseta a perdu 26 % de sa valeur contre le franc.

Au début des années quatre-vingt-dix, le taux d'inflation en Espagne était d'environ 6 %, soit deux points au-dessus de la moyenne de la zone euro. Cet écart s'est rapidement réduit jusqu'en 1997, où il a atteint son minimum (0,3 point) par rapport à la zone euro, traduisant l'accélération du processus de convergence nominale recommandé par le traité de Maastricht. Sur l'ensemble de la période sous revue, le taux d'inflation en France s'est situé en dessous de celui de la zone euro.

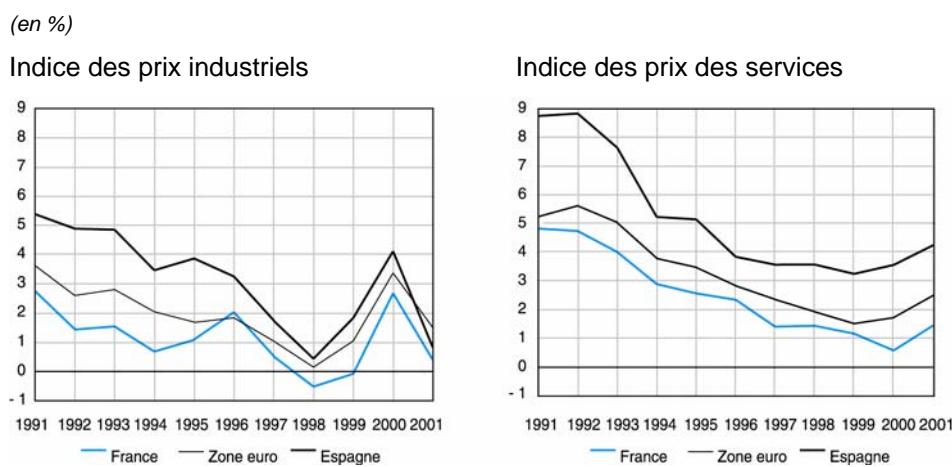
Indice général des prix



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

Le processus de convergence n'a pu gommer complètement certains des aspects spécifiques à chacun des deux pays. Ainsi, la réduction sensible de l'écart de taux d'inflation entre les deux pays coexiste avec le phénomène d'inflation duale³ particulièrement important en Espagne.

Inflation



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

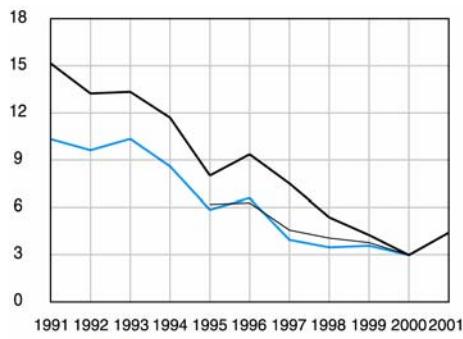
La décennie quatre-vingt-dix a été caractérisée par un assouplissement progressif des conditions monétaires et financières dans les économies française et espagnole. Au cours de cette période, les taux d'intérêt à court terme ont connu plusieurs réductions significatives, qui ont atteint 12 points en Espagne, alors qu'elles étaient plus modérées en France, où l'on partait d'un niveau plus bas (réduction de 7 points). Les taux d'intérêt à long terme ont suivi un mouvement similaire de diminution, en partie sous l'influence des mesures de politique monétaire. La réduction des déficits budgétaires et le ralentissement progressif de la hausse des prix ont contribué à la diminution des taux d'intérêt nominaux, ceux-ci s'établissant à des niveaux historiquement bas. En définitive, la perspective de création d'une union monétaire a été un facteur déterminant dans la promotion du processus de convergence dans les deux pays.

³ L'inflation duale, observée dans les deux pays, est due au fait que le taux d'inflation dans le secteur des services est plus élevé que dans l'industrie, où les entreprises sont davantage exposées à la concurrence étrangère.

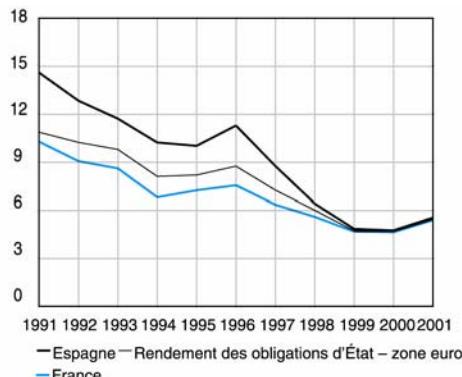
Conditions monétaires et financières

(en %)

Taux d'intérêt à court terme



Taux d'intérêt à long terme

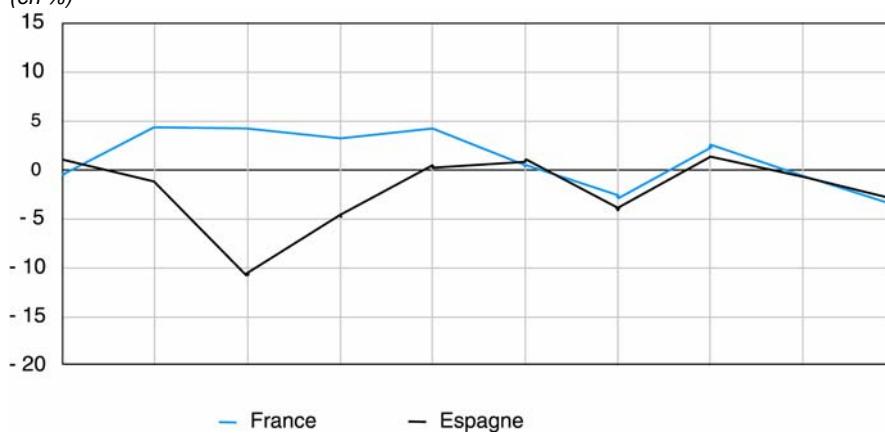


Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

Le taux de change a subi des fluctuations particulièrement accentuées lors de la crise du mécanisme de change européen en 1992-1993, qui a eu de fortes répercussions sur la peseta et a provoqué un élargissement des marges de fluctuation. Toutefois, depuis 1995, il n'existe plus de différence significative entre les taux de change effectifs de l'Espagne et de la France, de sorte que les avantages concurrentiels trouvent leur origine dans les coûts de production plutôt que dans l'évolution du taux de change.

Taux de change effectif nominal⁴

(en %)



Sources et réalisation : OCDE, Banque d'Espagne

En Espagne, après une période de faible croissance durant la première moitié de la décennie, l'augmentation rapide du crédit au cours des années les plus récentes provient d'une accélération de l'octroi de prêts bancaires aux particuliers et aux entreprises non financières. En France, les crédits des institutions financières résidentes au secteur privé ont connu une évolution différente, le volume des prêts octroyés ayant diminué à partir de 1993. Cependant, à la fin de la décennie, le taux de progression des crédits s'est progressivement redressé pour s'établir à 10 % en 2000. En ligne avec les évolutions observées dans les deux pays, le ratio espagnol des encours de crédit rapportés au PIB a progressé de 20 points, pour se fixer au-dessus du ratio français à la fin de la décennie, alors qu'il lui était inférieur au début des années quatre-vingt-dix. En revanche, ce ratio a baissé de près de 15 points jusqu'en 1999 en France, avant de se redresser légèrement en 2000.

La composition et le volume des investissements financiers se sont fortement modifiés en raison de l'augmentation notable d'acquisitions de sociétés étrangères et du développement des fusions, acquisitions et des participations croisées. En 1995, l'acquisition d'actions et d'autres titres représentait, dans les deux pays,

⁴ Le taux de change effectif nominal d'une monnaie se mesure généralement par l'évolution moyenne pondérée des cours de change bilatéraux de cette monnaie vis-à-vis de chacune des monnaies du groupe de pays avec lesquelles une comparaison est effectuée, les pondérations étant basées sur l'importance des exportations de ces pays, tant entre eux que sur les marchés tiers.

plus de 10 % du PIB en 2000, contre seulement 1 % en 1995. Dans le cas de l'Espagne, les investissements en Amérique latine ont joué un rôle important, surtout en 1998 et 1999 où ils ont représenté entre 50 % et 65 % des flux d'investissements directs à l'étranger.

2. Population des entreprises françaises et espagnoles et échantillons de l'étude

2.1. Population des entreprises françaises et espagnoles : des caractéristiques marquées

Pour analyser correctement les résultats obtenus de l'étude des comptes annuels remis par les entreprises aux Centrales de bilans, il convient de signaler que certaines différences proviennent de la composition spécifique de la population des entreprises, des échantillons disponibles et, pour terminer, des pratiques comptables adoptées dans chaque pays.

La structure de la population des entreprises est caractérisée par les traits significatifs suivants :

- la taille moyenne supérieure des entreprises françaises par rapport aux entreprises espagnoles, quelle que soit la tranche de taille ;
- la concentration des entreprises françaises et espagnoles sur la plus petite tranche d'effectifs (0-49 salariés) ;
- l'orientation légèrement plus marquée de l'économie française vers le secteur des services.

Sociétés non financières en Espagne et en France en 1997

Tableau résumé par tranche d'effectifs

Tranche d'effectifs	Sociétés non financières en structure				(en %)
	Espagne	France	Effectif moyen par entreprise	France	
0-49 salariés	97,2	95,3	5,4	7,1	
50-199 salariés	2,2	3,7	89,1	93,8	
200-499 salariés	0,4	0,7	300,2	302,1	
500 salariés et plus	0,2	0,4	1 688,8	2 105,5	
Total	100,0	100,0	11,1	19,8	

Sociétés non financières

Comparaison des entreprises espagnoles et françaises par type d'activité – Année 1997

	(en %)			
	Sociétés non financières		Effectif des sociétés non financières	
	Espagne	France	Espagne	France
C Industries extractives	0,3	0,3	0,7	0,5
D Industries manufacturières	18,2	15,9	30,7	33,5
E Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau	0,2	0,1	1,0	1,8
F Construction	14,8	8,9	11,9	8,0
G Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques	30,1	30,3	20,5	20,3
H Hôtels et restaurants	6,0	5,0	5,5	3,4
I Transports et communications	5,5	4,2	7,3	11,6
K Immobilier, location et services aux entreprises	17,9	29,7	13,7	16,6
M Éducation	1,7	0,7	3,1	0,3
N Santé et action sociale	1,5	1,1	1,9	1,9
O Services collectifs, sociaux et personnels	3,8	3,8	3,7	2,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : Instituts nationaux de statistiques espagnol et français et Centrales de bilans de la Banque d'Espagne et de la Banque de France

2.2. Échantillons : choix du secteur industriel et éclairage par tailles et secteurs

Les échantillons retenus dans chacun des deux pays sont composés d'entreprises manufacturières adhérent à la Centrale de bilans.

L'échantillon espagnol est extrait de la base de la Centrale de bilans espagnole. Celle-ci est composée actuellement de plus de 8 000 bilans annuels d'entreprises, principalement de moyenne et grande tailles (base Centrale de bilans annuelle CBA). Elle a été créée en 1983 dans le but de rassembler et de gérer l'information économique et financière concernant l'activité des sociétés non financières espagnoles.

Par ailleurs, depuis 1991, en raison de l'accord signé avec les registres du commerce espagnols, la Centrale de bilans dispose également des informations provenant des déclarations obligatoires faites par les entreprises auprès des registres du commerce. Cette source d'information, stockée dans une autre base de données (base de données de la Centrale de bilans B), permet d'exploiter les données relatives aux petites entreprises, non disponibles dans la base CBA.

Cette étude couvrant l'industrie manufacturière, la Banque de France a décidé de faire porter l'analyse sur les entreprises adhérent à la Centrale de bilans. La base de données de la Centrale de bilans, créée en 1968 à la demande du Commissariat général au Plan, comprend actuellement près de 36 000 entreprises, qui transmettent, par un acte volontaire à la succursale de la Banque de France chargée du traitement de l'information, leur déclaration fiscale ainsi qu'un dossier d'informations complémentaires (« dossier de collecte ») qui donnent le détail de certains postes du bilan, de l'endettement et des flux inter-exercices. Les données individuelles communiquées sont confidentielles, sauf accord de l'adhérent concerné, et exploitées de manière agrégée sous la forme de statistiques concernant la taille et le secteur d'activité des firmes. Plusieurs raisons ont motivé le choix de cette base de données : tout d'abord, la bonne représentativité du secteur manufacturier, puis les taux de couverture ⁵ comparables des échantillons dans les deux pays et, enfin, la qualité des informations complémentaires fournies par les adhérents à la Centrale de bilans, concernant notamment le crédit-bail et le financement par le « groupe et associés ».

⁵ Par rapport à l'exhaustif national (INSEE pour la France, INE pour l'Espagne), calculé en fonction des effectifs

Résumé du tableau de couverture en termes d'entreprises et d'effectifs

	Nombre de sociétés	Taux moyen (%)	Nombre de salariés	Taux moyen (%)
ESPAGNE				
Échantillon CdB	128 831	22,1	2 034 723	31,6
Population	582 936		6 442 364	
FRANCE				
Échantillon CdB	36 244	6,4	4 044 900	36,0
Population	569 512		11 221 880	

Sources : Instituts nationaux de statistiques espagnol et français et Centrales de bilans (CdB) de la Banque d'Espagne et de la Banque de France

Les échantillons disponibles dans les deux pays présentent un biais dans la mesure où les grandes entreprises y sont plus nombreuses. Pour cette étude, la constitution d'échantillons glissants sur deux ans est nécessaire afin de préserver l'aspect dynamique des données, de fournir une image plus fidèle de l'économie en perpétuelle mutation et d'obtenir une meilleure représentativité⁶.

L'analyse porte sur les entreprises industrielles présentes dans les échantillons des Centrales de bilans française et espagnole et couvre la période 1991-1999. Seules les entreprises appartenant à l'industrie manufacturière (Section D de la NACE 93) en Espagne et en France, en excluant la sous-section DF « Raffinage de pétrole et traitement de combustibles nucléaires », ont été retenues.

Dans ce même chapitre, l'étude analyse le comportement des entreprises industrielles dans leur ensemble ainsi qu'en fonction de leur taille⁷ et de leur secteur (industrie productrice de biens de consommation, y compris les industries agroalimentaires, industrie productrice de biens intermédiaires et industrie productrice de biens d'équipement).

Le tableau suivant précise le nombre d'entreprises et de salariés de l'industrie par secteurs et tailles de chacun des échantillons de la France et de l'Espagne pour une année particulière de l'étude (1997).

Échantillon de l'étude – Année 1997

INDUSTRIE	Nombre d'entreprises				Nombre de salariés			
	Espagne		France		Espagne		France	
	23 473	100	14 833	100	734 818	100	1 863 130	100
Par tailles d'effectifs								
0-49 salariés	21 904	93,3	9 249	62,4	217 529	29,6	237 106	12,7
50-249 salariés	1 094	4,7	4 278	28,8	112 171	15,3	465 190	25,0
250 et plus	475	2,0	1 306	8,8	405 118	55,1	1 160 834	62,3
– 250-499 salariés	249	1,0	714	4,8	80 766	11,0	248 536	13,3
– 500 salariés et plus	226	1,0	592	4,0	324 352	44,1	912 298	49,0
Par secteurs								
Biens de consommation	10 635	45,3	4 843	32,7	243 699	33,2	544 644	29,2
Biens d'équipement	3 957	16,9	3 347	22,6	218 933	29,8	586 877	31,5
Biens intermédiaires	8 881	37,8	6 643	44,8	272 185	37,0	731 609	39,3

⁶ Des échantillons constants sur toute la période auraient considérablement réduit la représentativité de la population des entreprises industrielles.

⁷ Petites : entre 0 et 49 salariés ; moyennes : entre 50 et 249 salariés ; grandes : 250 salariés et plus, avec une distinction opérée entre les entreprises de 250 à 499 salariés et celles de 500 salariés et plus

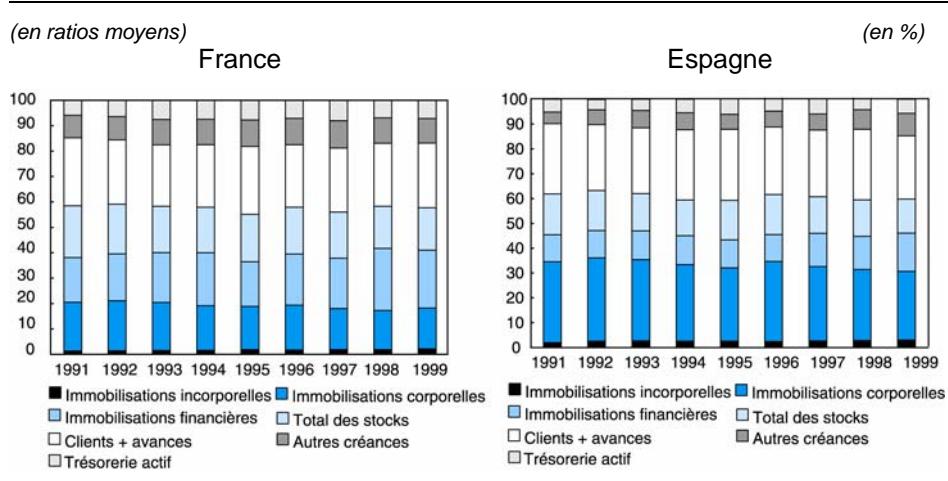
3. Analyse des données économiques et financières au cours de la décennie quatre-vingt-dix

3.1. Examen de la structure de bilans

3.1.1. Analyse des éléments d'actif

L'examen de la structure de l'actif net des entreprises industrielles, sur la période 1991-1999, a permis de mettre en lumière la stabilité des actifs immobilisés⁸, à 45 % du total du bilan en Espagne et de l'ordre de 40 % en France. Au sein de cet agrégat, la baisse progressive du poids des immobilisations corporelles et une progression des éléments incorporels, en réponse aux impératifs d'innovation imposés aux entreprises dans le jeu de la concurrence, ont été constatées dans les deux pays. Mais, le fait le plus marquant de la décennie est la déformation de la structure des éléments d'actif au profit des immobilisations financières, en liaison avec la dématérialisation croissante des investissements, l'accélération de la mondialisation et le développement de la croissance externe dans le processus d'organisation des firmes industrielles.

Structure de l'actif net – Ensemble de la population

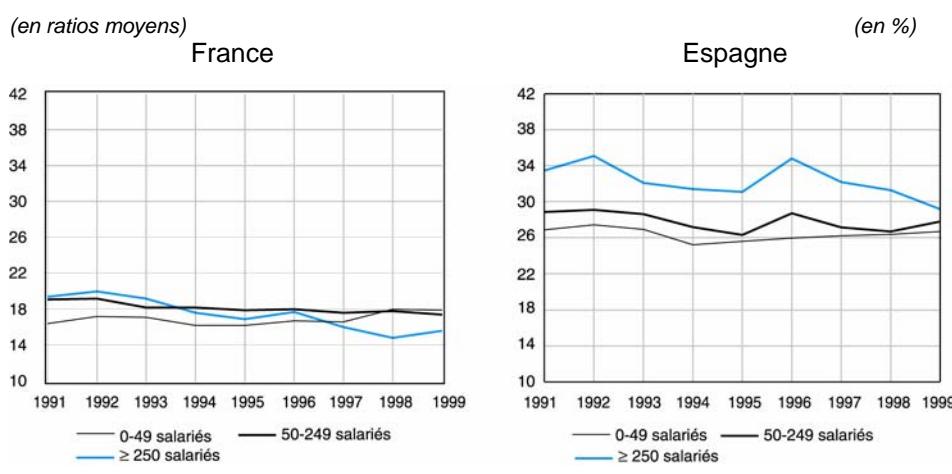


Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

Alors que la proportion des immobilisations corporelles dans le total du bilan est restée très voisine dans les entreprises françaises, quelle que soit leur taille, et n'a jamais dépassé 20 %, elle a progressivement diminué dans les firmes espagnoles, où elle a représenté moins de 28 % de l'actif à la fin de la décennie, contre un tiers en début de période. L'examen par tailles révèle que les grandes entreprises employant plus de 250 salariés ont, des deux côtés des Pyrénées, davantage réduit le poids des immobilisations corporelles comparativement à leurs homologues de plus petite taille.

⁸ Les actifs immobilisés regroupent les immobilisations corporelles, incorporelles ainsi que les immobilisations financières.

Immobilisations corporelles/total actif par tailles

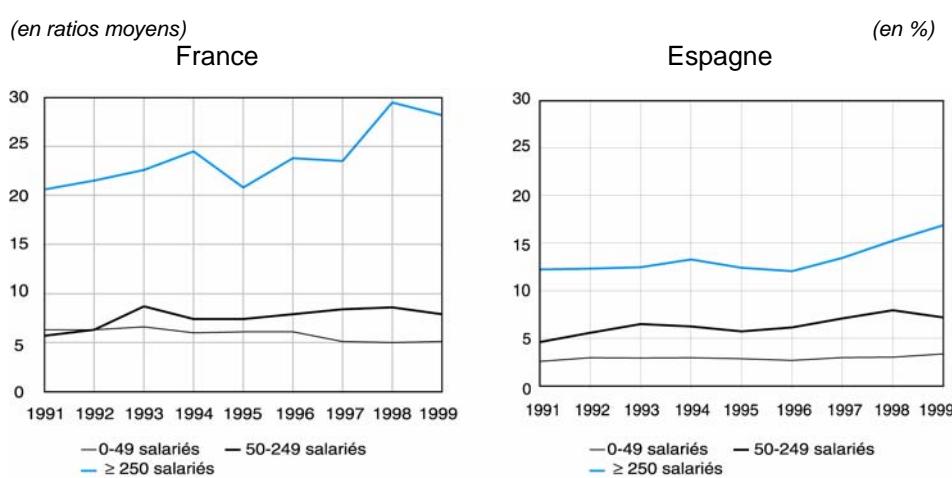


Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

Différents facteurs sont susceptibles d'expliquer l'importance des immobilisations corporelles au bilan des entreprises espagnoles. En effet, la progression sensible des investissements physiques, liée au rattrapage économique, a provoqué une hausse d'immobilisations plus récentes, donc comptabilisées à un coût historique plus élevé et également moins amorties que les immobilisations inscrites au bilan des entreprises françaises. Le recours au crédit-bail et à la location financière a été par ailleurs plus important dans notre pays, où il a représenté globalement autour de 2 % du bilan des firmes (de l'ordre de 4,5 % dans les petites entreprises), alors qu'il s'est établi à moins de 1 % du total du bilan en Espagne. Les opérations de croissance externe ont également été plus développées en France qu'en Espagne, limitant ainsi, en structure de bilan, le poids des immobilisations corporelles dans les comptes annuels des firmes françaises.

Cependant, l'élément majeur réside dans le poids des immobilisations financières inscrites au bilan des entreprises françaises, notamment les plus grandes d'entre elles, où cette proportion a varié entre 20 % en début de période et 30 % en 1998, alors que, chez leurs homologues espagnoles, le ratio s'est fixé à 17 % en 1999, après une hausse régulière observée depuis 1996.

Immobilisations financières/total actif par tailles



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

Sur l'ensemble de l'échantillon, la structure des actifs circulants⁹ dans le total du bilan est demeurée relativement constante tout au long de la période dans chacun des deux pays. Toutefois, la part des stocks et créances commerciales a été fortement dépendante de la taille des entreprises et du secteur d'activité.

⁹ Les actifs circulants sont composés des stocks, des créances commerciales et de la trésorerie d'actif.

En matière de gestion des stocks, des deux côtés des Pyrénées, les entreprises ont procédé à la mise en place de mesures de rationalisation (flux tendus) et de nouvelles méthodes d'organisation de la production. Globalement sur l'ensemble de la population analysée, le poids des stocks dans le total de l'actif est revenu de 20,3 % en 1991 à 16,7 % en 1999 en France et de 16,5 % à 13,7 % en Espagne sur la même période de référence. L'allégement a été plus sensible dans les grosses unités, qui ont réussi à transférer à leurs clients ou fournisseurs tout ou partie du coût de gestion des stocks.

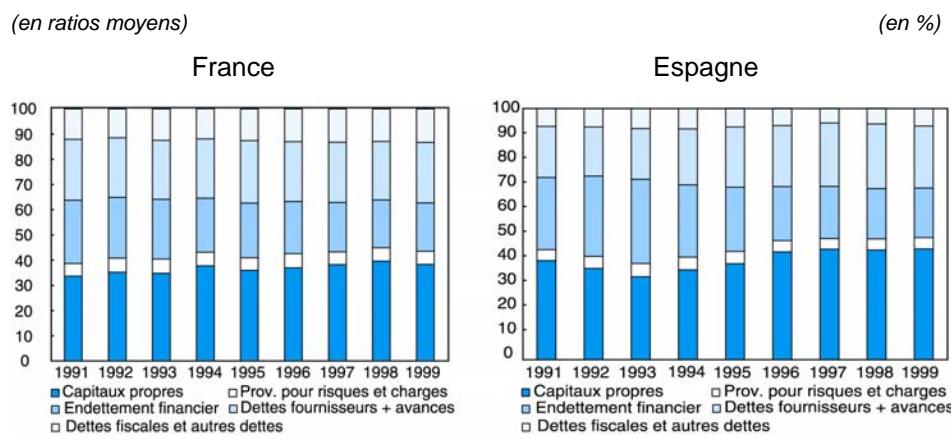
À l'instar des stocks, l'évolution de la part des créances clients dans le total du bilan, qui représente l'autre composante majeure des actifs circulants, fait apparaître un mouvement de baisse dans les deux pays européens. Les effets de la position dominante des firmes influent sur l'évolution de la part des créances commerciales dans le total du bilan : cette part a ainsi reculé davantage dans les grandes firmes que dans les petites unités.

3.1.2. Analyse des éléments du passif

Les ressources dont disposent les entreprises se décomposent essentiellement en fonds propres, dettes financières et commerciales, dettes fiscales et sociales et provisions pour risques et charges.

Les entreprises françaises ont assaini leur structure financière au cours de la décennie écoulée, notamment durant la période 1991-1994, par augmentation du niveau de leurs fonds propres. Le poids de leur endettement financier, en particulier de l'endettement bancaire, s'est réduit alors que, dans le même temps, le financement par le groupe s'est accru.

Structure du passif – Ensemble de la population



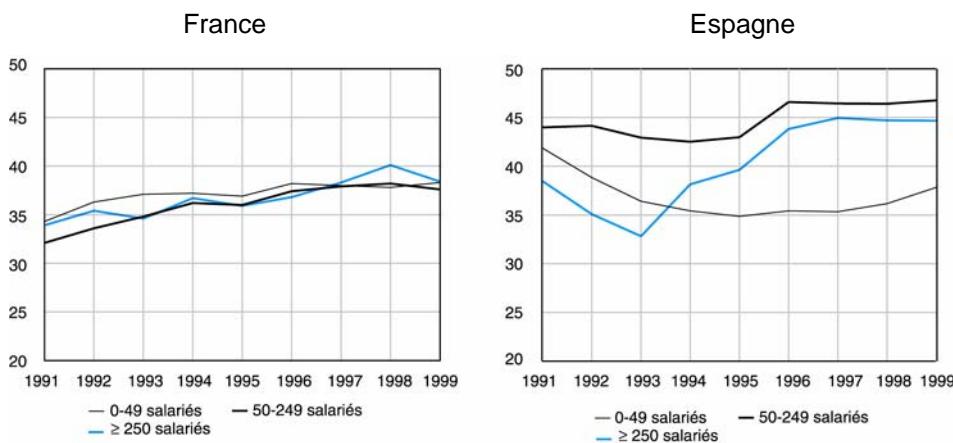
Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

La tendance marquée à l'homogénéisation de la dotation en fonds propres des entreprises industrielles françaises traduit une similitude de comportement, quelle que soit leur taille. La part des capitaux propres dans le total du passif s'est établie à 38,3 % dans les petites unités, 37,6 % dans les entreprises moyennes et 38,4 % dans les grandes structures. En Espagne, l'analyse par tailles montre un comportement plus différencié, le poids des fonds propres demeurant plus faible dans les petites firmes que dans l'ensemble de la population, à partir de la seconde moitié de la décennie.

Capitaux propres/total passif par tailles

(en ratios moyens)

(en %)



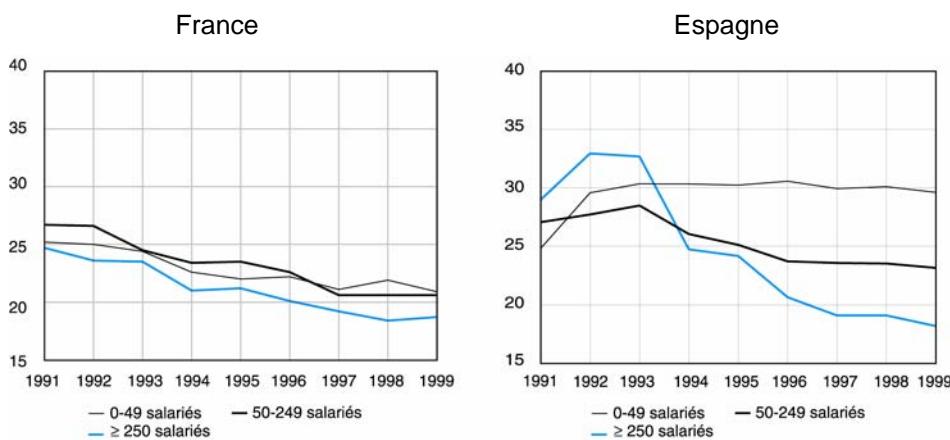
Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

La part de l'endettement financier des firmes françaises dans le total du bilan n'a cessé de s'alléger entre 1991 et 1999, indépendamment du contexte conjoncturel. Le comportement d'endettement des entreprises françaises, quelle que soit leur taille, s'est révélé plus homogène qu'en Espagne. De l'autre côté des Pyrénées, si la proportion de l'endettement financier dans le total du bilan est demeurée stable dans les petites unités et a quelque peu diminué dans les firmes de taille moyenne sur la période 1992-1999, cette proportion s'est réduite de façon significative dans les grandes entreprises, revenant de 33 % en 1992 à 18,2 % en 1999.

Endettement financier/total passif par tailles

(en ratios moyens)

(en %)



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

Le poids de l'endettement bancaire est demeuré relativement plus élevé dans les entreprises espagnoles que dans les entreprises françaises, même si le moindre recours à ce type de financement est sensible de part et d'autre des Pyrénées, reflétant ainsi le phénomène de désintermédiation sur toute la période, mais de façon plus récente en Espagne.

Un examen approfondi des sources de financement montre un écart substantiel selon la taille : la part des dettes bancaires est proportionnellement plus élevée dans les PME françaises que dans les grandes entreprises, qui peuvent faire appel à d'autres sources de financement, notamment obligataires. En Espagne, les grandes entreprises se sont fortement désendettées vis-à-vis des établissements de crédit depuis 1993, alors que la stabilité de l'endettement bancaire a prévalu dans les petites unités, le système bancaire — notamment par la voie des caisses d'épargne — fournissant aux entreprises espagnoles petites et moyennes une grande partie de leurs ressources.

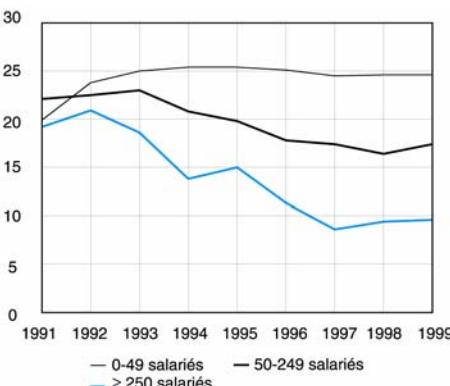
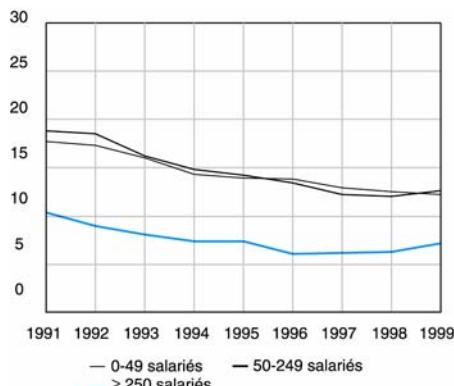
Dettes bancaires/total passif par tailles

(en ratios moyens)

(en %)

France

Espagne



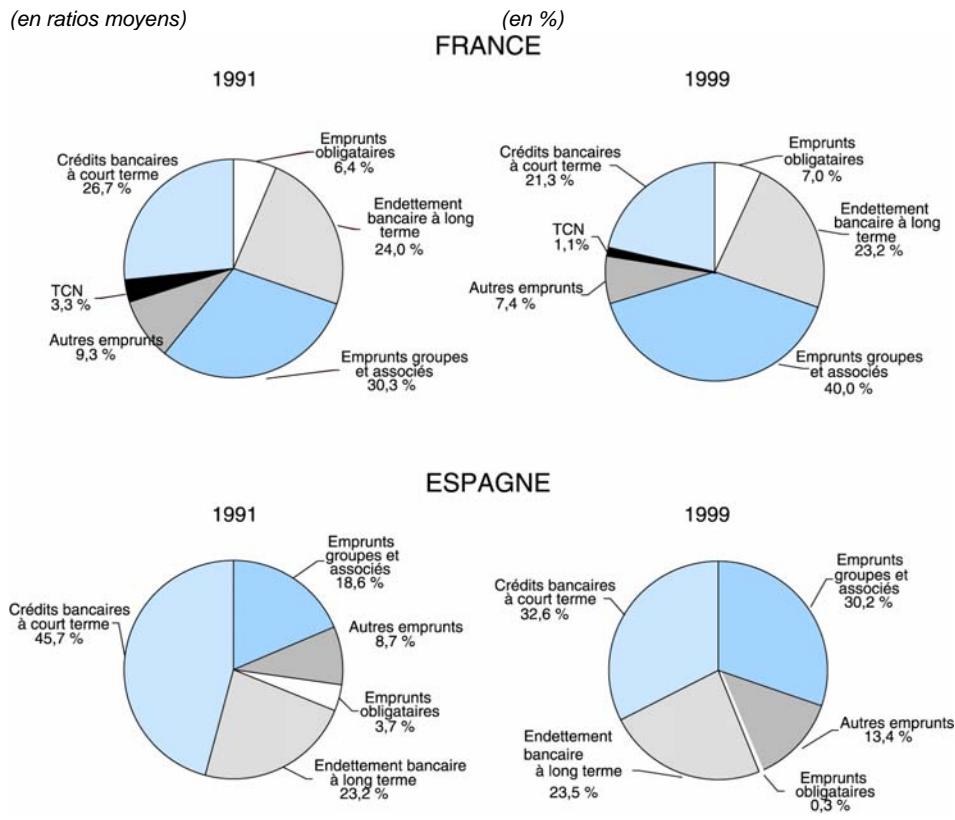
Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

La répartition des ressources externes illustre essentiellement la part croissante du financement par le groupe, qui s'est établie, en France, à 40 % en 1999, en hausse de 9,7 points par rapport à 1991. Dans les grandes entreprises françaises, le poids du financement par le groupe dépasse même la part de l'endettement bancaire. Ce phénomène s'est également développé en Espagne, où le poids du groupe dans l'endettement financier est passé de 18,6 % en 1991 à 30,2 % en 1999.

Ce constat trouve son origine dans l'accélération des phénomènes de concentration d'entreprises et de création de groupes de sociétés observée dans l'ensemble des pays industrialisés.

Les entreprises opérant au niveau international ont, en effet, préféré de plus en plus couvrir, tout au moins en partie, leurs besoins de financement par la création de filiales financières ou *holdings*, levant directement des fonds sur les marchés nationaux ou internationaux et les transférant au sein du groupe, sans faire appel aux intermédiaires financiers traditionnels. Ce mode d'organisation des entreprises influe sur le niveau et la structure de financement des sociétés industrielles des deux côtés des Pyrénées.

Répartition de l'endettement financier

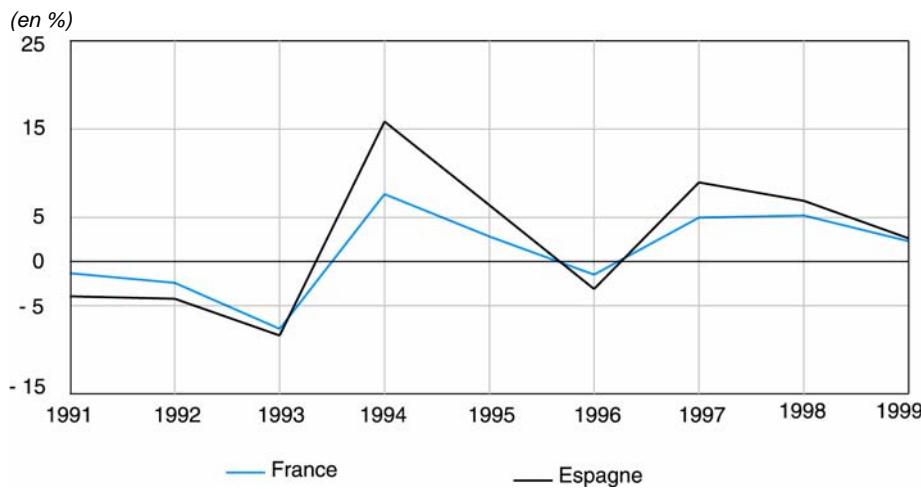


Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

3.2. Analyse des flux annuels des entreprises industrielles françaises et espagnoles à partir des éléments du compte de résultat

L'information traitée met en évidence le lien entre l'activité productive des entreprises industrielles espagnoles et françaises et le cycle économique des deux côtés des Pyrénées, comme le montre l'analyse du taux de variation de la valeur ajoutée au coût des facteurs. Toutefois, l'activité productive des entreprises industrielles a révélé des fluctuations plus marquées en Espagne qu'en France et davantage corrélées au cycle conjoncturel. Ce constat trouve son origine dans le fait que le processus de convergence de l'économie espagnole a été heurté, se traduisant par des phénomènes de rattrapage observés seulement au cours des périodes de croissance, alors que des variations négatives de la valeur ajoutée ont été plus fortes en Espagne qu'en France en phase de ralentissement conjoncturel.

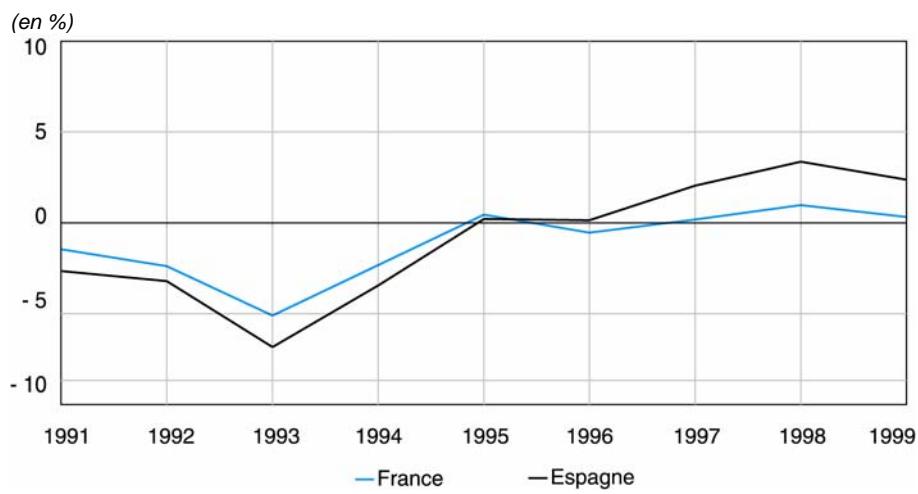
Taux de variation de la valeur ajoutée



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

En matière d'emploi, les entreprises françaises et espagnoles ont suivi la même évolution que celle de l'activité, avec cependant une amplitude différente. Au cours des années de ralentissement de l'activité (1992 à 1994), il s'est produit des pertes nettes d'emplois dans les deux pays, bien que celles-ci aient été plus importantes en Espagne. À partir de 1995, en France, des périodes de légère amélioration de la situation de l'emploi ont alterné avec des phases de ralentissement modéré. En Espagne, depuis 1995, des créations nettes d'emplois ont été enregistrées, plus fortes sur la fin de période. Le comportement différent au sein des deux pays est lié au fait que l'Espagne est partie d'une situation très dégradée, avec un taux de chômage de 24 % en 1994, incitant les autorités du pays à engager des actions spécifiques pour développer l'emploi et la flexibilité du marché du travail, plus particulièrement au cours des années 1997 à 2000.

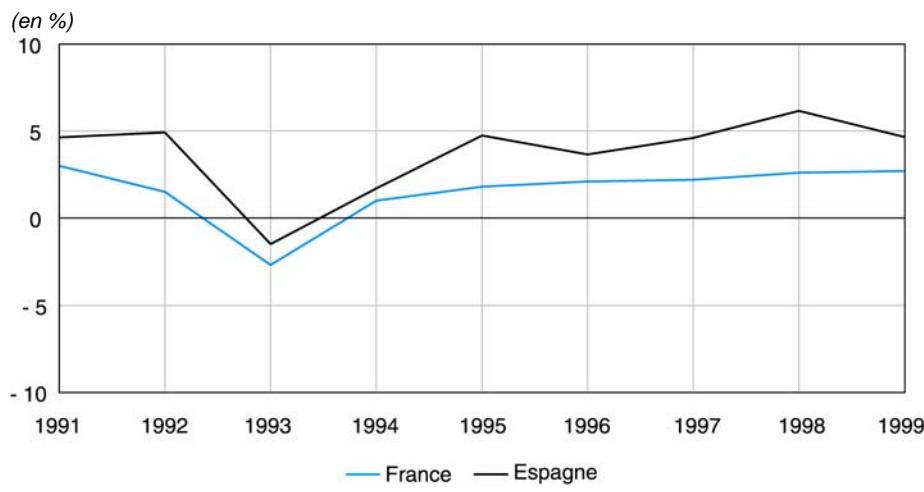
Taux de variation des effectifs



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

En France, compte tenu de l'évolution de l'emploi et du salaire moyen, les charges de personnel dans l'industrie ont présenté deux phases différentes : elles ont suivi un mouvement de baisse de 1991 à 1993, année au cours de laquelle la masse salariale a reculé de 2,7 % en raison de la réduction des effectifs. Les années suivantes, elles ont enregistré une hausse modérée de 1,7 % en 1994 à 2,7 % en 1999, cette progression reflétant essentiellement l'augmentation du salaire moyen. En Espagne, les charges de personnel ont connu de plus amples fluctuations : elles ont diminué de 1,5 % en 1993 du fait de l'importance du ralentissement conjoncturel et de la réduction corrélative des effectifs. À partir de cette date, les frais de personnel ont sans cesse progressé, en liaison avec les créations d'emplois observées, alors que, dans le même temps, l'évolution du salaire moyen demeurait plus modérée en Espagne qu'en France.

Taux de variation des charges de personnel

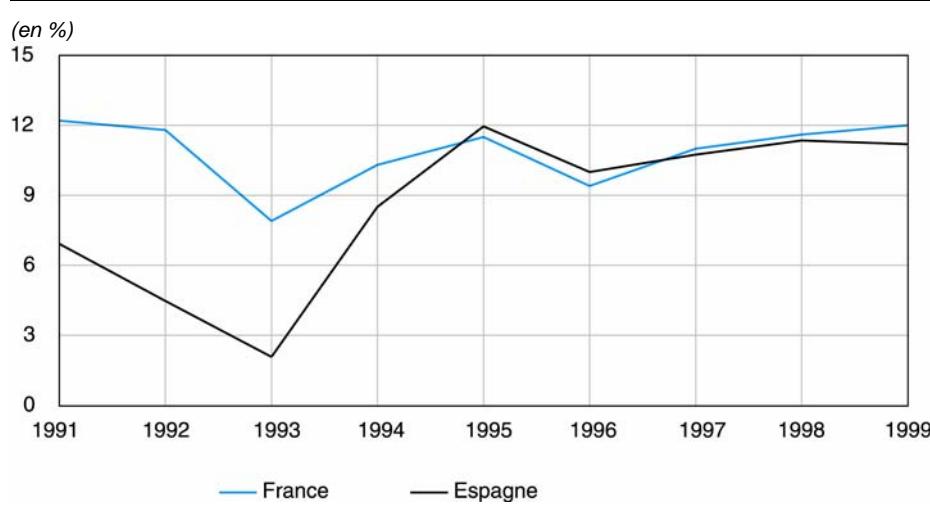


Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

L'évolution de l'investissement physique au sein des entreprises industrielles montre un comportement similaire des deux côtés des Pyrénées, au cours d'une première période 1991-1993 caractérisée par une diminution des investissements corporels dans un contexte de ralentissement de l'activité, puis de récession. Sur la période 1994-1996, une évolution conjoncturelle plus favorable a permis aux firmes françaises et espagnoles d'enregistrer des taux de variation positifs de l'indicateur d'investissement. Sur la fin de période, une trajectoire divergente a été suivie au sein des entreprises des deux pays : l'investissement a continué de progresser en Espagne alors qu'il a reculé en France, les chefs d'entreprises français profitant tout à la fois des marchés financiers porteurs et de l'accélération de la mondialisation pour privilégier la composante financière de leurs investissements.

L'examen des ratios de rentabilité illustre la convergence progressive de la situation des entreprises dans les deux pays : en effet, l'analyse de l'indicateur de rentabilité économique montre que, en France, une diminution contenue a été observée au cours de la période 1991-1993, en liaison avec l'évolution de l'activité et des charges de personnel, suivie de rentabilités élevées et relativement stables sur la période 1994-1999. En Espagne, après l'observation d'une rentabilité économique particulièrement dégradée sur la période 1991-1993, celle-ci s'est redressée de manière significative entre 1993 et 1995 pour afficher ensuite des valeurs proches de celles constatées en France.

Rentabilité économique Résultat net courant/actifs nets



Sources et réalisation : Banque de France, Banque d'Espagne

L'analyse de la rentabilité financière, qui rapporte le résultat net courant aux capitaux propres, montre que les entreprises françaises ont suivi un comportement relativement stable sur l'ensemble de la période analysée (de 16 % en 1991 à 18 % en 1999), contrairement aux firmes espagnoles, qui ont connu deux périodes différentes avec, de 1991 à 1993, l'observation d'une rentabilité financière très dégradée, suivie, à partir de 1994, d'un rapprochement de l'indicateur vers les valeurs constatées en France (15 % en 1999, contre 18 % en France).

De son côté, le coût apparent de l'endettement, mesuré par le ratio « charges d'intérêt/endettement financier », n'a cessé de s'alléger des deux côtés des Pyrénées, en raison de l'influence favorable de la baisse des taux d'intérêt sur le coût du financement des entreprises, l'indicateur revenant de 9,7 % à 4,5 % en France de 1991 à 1999 et de 11,5 % à 4,0 % dans les firmes espagnoles sur la même période de référence.

En définitive, l'examen des comptes annuels des entreprises industrielles françaises et espagnoles a révélé, au cours de la période 1991-1999, les tendances fortes suivantes :

- un poids plus important des actifs immobilisés dans les bilans des entreprises espagnoles ;
- une déformation de la structure des éléments d'actif au profit des immobilisations financières des deux côtés des Pyrénées ;

- une convergence progressive du poids des créances commerciales dans les deux pays, par ailleurs fortement lié à la taille des entreprises ;
- un renforcement des fonds propres sur l'ensemble de la période ;
- un allégement de l'endettement financier, notamment de l'endettement bancaire, et le développement du financement par le groupe.

En outre, l'activité et la capacité du secteur industriel à générer des revenus ont été étroitement liées à l'évolution du cycle économique. Les fluctuations de l'activité économique se sont révélées plus marquées en Espagne qu'en France au cours des périodes de croissance comme de ralentissement de l'activité. Enfin, l'évolution des ratios de rentabilité illustre la convergence progressive des industries des deux pays européens.

Investissement et contraintes financières en France et en Espagne (II)

Étude économétrique sur données d'entreprises manufacturières

La présente étude porte sur les déterminants du comportement d'investissement des entreprises industrielles françaises et espagnoles entre 1991 et 1999. Elle a été menée dans le cadre d'un projet d'étude commun auquel ont participé des économistes de la Banque de France et de la Banque d'Espagne¹.

Cette étude économétrique a pour objet de tester la sensibilité de l'investissement à la marge brute d'autofinancement, en utilisant un modèle d'équation d'Euler, afin de déterminer l'existence éventuelle des contraintes de liquidité. Le choix de cette approche méthodologique est justifié par le fait que ce modèle, en contrôlant implicitement toutes les influences anticipées, est moins affecté par la critique habituelle sur la sensibilité excessive de l'investissement au cash-flow. Le modèle suppose que la firme fait face à une hiérarchie des coûts pour les sources alternatives de financement et conduit à différentes caractérisations du comportement d'investissement pour des entreprises poursuivant différentes politiques financières.

Le modèle théorique considère ainsi que les firmes subissant des contraintes de liquidité sont celles qui n'ont ni distribué de dividendes, ni émis d'actions nouvelles sur deux années consécutives, alors que les firmes non contraintes sont celles qui ont, soit distribué des dividendes, soit émis de nouvelles actions. La proportion des entreprises émettant de nouvelles actions étant très faible dans les deux échantillons, on a distingué deux régimes financiers dans les estimations, selon qu'il y a ou non distribution de dividendes : ainsi, les firmes ne payant aucun dividende sur deux périodes consécutives sont dans le régime constraint, les autres étant classées dans le régime sans contrainte.

L'estimation du modèle économétrique montre, notamment dans le cas espagnol, que le résultat brut d'exploitation ne serait pas une variable influente sur l'investissement pour les entreprises non contraintes ; à l'inverse, il l'est positivement pour les firmes contraintes. Pour la France, cette influence est positive dans les deux cas, bien que faible pour les firmes non contraintes. Le résultat ainsi obtenu suggère que le comportement d'investissement des entreprises dans le régime constraint affiche une forte sensibilité à la génération des ressources internes.

André TIOMO
Direction des Entreprises
Observatoire des entreprises

1. Investissement et modes de financement : quelques considérations globales

L'analyse des déterminants du comportement d'investissement des entreprises a longtemps été un axe principal de recherche en macroéconomie. À cet égard, le rôle des facteurs financiers pour expliquer des fluctuations économiques a fait l'objet de nombreuses publications dans la littérature empirique consacrée à l'investissement des firmes. La recherche économétrique récente sur la pertinence des contraintes de liquidité sur l'investissement s'est fondée sur des travaux théoriques étudiant les imperfections financières des marchés de capitaux. Dans le même temps, cette littérature a été utile pour expliquer les grandes fluctuations dans l'investissement comme une réponse à de petits chocs, en particulier monétaires.

La disponibilité croissante des données de panel représente un élément essentiel pour le développement de la recherche microéconométrique sur les liens entre des décisions réelles et financières. Ce type de données permet de tester convenablement les implications longitudinales des modèles en présence de problèmes d'asymétries d'information entre les emprunteurs et les prêteurs. D'ailleurs, l'utilisation des données

¹ Cet article est une synthèse de la partie économétrique de l'étude publiée sous le titre *French and Spanish Industrial Corporations over the Period 1991-1999: A Comparative Study Based on their Financial Statements* réalisée par C. Artola, A. Esteban, I. Hernando, M. Ortega, A. Sauvé, T. Sastre, A. Tiomo et A. Tournier. Les versions française et anglaise sont disponibles sur les sites Internet de la Banque de France et de la Banque d'Espagne.

microéconomiques a plusieurs avantages supplémentaires : des mesures plus adéquates des variables d'intérêt peuvent être obtenues, la variation en coupes transversales améliore la précision des évaluations, les biais potentiels résultant de l'agrégation des données d'entreprises, la simultanéité ou les problèmes de variables omises peuvent être mieux pris en compte². Néanmoins, l'utilisation de données individuelles entraîne quelques problèmes : le plus commun est le problème de biais implicite dans la composition des échantillons et la dimension temporelle courte sur les panels.

Dans la littérature récente sur les modèles microéconométriques de l'investissement, plusieurs contributions ont tenté de faire des comparaisons internationales en analysant le rôle des facteurs financiers dans des décisions d'investissement des entreprises³. L'objectif de ces études est d'identifier des différences entre pays concernant l'impact des contraintes financières sur l'investissement et de comparer ces différences aux caractéristiques spécifiques de chaque pays (en particulier, les systèmes financiers). Mais ces études transnationales souffrent des difficultés d'obtenir des informations harmonisées à partir des sources nationales qui, dans la plupart des cas, sont issues des règles de comptabilité différentes⁴.

Dans la présente étude économétrique, sont analysées les décisions d'investissement des firmes du secteur manufacturier en France et en Espagne, en se concentrant sur le rôle des contraintes financières pour expliquer le comportement d'investissement. Cette analyse comparative repose sur des définitions similaires de variables et sur des séries de données très soigneusement harmonisées entre les deux pays. Plus précisément, les informations utilisées sont issues de la sélection des entreprises manufacturières ayant fourni leurs bilans aux centrales de bilans de la Banque de France et de la Banque d'Espagne au cours de la période 1991-1999. Cette harmonisation permet de lisser les différences comptables existantes et constitue la clé du succès de tout exercice de comparaison et d'interprétation des résultats obtenus.

2. La pertinence des conditions financières dans les décisions d'investissement

L'hypothèse de marchés de capitaux parfaits sur laquelle se fondent les modèles empiriques d'investissement suppose que, dans un monde sans fiscalité ni taxes, la valeur d'une firme et la rentabilité d'un investissement sont indépendantes du mode de financement, qu'il s'effectue par endettement (financement externe) ou par fonds propres (financement interne). Mais l'existence d'imperfections sur les marchés financiers, et notamment les problèmes d'asymétries d'information entre les prêteurs (établissements de crédit) et les emprunteurs (entreprises), peut engendrer des frictions qui rendent les décisions d'investissement dépendantes du mode de financement choisi. La prise en compte de ces asymétries de l'information dans la modélisation du marché de crédit a conduit à deux types de résultats qui se complètent, avec un impact direct sur le comportement d'investissement des entreprises. D'abord, une des conclusions des modèles incorporant des asymétries de l'information est que le coût de financement externe d'une entreprise dépend de sa situation financière. En second lieu, d'autres modèles concluent que, dans certaines circonstances, l'existence d'informations incomplètes sur la qualité des projets d'investissement des entreprises conduit les prêteurs à ajuster les taux d'intérêt suivant la situation particulière de chaque entreprise, tout en imposant des contraintes quantitatives sur le volume de crédit accordé.

Le modèle néoclassique d'investissement fournit une vue partielle du comportement des agents en présence des asymétries d'informations, puisqu'il semble vérifié que le niveau d'investissement dans ce cas ne dépend pas seulement du niveau de capital que la firme souhaite, mais aussi de sa capacité de financement. Les modèles prenant en compte les asymétries d'informations entre les prêteurs et les emprunteurs révèlent l'influence de la situation financière des agents sur les conditions d'accès au financement externe (coût et disponibilité). Ces modèles tiennent compte de l'introduction de variables financières dans les équations d'investissement, telles que la capacité d'autofinancement (proxi du *cash-flow*) et le niveau d'endettement des firmes.

La capacité d'autofinancement, dans la mesure où elle reflète les ressources disponibles, constitue sans doute un indicateur de la bonne santé financière des entreprises. Elle est supposée être corrélée positivement avec

² Dans le cadre du groupe de travail *Monetary Transmission Network* de la BCE (2001), plusieurs articles ont été consacrés au lien entre la politique monétaire et l'investissement à partir des données microéconomiques d'entreprises, dont notamment : Chatelain et Tiomo (2001), Gaiotti et Generale (2001), von Kalckreuth (2001).

³ Cf. Bond et al. (1997), Hall, Mairesse et Mulkay (1999), Bond, Harhoff et van Reenen (1999), Chatelain et al. (2001)

⁴ ECB (2000) illustre les difficultés inhérentes à l'exercice d'harmonisation des données de bilan de plusieurs pays différents.

le niveau d'investissement. On s'attend à ce que cet effet positif sur l'investissement soit plus révélateur dans les entreprises où les problèmes d'asymétrie d'information sont les plus marqués. Les bailleurs de fonds l'utilisent donc pour établir une discrimination entre les emprunteurs, dans la mesure où ils ne peuvent évaluer de façon précise la qualité des projets d'investissement. L'endettement est utilisé comme indicateur de la solidité financière de l'entreprise et peut conditionner le coût de ressources externes ou l'accès à ces ressources.

Le modèle économétrique considéré

Le modèle d'investissement considéré examine l'impact du coût de financement sur la productivité marginale du capital. Les dirigeants d'une entreprise sont supposés agir dans l'intérêt des actionnaires en maximisant l'espérance du flux actualisé V_t des dividendes nets distribués :

$$V_t = \max_{(K_{it}, B_{it})_0^\infty} E_t \left[\sum_{s=0}^{\infty} \beta_t^s \left(\gamma D_{i,t+s} - N_{i,t+s} \right) \right] \quad (3.1)$$

où $\beta_t^s = \prod_{k=1}^s (1 + r_{t+k})^{-1}$ représente le facteur d'actualisation entre les périodes t et $t + s$, et r_t est le rendement nominal des obligations sans risque entre t et $t + 1$.

Cette maximisation est réalisée sous les contraintes suivantes :

$$D_{it} = p_{it} [F(K_{i,t-1}, L_{it}) - G(K_{i,t-1}, I_{it})] - w_{it} L_{it} - p_{it}^l I_{it} + (1 - f_t) N_{it} + B_{it} - (1 + i_t) B_{i,t-1} \quad (3.2)$$

$$I_{it} = K_{it} - (1 - \delta) K_{i,t-1} \quad (3.3)$$

$$D_{it} \geq 0 \quad (3.4)$$

$$N_{it} \geq 0 \quad (3.5)$$

La contrainte (3.2) signifie que les dividendes D_{it} correspondent au revenu de l'entreprise, composé de ses ventes diminuées des consommations intermédiaires, des charges salariales, des investissements et du solde des flux financiers liés à l'endettement. $F(\cdot)$ représente la fonction de production de l'entreprise, $G(\cdot)$ la fonction des coûts d'ajustement, homogène de degré un et supposée strictement convexe en l'investissement ; L_{it} est le niveau de l'emploi, w_{it} le salaire, P_{it}^l le prix du bien d'équipement, P_{it} le prix de vente ; N_{it} est la valeur des actions nouvellement émises ; B_{it} représente la dette contractée par l'entreprise au taux i_t ; δ est le taux de dépréciation du capital. Par ailleurs, γ est un paramètre de discrimination de taxation qui détermine l'avantage fiscal relatif des dividendes sur les gains en capital, et f_t représente les charges à payer pour chaque unité d'actions nouvellement émises.

Pour obtenir une équation de comportement d'investissement testable empiriquement, on fait les hypothèses supplémentaires suivantes : $F(\cdot)$ est à rendements d'échelles constants (on suppose que le temps nécessaire pour établir et installer une unité de capital est de une période) ; les marchés de capitaux sont

$$G(K_{i,t-1}, I_{it}) = \frac{b}{2} \left(\frac{I_{it}}{K_{i,t-1}} - a \right)^2 K_{i,t-1}$$

imparfaits, la fonction $G(\cdot)$ est de la forme , où le paramètre b reflète l'importance des coûts d'ajustement ($b > 0$) ; les anticipations des entreprises sont rationnelles, de sorte que $E_t(X_{it}) = X_{it} + \varepsilon_{it}$, où ε_{it} est un terme d'erreur indépendante, identiquement distribuée et orthogonale à l'ensemble des informations connues à la date t .

L'utilisation de ces hypothèses supplémentaires permet d'obtenir l'équation d'Euler suivante en l'absence de contraintes de liquidité :

$$\frac{I_{i,t+1}}{K_i} = \beta_1 \frac{I_{it}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 \left(\frac{I_{it}}{K_{i,t-1}} \right)^2 + \beta_3 \frac{Y_{it}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\Pi_{it}}{K_{i,t-1}} + \beta_5 \left(\frac{B_{it}}{K_{i,t-1}} \right)^2 + \eta_i + d_{i+1} + \varepsilon_{i,t+1} \quad (3.6)$$

.../...

$$\frac{Y_{it}}{K_{i,t-1}}$$

où le ratio de la production sur le capital $\frac{Y_{it}}{K_{i,t-1}}$ contrôle les effets de concurrence imparfaite, et $\frac{\Pi_{it}}{K_{i,t-1}}$ est le résultat brut d'exploitation rapporté au stock de capital. η_i représente l'effet individuel fixe, il est spécifique à chaque entreprise. Cet effet peut être analysé comme une constante inobservable qui résume l'ensemble des caractéristiques propres à chaque firme, par exemple la « qualité de management ».

Il peut aussi refléter des différences persistantes entre les firmes dans leur intensité capitaliste, leurs perspectives de croissance...

L'effet temporel d_{t+1} est, pour sa part, censé capter les chocs macroéconomiques.

Afin de contrôler les effets individuels inobservables, l'endogénéité des variables explicatives et l'introduction de la variable dépendante retardée parmi les régresseurs, on estime l'équation (3.6) par la méthode des moments généralisés, après avoir transformé toutes les variables dans le modèle par la méthode de déviations orthogonales.

Le modèle théorique considéré dans cette étude tient compte de trois régimes financiers possibles pour une entreprise, en fonction de la distribution de dividendes ($D_t > 0$) ou de l'absence de distribution ($D_t = 0$), d'une part, et de l'émission d'actions nouvelles ($N_t > 0$) ou de l'absence de ce type d'émission ($N_t = 0$), d'autre part. Chaque entreprise est susceptible de se retrouver dans l'un des trois régimes suivants.

Le *régime 1* ($D_t > 0, N_t = 0$) est constitué des sociétés dégageant suffisamment de *cash-flow* pour financer leurs investissements et payer des dividendes. Elles utilisent la dette pour financer l'investissement jusqu'au point où le coût d'endettement égale le coût de financement interne.

Dans le *régime 2* ($D_t = 0, N_t = 0$), les sociétés épuisent tout leur revenu net pour financer l'investissement ; l'émission d'actions nouvelles est trop coûteuse pour elles. Ces entreprises ne peuvent financer un niveau plus élevé d'investissement que par des emprunts.

Dans le *régime 3* ($D_t = 0, N_t > 0$), les sociétés épuisent leur revenu net pour financer l'investissement et financent une partie de leurs opportunités d'investissements suffisamment attrayants en émettant des actions nouvelles.

Dans cette configuration, les sociétés du régime 2 sont supposées financièrement contraintes, dans la mesure où elles augmenteraient leur niveau d'investissement, si toutefois elles disposaient de revenus supplémentaires. En revanche, en cas de perception de revenus supplémentaires, les sociétés des régimes 1 ou 3 ne changeraient pas leurs niveaux d'investissement, supposés situés à l'optimum : les firmes du régime 1 verseraient plutôt des dividendes plus élevés à leurs actionnaires, alors que celles du régime 3 réduiraient vraisemblablement leur niveau d'endettement.

Le modèle considéré dans cette étude prend pour hypothèse qu'une même entreprise peut être financièrement contrainte ou non sur certaines périodes, et le fait qu'elle distribue les dividendes et/ou émette des actions nouvelles devrait indiquer dans quel régime financier elle se trouve.

La mise en application du modèle a nécessité de renforcer ces hypothèses : les firmes subissant des contraintes de liquidité sont celles qui n'ont ni distribué de dividendes, ni émis d'actions nouvelles sur deux années consécutives, alors que les firmes non contraintes sont celles qui ont, soit distribué des dividendes, soit émis de nouvelles actions. Cependant, la proportion des entreprises émettant des nouvelles actions est très faible dans les deux échantillons et cette hypothèse a été négligée dans les estimations empiriques.

On a alors distingué deux régimes financiers uniquement. Les firmes ne payant aucun dividende sur deux périodes consécutives sont dans le régime contraint, les autres étant considérées comme ne subissant pas de contraintes financières.

3. Les résultats empiriques

Avant de présenter les résultats de l'analyse économétrique, il paraît important de résumer un certain nombre de caractéristiques de la *variable expliquée du modèle*, soit le *ratio de l'investissement sur le stock de capital* ($\frac{I_t}{K_{t-1}}$), et des déterminants microéconomiques retenus.

Après avoir construit les variables nécessaires à cette étude et éliminé toutes les observations aberrantes, les échantillons obtenus sont des panels non constants et contiennent 45 111 observations (correspondant à 6 965 firmes) pour la France et 13 631 observations (pour 2 208 entreprises) dans le cas de l'Espagne.

Le tableau 1 présente la composition des deux échantillons selon cinq catégories de tailles : moins de 20 salariés, 20 à 100 salariés, 100 à 250 salariés, 250 à 500 salariés et plus de 500 salariés. En prenant la population entière des entreprises dans les deux pays comme référence, les grandes entreprises sont surreprésentées dans les deux échantillons. Ces échantillons peuvent néanmoins être considérés comme représentant assez bien le secteur manufacturier de chaque économie. En fait, ils contiennent des parts plus élevées de petites firmes et/ou non cotées que dans la plupart des bases de données standard utilisées dans la littérature empirique sur ce thème. Le nombre médian de salariés s'élève à 48 en France et 49 en Espagne. Le pourcentage des entreprises cotées en bourse est inférieur à 3 % dans les deux cas (cf. tableau 2). Par conséquent, les échantillons ainsi constitués semblent appropriés pour une recherche empirique sur la pertinence des frictions financières sur la décision d'investissement, puisqu'ils contiennent une part significative des firmes susceptibles de subir des contraintes de liquidité.

Tableau 1

Répartition des entreprises selon leur taille moyenne

	N < 20 (a)		20 < N ≤ 100 (a)		100 < N ≤ 250 (a)		250 < N < 500 (a)		N > 500 (a)		Total	
	France	Espagne	France	Espagne	France	Espagne	France	Espagne	France	Espagne	France	Espagne
Firmes												
– en nombre	1 083	368	3 894	1 180	1 141	353	450	168	397	139	6 965	2 208
– en %	15,5	16,7	55,9	53,4	16,4	16	6,5	7,6	5,7	6,3	100	100
Observations												
– en nombre	6 611	2 190	25 319	7 260	7 581	2 259	2 984	1 078	2 616	844	45 111	13 631
– en %	14,7	16,1	56,1	53,3	16,8	16,6	6,6	7,9	5,8	6,2	100	100

Sources : Banque de France, Banque d'Espagne

(a) *N* désigne le nombre de salariés

Tableau 2

Structure des entreprises cotées

	France		Espagne	
	Cotées	Total	Cotées	Total
Firmes				
– en nombre	117	6 965	64	2 208
– en %	1,7	100	2,9	100
Observations				
– en nombre	773	45 111	359	13 631
– en %	1,7	100	2,6	100

Sources : Banque de France, Banque d'Espagne

Les définitions et acronymes des variables utilisées dans l'étude sont présentés dans le tableau 3. Quelques statistiques descriptives sur variables sont données dans le tableau 4. De façon générale, et bien que les échantillons aient été nettoyés des valeurs extrêmes, on constate, comme il est usuel sur données d'entreprises, une grande dispersion pour la plupart de ces variables, notamment dans le cas des données espagnoles. Ainsi, le rapport de l'écart-type à la valeur moyenne est plus élevé dans l'échantillon espagnol pour presque toutes les variables. Les seules exceptions concernent le nombre d'employés, le coût de financement externe, et le ratio du résultat brut d'exploitation sur le stock de capital. La dispersion est beaucoup plus grande pour les rendements d'actifs et les disponibilités incluant les valeurs mobilières de placement.

Tableau 3

Définition des variables et acronymes

Acronymes	Description de la variable
I/K	Investissement brut/Capital = I(t)/K(t-1)
S/K	Ventes/Capital = S(t)/K(t-1)
Y/K	Production/Capital = Y(t)/K(t-1)
CF/K	Cash Flow(a)/Capital = CF(t)/K(t-1)
CS/K	Disponibilités incluant les VMP/Capital = CS(t)/K(t-1)
GOP/K	Résultat brut d'exploitation/Capital = GOP(t)/K(t-1)
B/K	Dette/Capital = B(t)/K(t-1)
YP	Effectifs salariés
ROA	Rendement sur actifs nets
EFC	Coût de financement externe

(a) mesuré par la capacité d'autofinancement

Tableau 4

Statistiques descriptives

Variable	Moyenne		Écart type		Valeurs extrêmes			
	France	Espagne	France	Espagne	France		Espagne	
					Min.	Max.	Min.	Max.
I/K	0,139	0,148	0,144	0,184	0,002	1,026	- 0,156	1,285
S/K	4,123	4,477	3,771	4,673	0,717	79,80	0,370	64,359
Y/K	3,718	4,538	3,488	4,676	- 0,737	79,80	0,348	64,359
CF/K	0,332	0,339	0,312	0,444	- 0,652	4,219	- 1,081	4,154
CS/K	0,284	0,370	0,634	0,895	0,000	26,50	- 0,071	19,870
GOP/K	0,196	0,409	0,302	0,441	- 2,637	5,92	- 1,142	4,737
B/K	0,592	0,711	0,651	0,926	0,013	9,78	0	9,858
YP	169	199	933	769	1	63258	1	15665
ROA	0,116	0,130	0,422	0,782	- 33,09	69,20	- 29,727	79,5
EFC	0,084	0,178	0,527	0,610	0,00	73,00	0	40

Tableau 5

Statistiques descriptives**Médiane par sous-échantillon**

Variables	France		Espagne	
	Société ne distribuant pas de dividendes (DT=0)	Sociétés distribuant des dividendes (DT>0)	Sociétés ne distribuant pas de dividendes (DT=0)	Sociétés distribuant des dividendes (DT>0)
I/K	0,085	0,111	0,088	0,103
S/K	2,938	3,138	3,016	3,100
Y/K	2,653	2,874	3,076	3,137
CF/K	0,222	0,351	0,194	0,377
CS/K	0,058	0,192	0,090	0,177
GOP/K	0,134	0,216	0,273	0,396
B/K	0,444	0,323	0,515	0,223
YP	46	56	44	86
ROA	0,081	0,154	0,099	0,168
EFC	0,066	0,061	0,108	0,090

Les valeurs médianes des principales variables sont reportées dans le tableau 5. Ces statistiques semblent suggérer que les entreprises qui ne payent pas de dividendes sont celles qui sont financièrement contraintes. Les résultats de ce tableau semblent cohérents avec l'hypothèse d'existence d'une prime de financement externe reflétant le coût de surveillance des projets d'investissement pour le prêteur. Cette prime de financement extérieur est une fonction croissante des problèmes d'asymétries d'information entre les firmes et les bailleurs de fonds. On a constaté, sur les deux échantillons, que le coût médian de la dette était

sensiblement plus élevé pour les entreprises qui ne payaient pas de dividendes. La différence du coût médian de la dette entre les entreprises qui distribuent les dividendes et les autres s'élève à 0,5 point de base dans le cas de la France, contre 1,8 point de base en Espagne. Par ailleurs, les entreprises n'en distribuant pas ont un niveau d'endettement plus élevé dans les deux pays.

Les entreprises des deux pays qui payent des dividendes ont, relativement à leur capital social, un niveau de disponibilités important et génèrent, toutes choses égales par ailleurs, un niveau élevé de capacité de financement interne (que ce soit le résultat brut d'exploitation ou la variable de *cash-flow*). Enfin, le ratio de l'investissement sur le stock de capital reste élevé pour les entreprises distribuant les dividendes.

Sur le plan économétrique, les résultats sont obtenus par la méthode des moments généralisés (GMM), avec introduction des *dummies* temporelles. Afin d'éviter les problèmes issus de la présence d'effets individuels inobservables, les estimations sont basées sur la méthode de déviations orthogonales proposée par Arellano et Bover (1995).

Le résultat brut d'exploitation pouvant être considéré comme une approximation de la productivité marginale du capital, on s'attend à ce que son influence soit négative sur l'investissement en l'absence de régimes financiers. Si l'hypothèse d'absence de frictions financières est incorrecte, la disponibilité des fonds internes devrait affecter positivement le niveau de l'investissement. Les résultats obtenus à partir d'un modèle basé sur l'équation d'Euler classique sans régime financier ont plutôt indiqué un effet positif du résultat brut d'exploitation sur l'investissement⁵, confortant ainsi le choix d'un modèle prenant en compte l'existence des régimes financiers ; l'influence positive du résultat brut d'exploitation indique en effet l'existence des contraintes de liquidité⁶.

Afin de mieux prendre en compte ces contraintes de liquidité dans le modèle, on a introduit une variable indicatrice S_{it} prenant la valeur 1 si la firme est financièrement contrainte (elle ne distribue pas de dividendes sur deux périodes consécutives), et 0 sinon. Cette variable a ensuite été croisée avec toutes les variables explicatives du modèle⁷, mais seule son interaction avec le ratio résultat brut d'exploitation sur stock du capital est prise en compte, ceci étant le meilleur moyen de tester directement l'absence ou non de contraintes financières.

Les résultats économétriques obtenus sont donnés dans le tableau 6.

Tableau 6

Résumé des principaux résultats économétriques (variable expliquée $\frac{I_t}{K_{t-1}}$)

⁵ Le même résultat est obtenu lorsque l'on remplace le résultat brut d'exploitation par la capacité d'autofinancement (*cash-flow*) dans les estimations.

⁶ Cf. étude globale pour plus de détails

⁷ Les coefficients du sous-échantillon contraint sont alors la somme des termes croisés et non croisés, alors que ceux du sous-échantillon non contraint sont les résultats des estimations sur les variables simples (non croisées). On a supposé que la variable S_{it} était endogène, et par conséquent elle a été instrumentalisée.

	France	Espagne
$\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,490 (0,199)	0,449 (0,223)
$\left(\frac{I_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	- 0,681 (0,313)	- 0,413 (0,285)
$\frac{GOP_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,069 (0,031)	- 0,001 (0,044)
$\frac{Y_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}$	0,008 (0,004)	0,017 (0,007)
$\left(\frac{B_{i,t-1}}{K_{i,t-2}}\right)^2$	- 0,002 (0,003)	- 0,004 (0,003)
$S_{it} \frac{GOP_{it-1}}{K_{it-2}}$	0,041 (0,024)	0,106 (0,044)
m1	- 6,71	- 5,21
m2	- 0,06	0,60
Sargan (p-value)	40,8 (0,76)	43,2 (0,67)

Proportion des observations avec $S_{it} = 0$

0,32

0,21

NB : Méthode d'estimation : GMM par la méthode de déviations orthogonales. Introduction des dummys temporelles. m_i désigne le test d'autocorrélation d'ordre i utilisant les résidus en différences premières (loi normale standard asymptotiquement). Le Sargan représente le test de suridentification (suit asymptotiquement χ^2 , avec le nombre de degrés de liberté entre parenthèses). Différence-Sargan est le test de validation de l'ajout d'instruments additionnels (suit asymptotiquement un χ^2). Les instruments sont $t-3$, $t-4$. Cf. tableau 3 pour la définition des variables. Les écarts-types sont entre parenthèses.

Ces résultats économétriques montrent une grande cohérence entre les entreprises des deux pays. Ils indiquent clairement la présence dans les deux échantillons d'un sous-ensemble de firmes financièrement contraintes, en ce sens que leur investissement est lié positivement à la disponibilité des ressources internes. Ceci confirme bien qu'il y a dans les deux pays une différence de comportement d'investissement des firmes selon leur situation financière. Cependant, de petites différences apparaissent. Dans le cas espagnol par exemple, le coefficient associé au résultat brut d'exploitation est nul pour le sous-échantillon non contraint, et positif et significatif pour le sous-échantillon contraint. Dans le cas de la France, ce coefficient reste significativement positif dans les deux cas, bien que faible pour le sous-échantillon non contraint.

Les résultats ainsi obtenus sont conformes au fait que les entreprises ne payant pas de dividendes sont contraintes financièrement, car elles ont une capacité limitée dans la génération des sources de financements internes. Finalement, ils suggèrent que le comportement d'investissement des entreprises dans le régime contraint affiche une forte sensibilité à la génération des ressources internes.

Bibliographie

Arellano (M.) et Bond (S.) (1991) : « *Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations* », *Review of Economic Studies*, 58. 277-297

Arellano (M.) et Bover (O.) (1995) : « *Another look at the instrumental variables estimation of error component models* », *Journal of Econometrics*, 68. 29-52

Bond (S.) et Meghir (C.) (1994) : « *Dynamic investment models and the firm's financial Policy* », *Review of Economic Studies*, 61(2). 197-222

Bond (S.), Elston (J.), Mairesse (J.) et Mulkay (B.) (1997) : « *Financial factors and investment in Belgium, France, Germany and the UK: a comparison using company panel data* », *National Bureau of Economic Research, Working Paper* n° 5900

Chatelain (J.B.) et Tiomo (A.) (2001) : « *Investment, the cost of capital and monetary policy in the nineties in France: a panel data investigation* », *ECB Working Paper* No.106

Chatelain (J.B), Generale (A.), Hernando (I.), von Kalckreuth (U.) et Vermeulen (P.) (2001) : « *Firm investment and monetary transmission in the euro area* », *ECB Working Paper* No.112

ECCB (2000) : « *Corporate finance in Europe from 1986 to 1996* », *European Committee of Central Balance Sheet Offices, Own Funds Working Group*

Fazzari (S.M.), Hubbard (R.G.) et Petersen (B.C.) (1988) : « *Financing constraint and corporate investment* », *Brookings Papers on Economic Activity*, 141-195

Gaiotti (E.) et Generale (A.) (2001) : « *Does monetary policy has asymmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms* », *ECB Working Paper* No.110

Hall (B.), Mairesse (J.) et Mulkay (B.) (1999) : « *Firm-level investment in France and the United States: an exploration of what we have learned in twenty years* », *Annales d'Economie et de Statistique*, 55-56

Hubbard (R.G.) (1998) : « *Capital market imperfections and investment* », *Journal of Economic Literature*, 193-225

Kalckreuth (U.) von (2001) : « *Monetary transmission in Germany: new perspectives on financial constraints and investment spending* », *ECB Working Paper* No.109

Schaller (H.) (1993) : « *Asymmetric information, liquidity constraints and Canadian investment* », *Canadian Journal of Economics*, 26, 552-574

Le coût du crédit aux entreprises

Entre fin avril 2002 et fin juillet 2002, une réduction des taux moyens des crédits aux entreprises est constatée. Entre juillet 2001 et juillet 2002, les taux moyens des prêts aux entreprises sont en baisse, quelle que soit la catégorie de crédit.

(Résultats de l'exploitation de 3 645 déclarations en euros portant sur la période du 15 au 26 juillet 2002)

Évelyne FAM
Direction de la Conjoncture
Service des Synthèses conjoncturelles

1. Évolution au cours du trimestre

*Entre fin avril 2002 et fin juillet 2002,
une réduction des taux moyens des crédits aux entreprises est constatée*

Selon les résultats de l'enquête, le taux moyen de l'escompte enregistre la baisse la plus marquée (– 52 points de base), tandis que la diminution la plus faible concerne les taux moyens des découverts et des autres crédits à court terme (– 21 points de base).

En moyenne, en juillet 2002, l'Euribor à un mois s'est établi à 3,36 %, soit – 2 points de base par rapport à avril 2002. L'Euribor à trois mois est resté stable à 3,41 %. Le TMO s'est réduit de 29 points de base.

Enfin, le TBB se situe à 6,60 % depuis le 15 octobre 2001.

*Apprécieres selon la nature des concours et les tranches de montant,
les évolutions apparaissent plus contrastées*

Toutes les tranches de crédit, à l'exception toutefois des montants inférieurs ou égaux à 15 245 euros, enregistrent une réduction de leur taux moyen en ce qui concerne l'escompte, les découverts et les autres crédits à court terme (baisses comprises entre 1 point de base pour les autres crédits à court terme compris entre 15 245 euros et 45 735 euros et 217 points de base pour les découverts compris entre 304 898 euros et 1 524 490 euros).

S'agissant des crédits à moyen et long termes, seuls les taux moyens des grandes tranches (montants supérieurs à 304 898 euros) s'inscrivent en baisse (3 points de base pour les montants compris entre 304 898 euros et 1 524 490 euros et 151 points de base pour les montants supérieurs à 1 524 490 euros).

2. Évolution sur un an

Entre juillet 2001 et juillet 2002, les taux moyens des prêts aux entreprises sont en baisse quelle que soit la catégorie de crédit

Ainsi, le taux moyen des autres crédits à court terme a diminué de 111 points de base, celui des découverts a enregistré une baisse de 61 points de base et celui de l'escompte de 79 points de base.

Le taux moyen des crédits à moyen et long termes s'est, quant à lui, inscrit en baisse de 64 points de base.

Par ailleurs, sur un an, l'Euribor à un mois a diminué de 116 points de base et l'Euribor à trois mois de 106 points de base, tandis que le TMO a baissé de 24 points de base.

Le TBB s'est élevé à 6,60 % en juillet 2002, contre 7,10 % un an auparavant, soit une baisse de 50 points de base.

Taux observés (données à fin juillet 2002)

Catégories de crédit	Par tranches de montant en euros						(en %) Ensemble (taux moyen)
	≤ 15 245	> 15 245 et ≤ 45 735	> 45 735 et ≤ 76 225	> 76 225 et ≤ 304 898	> 304 898 et ≤ 1 524 490	> 1 524 490	
Escompte							
moyen	8,03	7,16	6,92	5,70	5,05	(4,52)	5,11
Taux minimum	3,71	3,44	3,79	3,44	3,44	(3,65)	
maximum	10,80	10,80	10,80	10,80	10,80	(8,15)	
Découvert							
moyen	9,59	8,20	6,92	6,21	5,54	(4,50)	5,29
Taux minimum	3,44	3,68	3,44	3,44	3,60	(3,39)	
maximum	12,77	12,77	12,77	12,77	12,77	(9,44)	
Autres court terme							
moyen	6,18	6,09	5,87	5,17	4,50	3,89	4,11
Taux minimum	3,76	3,61	3,44	3,40	3,44	3,56	
maximum	10,80	10,80	10,80	9,60	7,70	4,59	
Moyen et long termes							
moyen	5,56	5,50	5,37	5,32	5,11	(4,54)	4,99
Taux minimum	3,46	3,52	3,46	3,70	3,70	(3,68)	
maximum	7,90	8,41	7,06	7,15	6,95	(6,50)	

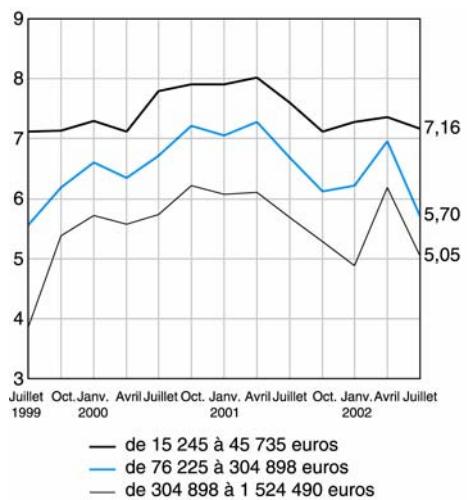
NB : Les taux issus de moins de trente observations sont indiqués entre parenthèses.

Les taux issus de moins de huit observations sont non significatifs (ns).

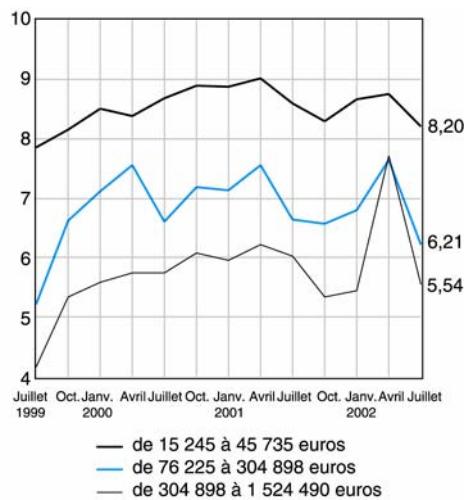
Évolution des taux observés lors des enquêtes

(en %)

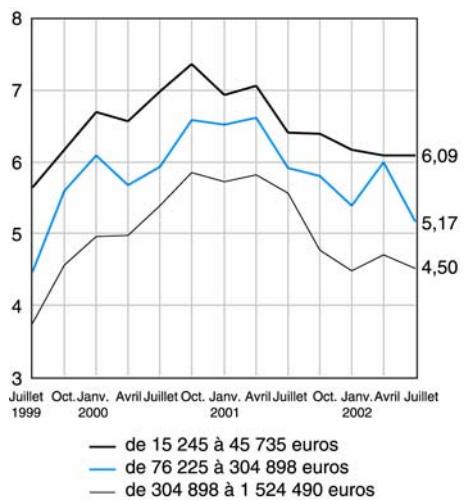
Escompte



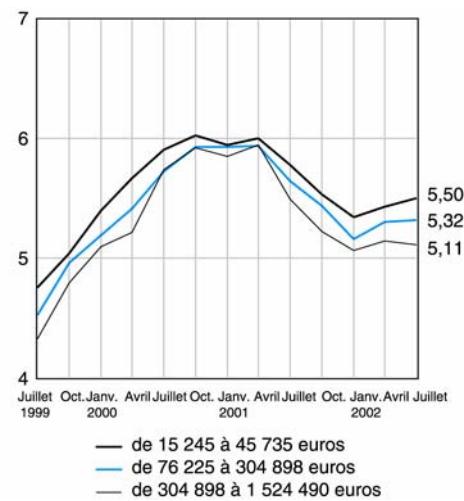
Découvert



Autres court terme



Crédits à moyen et long termes



Les placements en valeurs mobilières des agents économiques au deuxième trimestre 2002

Les résultats de l'enquête-titres du deuxième trimestre 2002 rendent compte de la contraction globale des portefeuilles de valeurs mobilières (- 6,5 % par rapport à fin mars 2002) dans un contexte de très forte volatilité des marchés. Les effets de valorisation négatifs dus essentiellement à la dégradation des marchés d'actions n'ont été que très partiellement compensés par la bonne tenue du marché des obligations françaises ; en outre, les flux d'achats nets de valeurs mobilières de la clientèle des établissements participant à l'enquête ont diminué de près de moitié par rapport au premier trimestre 2002.

Le poids des placements en actions dans l'ensemble des portefeuilles, 37,5% à fin juin 2002, a diminué d'environ 4 points par rapport à mars. La baisse de 15,1 % de l'encours d'actions résulte essentiellement de l'évolution des cours. Les investisseurs institutionnels, les sociétés non financières et les non résidents ont développé leurs avoirs en actions françaises alors que les ménages ont allégé quelque peu leur position.

Les portefeuilles obligataires, qui représentent plus de 40 % des avoirs en valeurs mobilières, ont été nettement renforcés en titres étrangers. Les achats nets des résidents (+ 13,2 milliards d'euros), ont été très majoritairement le fait des investisseurs institutionnels : + 7,7 milliards pour les entreprises d'assurance, + 3,1 milliards pour les établissements de crédit et + 2,4 milliards pour les OPCVM.

Hormis la progression de 3,2 % des titres d'OPCVM monétaires, les encours d'épargne collective ont fortement diminué de 5,9 % pour les titres d'OPCVM non monétaires et de 10,8 % pour les titres d'OPCVM étrangers.

En dépit d'une évolution heurtée des marchés, les agents économiques résidents ont cherché à renforcer leurs placements en valeurs mobilières, délaissant toutefois les obligations françaises et les titres d'OPCVM obligataires. Les sociétés non financières se sont notamment portées sur les titres d'OPCVM français (+ 1,1 milliard d'euros) et les actions françaises (+ 1 milliard d'euros). Les ménages ont également été souscripteurs nets de titres d'OPCVM français (+ 1,3 milliard d'euros). Pour leur part, les non-résidents ont procédé à d'importants achats nets d'obligations françaises (+ 5,7 milliards d'euros) qui ont compensé ainsi les dégagements des secteurs résidents.

Marie-Christine BERGE, Hervé GRANDJEAN
Direction des Études et des Statistiques monétaires
Service d'Études sur les valeurs mobilières

Les résultats de cette enquête-titres sont diffusés sous trois versions : un résumé dans le Bulletin de la Banque de France, le présent texte sur le site Internet de la Banque de France (www.banque-france.fr) et, enfin, une version détaillée, transmise à titre gracieux à toute personne qui en fera la demande, de préférence par télécopie au 01 42 92 27 52.

Rappel méthodologique

Objectifs généraux de l'enquête-titres

Cette enquête analyse de façon détaillée l'évolution des portefeuilles en valeurs mobilières des agents économiques, en décomposant les variations d'encours au prix du marché d'une fin de période à l'autre selon les trois éléments suivants.

1. *Les flux financiers, opérations qui se caractérisent à la fois par une contrepartie monétaire et par un changement de propriété de titres pour les intervenants :*
 - *souscriptions à l'émission et remboursements (actions et obligations) ;*
 - *souscriptions et rachats de titres d'OPCVM ;*
 - *achats et ventes en bourse ;*
 - *opérations de gré à gré (achats et ventes ferme) ;*
 - *cessions temporaires de titres (pensions livrées, rémérés, prêts et emprunts de titres) ;*

Les flux déclarés par les informateurs de l'enquête transitent par l'une ou l'autre des deux filières de règlement-livraison SBI (sociétés de bourse intermédiaires) et Slab (service de livraison par accord bilatéral)¹. Les opérations entre membres du marché transitant par la filière ISB (intersociétés de bourse) ne sont pas couvertes par l'enquête : elles sont dénouées en Chambre de compensation de la Bourse de Paris et ne sont, de ce fait, pas répertoriées par les conservations qui participent à l'enquête. On évite ainsi un double compte des livraisons de titres (entre entreprises d'investissement², puis au compte du client) pour une même négociation. Par ailleurs, les opérations réalisées par les membres du marché, notamment les entreprises d'investissement, pour leur compte propre ou celui de leur clientèle ne sont couvertes que partiellement. Il est prévu d'intégrer à terme les entreprises manquantes dans l'enquête.

2. *Les gains et pertes de détention découlent des variations de cours (cours de bourse et taux de change) entre le début et la fin du trimestre. Ils peuvent concerter aussi bien les titres détenus en fin de période (gains et pertes latents) que les titres cédés au cours de la période (gains et pertes réalisés).*

¹ À titre indicatif, des éléments statistiques consolidés indiquant les volumes de transactions effectuées sur les marchés actions durant chaque trimestre sont communiqués par Euronext.

² Ex-sociétés de Bourse

.../...

3. Les mouvements sans contrepartie monétaire sont des opérations qui ne donnent pas lieu à un règlement entre les intervenants.

Quelques exemples :

- virement de compte à compte (le client change de banque) ;*
- attribution d'actions gratuites ;*
- changement de classification d'un OPCVM ;*
- virement franco (livraison de titres sans espèces).*

Ce cadre d'analyse des placements en valeurs mobilières par marchés et par agents économiques, d'une part, et des interventions en bourse et hors bourse, d'autre part, permet de nombreux croisements.

Champ de l'enquête

L'enquête est menée auprès des principales conservations de titres des établissements de crédit en France (environ 30 conservations représentant 120 établissements de crédit). Elle bénéficie, pour l'année 2002, du label d'intérêt général n° 2002 T 714 BF délivré par le Conseil national de l'information statistique (Cnis).

Secteurs

Le secteur des « investisseurs institutionnels » regroupe les entreprises d'assurance, les caisses de retraite, les OPCVM et les établissements de crédit ; les administrations publiques, les associations et les groupements divers constituent le secteur des « autres agents non financiers ».

L'enquête et les autres statistiques

Le champ de l'enquête-titres diffère de celui d'autres travaux statistiques publiés par la Banque de France, notamment ceux de la direction de la Balance des paiements sur la détention des valeurs françaises par les non-résidents et des titres étrangers par les résidents. Les émissions obligataires des résidents à l'international conservées chez les dépositaires étrangers échappent, en effet, au recensement de l'enquête-titres. À l'inverse, les valeurs étrangères détenues en France par des non-résidents ont logiquement leur place dans l'enquête-titres, alors qu'elles n'ont pas lieu d'être couvertes par la balance des paiements. Il convient de rappeler que sont définies comme valeurs étrangères celles qui sont émises par les non-résidents.

Par ailleurs, l'enquête-titres comptabilise les valeurs mobilières faisant l'objet de cessions temporaires dans le portefeuille du cessionnaire, alors que, dans la balance des paiements et les comptes nationaux financiers, elles demeurent à l'actif du cédant¹.

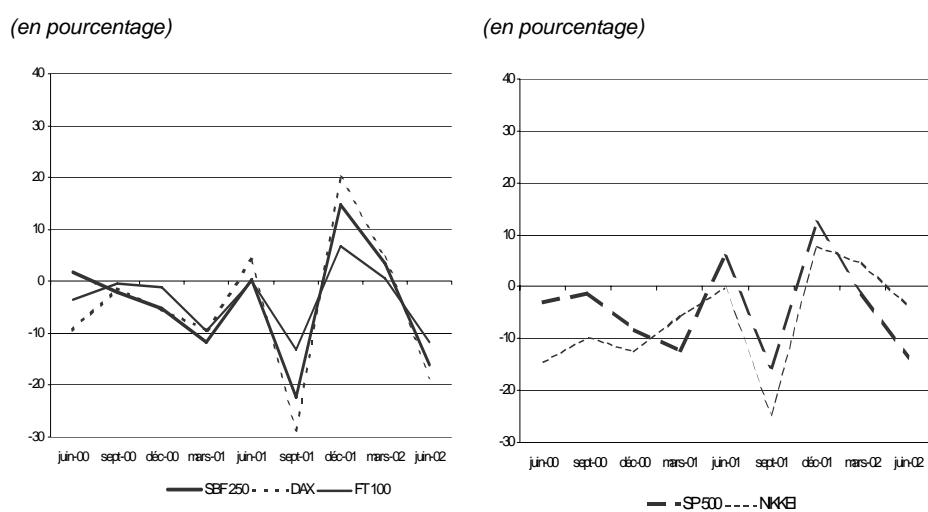
Enfin, les offres publiques d'échange (OPE) transfrontalières qui modifient les patrimoines en valeurs mobilières des résidents et des non-résidents sont retracées par des flux financiers dans la balance des paiements et dans les comptes nationaux financiers, alors que l'enquête-titres les assimile à des mouvements sans contrepartie monétaire.

¹ *L'inclusion des cessions temporaires de titres dans les flux (qui va de pair avec l'inclusion des encours correspondants dans le portefeuille du cessionnaire) correspond au traitement retenu dans les conservations de titres, d'où sont tirées les données des enquêtes-titres.*

1. Le contexte boursier : évolution des indices et des capitalisations au deuxième trimestre 2002

Variation des indices de cours actions

France – Allemagne – Royaume-Uni États-Unis – Japon



Indices boursiers et valorisation des portefeuilles de l'enquête-titres

(en pourcentage de variation par rapport au trimestre précédent)

Juin 2001 Sept. 2001 Déc. 2001 Mars 2002 Juin 2002

Actions françaises cotées

SBF 250	0,42	- 22,30	14,77	3,38	- 15,94
Enquête-titres	- 0,10	- 21,02	14,42	2,32	- 16,67

Obligations françaises

CNO ETRIX	0,03	3,02	0,75	- 0,42	2,84
Enquête-titres	0,03	3,09	0,74	- 0,60	1,98

Dans le sillage de la tendance nettement baissière des marchés boursiers américains (le Standard & Poor's 500 perdant 13,7 %), les marchés européens se sont fortement repliés (-18,8 % pour le DAX, -11,7 % pour le FT 100), la bourse de Tokyo accusant une baisse moins sensible des cours (-3,7 % pour le Nikkei).

Les rendements du marché obligataire parisien se sont sensiblement détendus, l'indice CNO-ETRIX progressant de 2,8 % sur le trimestre.

Marchés de valeurs mobilières françaises

(en milliards d'euros)

	Juin 2001	Sept. 2001	Déc. 2001	Mars 2002	Juin 2002
Capitalisation des actions françaises	1 447	1 139	1 319	1 367	1 150
Encours des obligations françaises	890	905	910	909	914
Actif net des titres d'OPCVM français	809	766	801	840	818
– dont : Titres d'OPCVM monétaires	250	259	258	284	296

Sources : Euronext et Euroclear (capitalisations boursières), Banque de France et COB (actif net)

La capitalisation boursière des actions françaises cotées⁸ a diminué de 15,9 % au cours du deuxième trimestre 2002, celle des obligations françaises a augmenté de 0,6 %. L'encours des titres d'OPCVM non monétaires a baissé de 6,3 %, celui des titres d'OPCVM monétaires a progressé de 4,5%.

Comparaison des capitalisations boursières par pays

(en milliards d'euros)

	Juin 2001	Sept. 2001	Déc. 2001	Mars 2002	Juin 2002
France	1 447	1 139	1 319	1 367	1 150
Allemagne	1 312	1 039	1 204	1 254	1 091
Royaume-Uni	2 584	2 246	2 439	2 453	2 037
États-Unis	17 536	13 483	15 867	16 041	12 251
Japon	3 520	2 695	2 570	2 645	2 504

Sources : Euronext et FIBV

À fin juin 2002, la capitalisation boursière de la place de Paris demeurait supérieure à celle de Francfort et représentait plus de 55 % de celle de Londres.

⁸ Cf. annexe

2. Les évolutions de portefeuille au deuxième trimestre 2002

2.1. Vue d'ensemble

ENSEMBLE DES PORTEFEUILLES							
ANALYSE DE LA VARIATION D'ENCOURS							
(encours en milliards d'euros – variation et structure en pourcentage)							
	Encours			Contributions à la variation d'encours (en montant)			
	mars 2002	juin 2002	Variation (b)	Structure	Flux nets	Valorisation (a)	Mouvements sans contrepartie monétaire
ACTIONS	1 378,6	1 170,3	-15,1%	37,5%	4,7	-219,8	6,8
Françaises cotées	1 118,8	939,9	-16,0%	30,1%	4,2	-186,5	3,4
Françaises non cotées	55,8	56,1	0,5%	1,8%		-0,2	0,5
Étrangères	204,0	174,3	-14,6%	5,6%	0,4	-33,1	2,9
OBLIGATIONS	1 248,8	1 263,3	1,2%	40,5%	12,7	3,0	-1,3
Françaises	731,5	730,3	-0,2%	23,4%	-2,5	14,5	-13,3
dont émises par l'État	436,3	435,0	-0,3%	13,9%			
Étrangères	517,3	533,1	3,0%	17,1%	15,2	-11,5	12,0
TITRES D'OPCVM	714,2	690,0	-3,4%	22,1%	12,3	-34,7	-1,8
FRANÇAIS	681,9	661,2	-3,0%	21,2%	11,8	-31,5	-1,0
Monétaires	214,3	221,1	3,2%	7,1%	6,5	1,4	-1,1
Obligataires	74,0	73,1	-1,2%	2,3%	-0,7	0,8	-1,0
Actions	113,9	95,3	-16,4%	3,1%	1,5	-19,9	-0,3
Diversifiés	129,7	122,7	-5,4%	3,9%	1,8	-9,7	0,9
Garantis	30,1	30,1	0,0%	1,0%	1,4	-1,1	-0,3
Non répartis, non monét.	119,9	119,0	-0,8%	3,8%	1,4	-2,9	0,6
ÉTRANGERS	32,3	28,8	-10,8%	0,9%	0,5	-3,1	-0,8
TOTAL	3 341,7	3 123,6	-6,5%	100,0%	29,7	-251,5	3,7

(a) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

(b) Montant de la variation rapporté à l'encours de début du trimestre, en pourcentage

Source et réalisation : Banque de France

2.2. Les actions

2.2.1. Analyse de la variation d'encours

Actions

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros – variations et structures en %)						
	Encours		Variation globale du trimestre et contributions à la variation (a)			Mouvements
	mars 2002	juin 2002	Variation globale	Flux nets	Valorisation (b)	sans contrepartie monétaire
Françaises cotées	1 118,8	939,9	-16,0	0,4	-16,7	0,3
Ménages	93,7	80,9	-13,6	-0,4	-14,1	0,8
Sociétés	266,2	226,9	-14,8	0,4	-15,5	0,3
Autres agents non financiers	43,5	25,5	-41,4	0,0	-41,7	0,3
Investisseurs institutionnels	303,0	263,9	-12,9	0,8	-14,5	0,9
Non-résidents	412,5	342,8	-16,9	0,3	-17,0	-0,2
Étrangères	204,0	174,3	-14,6	0,2	-16,2	1,4
Ménages	15,1	12,6	-16,5	-0,1	-16,1	-0,3
Sociétés	43,0	39,4	-8,6	0,0	-15,0	6,4
Autres agents non financiers	0,6	0,5	-10,8	-0,5	-18,0	7,7
Investisseurs institutionnels	122,8	103,0	-16,1	0,5	-16,5	-0,1
Non-résidents	22,6	18,8	-16,5	-1,0	-17,0	1,5

- (a) Montant de la variation et contributions à la variation rapportés à l'encours de début du trimestre
(b) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

Source Balance des Paiements (actions détenues en portefeuille et au titre des investissements directs)

-Non-résidents sur actions françaises cotées	503,8	430,1	- 14,6	0,5
-Résidents sur actions étrangères	294,1	246,4	- 16,2	0,1

Au 30 juin 2002, la part des actions françaises cotées détenues par des non-résidents calculée à partir des données Balance des Paiements ressort à 40,5% contre 35% dans l'enquête-titres.

Au 2^{ème} trimestre 2002, la valeur des portefeuilles d'actions françaises cotées recensées dans l'enquête a connu une baisse de 16 %, similaire à celles enregistrées, par la capitalisation boursière de la place de Paris et par l'indice SBF 250 (-15,9 %).

Seuls les ménages et les assurances ont été vendeurs nets, à hauteur de 0,7 million d'euros. Les sociétés, les OPCVM et les non-résidents ont été acheteurs nets pour un montant global de 4,6 millions d'euros. Les acquisitions réalisées par les établissements de crédits ont été peu importantes.

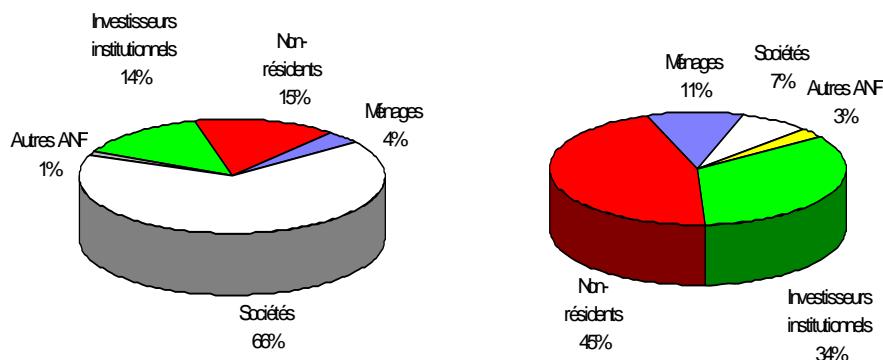
Les actions étrangères détenues par la clientèle des conservateurs résidents ont également enregistré une valorisation négative contractant l'encours de -14,6%. A l'exception des investisseurs institutionnels, tous les secteurs ont été vendeurs nets de ces valeurs.

L'enquête distingue les actions françaises cotées détenues sous la forme du nominatif pur de celles détenues au porteur ou au nominatif administré.

Détention des actions cotées au 30 juin 2002

Au nominatif pur

Hors nominatif pur (a)



(a) Au porteur et au nominatif administré

Les titres émis au nominatif pur représentent près de 25 % de la capitalisation boursière et sont détenus à 66 % par les sociétés non financières. En revanche, les autres formes de détention — au porteur ou nominatif administré — apparaissent principalement dans les portefeuilles des non-résidents et des investisseurs institutionnels.

2.2.2. Transactions sur les actions

Actions

Volume des transactions au deuxième trimestre 2002

	(montants en milliards d'euros, structures en %)					
	Souscrip-tions	Achats	Ventes	Transactions (a)		Taux de Rotation des Encours (b)
		Montants	Montants	Structures		
Françaises cotées	0,3	370,2	366,2	736,7	100,0	0,36
Ménages	0,1	3,5	4,0	7,5	1,0	0,04
Sociétés	0,0	8,9	7,9	16,8	2,3	0,03
Autres agents non financiers	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	0,00
Investisseurs institutionnels	0,1	81,0	78,8	159,9	21,7	0,28
Non-résidents	0,0	276,6	275,4	552,1	74,9	0,73
Étrangères	0,0	94,1	93,7	187,9	100,0	0,50
Ménages	0,0	0,6	0,6	1,2	0,6	0,04
Sociétés	0,0	0,5	0,5	1,0	0,5	0,01
Autres agents non financiers	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,12
Investisseurs institutionnels	0,0	34,2	33,6	67,8	36,1	0,30
Non-résidents	0,0	58,8	59,0	117,8	62,7	2,84

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes

(b) Demi-somme des transactions rapportée à la moyenne des encours de début et de fin de période

Source Balance des Paiements (actions détenues en portefeuille et au titre des investissements directs)

-Non-résidents sur actions françaises cotées	0,2	147,0	144,5	291,7
-Résidents sur actions étrangères	0,0	123,4	123,0	246,4

Au 2^{ème} trimestre 2002, les principaux intervenants sur les marchés d'actions françaises cotées ont été, comme à l'accoutumée, les clients non résidents des dépositaires français, qui ont réalisé près des trois-quarts des transactions. L'activité des non-résidents a représenté également 63 % des transactions sur actions étrangères, contre 36 % pour les investisseurs institutionnels. Les taux de rotation des portefeuilles actions des non-résidents clients des dépositaires français apparaissent ainsi beaucoup plus élevés que ceux des autres secteurs.

L'écart observé entre le montant des transactions sur actions françaises cotées réalisées par les non-résidents dans la balance des paiements et celui relevé dans l'enquête-titres provient, pour l'essentiel, de la différence de méthode de traitement des cessions temporaires de titres (cf. encadré méthodologique).

2.3. Les obligations

2.3.1. Analyse de la variation d'encours

Obligations

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros – variations et structures en %)

	Encours		Variation globale du trimestre et contributions à la variation (a)			Mouvements sans contrepartie monétaire
	Mars 2001	Juin 2002	Variation globale	Flux nets	Valorisation (b)	
Françaises	731,5	730,3	- 0,2	- 0,3	2,0	- 1,8
Ménages	46,9	47,2	0,6	- 0,2	1,5	- 0,7
Sociétés	16,1	15,6	- 2,9	- 3,5	3,2	- 2,6
Autres agents non financiers	7,5	8,0	6,6	- 0,0	1,9	4,7
Investisseurs institutionnels	474,1	464,1	- 2,1	- 1,6	2,0	- 2,5
Non-résidents	186,8	195,4	4,6	3,0	2,1	- 0,5
Étrangères	517,3	533,1	3,0	2,9	- 2,2	2,3
Ménages	0,8	0,8	- 1,2	2,0	- 1,9	- 1,3
Sociétés	16,4	16,2	- 1,4	3,6	- 3,5	- 1,6
Autres agents non financiers	2,1	2,4	13,3	8,1	- 2,2	7,4
Investisseurs institutionnels	376,8	390,1	3,5	3,5	- 2,4	2,4
Non-résidents	121,2	123,6	2,0	1,0	- 1,5	2,6

(a) Montant de la variation et contributions à la variation rapportés à l'encours de début du trimestre

(b) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

Source Balance des Paiements

-Non-résidents sur obligations françaises	330,7	335,7	1,5	2,1	- 0,6
-Résidents sur obligations étrangères	335,6	346,5	3,2	4,1	- 0,9

Selon la Balance des Paiements, la détention par des non-résidents de titres obligataires émis par des résidents s'élève à 335,7 milliards d'euros à fin juin 2002. Les obligations émises par les résidents à l'international et conservées chez les dépositaires étrangers ne sont pas couvertes par l'enquête-titres, qui ne recense que les titres conservés en France. Ainsi, la conservation en France d'obligations françaises détenues par les non-résidents représente 195,4 milliards d'euros au 30 juin 2002 dans l'enquête-titres.

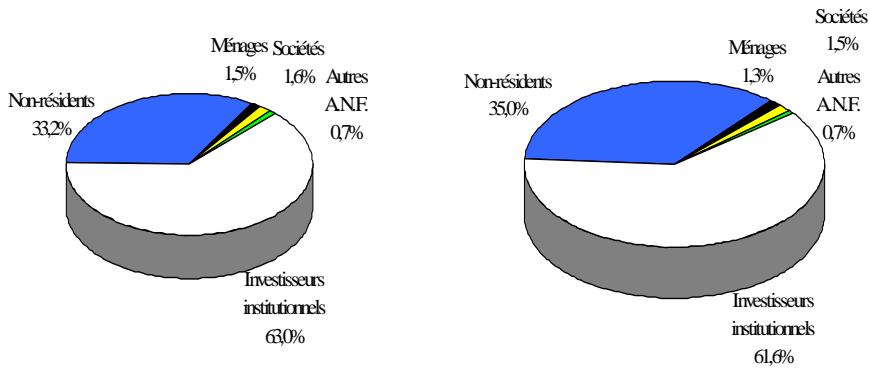
Au 2^{ème} trimestre 2002, les portefeuilles d'obligations françaises recensés dans l'enquête ont globalement peu varié (-0,2%). Des comportements différenciés selon les secteurs détenteurs ont toutefois été observés. Les souscriptions et achats nets des non-résidents ont représenté 5,7 milliards d'euros. Les investisseurs institutionnels ont été vendeurs nets pour un montant de 7,5 milliards. Les autres secteurs ont procédé à des allégements limités.

Les portefeuilles d'obligations étrangères ont à nouveau augmenté mais dans une moindre mesure que les trimestres précédents (+3% après +5,4 % et +6,2 % respectivement au 1^{er} trimestre 2002 et au 4^{ème} trimestre 2001), compte tenu d'effets de valorisation négatifs (-2,2 %). Des achats nourris ont contribué à la progression de l'encours, émanant en particulier des investisseurs institutionnels (+13,2 milliards d'euros) qui ont privilégié les obligations étrangères au détriment des obligations françaises : entreprises d'assurance (+ 7,7 milliards), établissements de crédit (+3,1 milliards), OPCVM (+ 2,4 milliards).

Obligations d'État

Répartition par groupes de porteurs

Mars 2002 Juin 2002



La part de la dette obligataire de l'État détenue par les clients non-résidents des établissements conservateurs répondant à l'enquête titres s'est sensiblement accrue depuis le début de l'année : elle est estimée à 35 % à fin juin 2002, contre 32,5 % à fin décembre 2001⁹.

2.3.2. Transactions sur les obligations

Obligations

Volume des transactions au deuxième trimestre 2002

	(encours en milliards d'euros, structures en %)						
	Souscrip- tions	Achats	Ventes	Rembour- -sements	Transactions (a)		Taux de rotation des Encours (b)
					Montants	Montants	
Françaises cotées	2,8	2 609,6	2 602,5	12,4	5 227,3	100,0	3,58
Ménages	1,5	0,3	0,7	1,2	3,7	0,1	0,04
Sociétés	0,1	16,4	16,7	0,3	33,5	0,6	1,06
Autres agents non financiers	0,1	0,3	0,2	0,1	0,6	0,0	0,04
Investisseurs institutionnels	1,2	2 502,9	2 503,2	8,3	5 015,6	95,9	5,35
Non-résidents	0,0	89,8	81,6	2,5	173,9	3,3	0,45
Étrangères	0,6	355,0	329,5	10,9	696,0	100,0	0,66
Ménages	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,03
Sociétés	0,0	3,9	2,4	0,9	7,1	1,0	0,22
Autres agents non financiers	0,0	0,3	0,1	0,0	0,5	0,1	0,11
Investisseurs institutionnels	0,6	322,1	302,2	7,3	632,2	90,8	0,82
Non-résidents	0,0	28,7	24,9	2,6	56,2	8,1	0,23

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes + remboursements

(b) Demi-somme des transactions rapportée à la moyenne des encours de début et de fin de période

Source Balance des Paiements

-Non-résidents sur obligations françaises	7,7	62,9	59,4	4,1	134,1
-Résidents sur obligations étrangères	8,2	300,6	287,7	7,2	603,7

Une partie des opérations sur obligations françaises sont des cessions temporaires qui ne sont pas considérées comme des transactions en Balance des Paiements. Cette différence méthodologique, ajoutée à celle de la différence de champ couvert par les deux sources statistiques, explique les écarts observés dans les deux tableaux ci-dessus.

Au 2^{ème} trimestre 2002, les investisseurs institutionnels sont restés de très loin les principaux intervenants sur les marchés d'obligations françaises et étrangères, y réalisant respectivement 95,9 % et 90,8 % des transactions.

⁹ Le taux de détention par les non-résidents des emprunts d'État élaboré par la direction de la Balance des paiements (i.e. hors effet des cessions temporaires de titres) est, à fin juin 2002, de 29,5 % (contre 28,6 % à fin mars 2002).

2.4. Les titres d'OPCVM

2.4.1. Analyse de la variation d'encours

Titres d'OPCVM

Analyse de la variation d'encours

(encours en milliards d'euros – variations et structures en %)

	Encours		Variation globale du trimestre et contributions à la variation (a)			
	mars 2002	juin 2002	Variation Globale	Flux nets	Valorisation (b)	Mouvements sans contrepartie monétaire
Monétaires	214,3	221,1	3,2	3,0	0,7	- 0,5
Ménages	28,8	30,0	4,3	4,5	1,1	- 1,3
Sociétés	73,6	72,8	- 1,0	- 0,3	0,2	- 1,0
Autres agents non financiers	28,1	27,2	- 3,1	- 2,0	0,8	- 2,0
Investisseurs institutionnels	78,6	85,7	9,0	7,2	0,8	0,9
Non-résidents	5,2	5,4	2,5	4,6	0,6	- 2,7
Non monétaires	467,6	440,1	- 5,9	1,1	- 7,0	- 0,0
Ménages	124,0	112,0	- 9,7	- 0,0	- 9,3	- 0,4
Sociétés	35,5	34,4	- 3,0	3,6	- 6,1	- 0,5
Autres agents non financiers	25,9	24,7	- 4,8	- 0,4	- 6,0	1,6
Investisseurs institutionnels	267,4	255,2	- 4,6	1,4	- 6,1	0,1
Non-résidents	14,8	13,9	- 6,1	1,9	- 7,2	- 0,8
Etrangers	32,3	28,8	- 10,8	1,6	- 9,7	- 2,6
Ménages	3,8	3,5	- 7,7	- 1,1	- 8,9	2,2
Sociétés	2,0	1,9	- 3,2	1,3	- 12,7	8,3
Autres agents non financiers	0,3	0,3	- 14,5	- 1,7	- 9,5	- 3,2
Investisseurs institutionnels	25,0	22,1	- 11,6	2,5	- 9,7	- 4,4
Non-résidents	1,1	1,0	- 16,4	- 8,1	- 8,9	0,5

(a) Montant de la variation et contributions à la variation rapportés à l'encours de début du trimestre
(b) Plus ou moins-values latentes (titres acquis ou conservés) ou réalisées (titres cédés) du fait des variations de cours observées entre le début et la fin de période

Source Balance des Paiements						
-Non-résidents sur titres d'OPCVM français	25,3	22,7	- 10,3	2,0	- 12,3	
-Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	29,5	26,1	- 11,5	1,4	- 12,9	

L'encours des titres d'OPCVM français dans les portefeuilles couverts par l'enquête a diminué de 3 % (soit +3,2 % pour les encours de titres d'OPCVM monétaires et - 5,9 % pour les titres d'OPCVM non monétaires).

Les souscriptions nettes de titres d'OPCVM monétaires se sont élevées à 6,5 milliards d'euros. On note en particulier des mouvements d'investissements nets relativement importants de la part des investisseurs institutionnels (+ 5,6 milliards d'euros) et des ménages (+ 1,3 milliard d'euros).

Les souscriptions nettes de titres d'OPCVM non monétaires, d'un montant de 5,3 milliards d'euros, ont été principalement le fait des investisseurs institutionnels (+ 3,9 milliards d'euros) et des sociétés non financières (+1,3 milliard d'euros).

2.4.2. Transactions sur les titres d'OPCVM

Titres d'OPCVM

Volume des transactions au deuxième trimestre 2002

(encours en milliards d'euros, structures en %)

Souscriptions	Rachats	Transactions (a)		Taux de Rotation des Encours (b)
		Montants	Montants	
				Structures

Monétaires	242,7	236,2	478,9	100,0	1,10
Ménages	6,6	5,3	11,8	2,5	0,20
Sociétés	101,4	101,6	202,9	42,4	1,39
Autres agents non financiers	31,9	32,5	64,4	13,4	1,16
Investisseurs institutionnels	99,7	94,0	193,8	40,5	1,18
Non-résidents	3,1	2,9	6,0	1,3	0,57
Non monétaires	68,6	63,3	132,0	100,0	0,15
Ménages	5,6	5,6	11,2	8,5	0,05
Sociétés	9,5	8,2	17,6	13,4	0,25
Autres agents non financiers	2,8	2,9	5,7	4,3	0,11
Investisseurs institutionnels	44,1	40,2	84,3	63,9	0,16
Non-résidents	6,7	6,4	13,1	9,9	0,46
Étrangères	11,4	10,9	22,2	100,0	0,36
Ménages	0,2	0,2	0,4	1,7	0,05
Sociétés	0,2	0,2	0,5	2,0	0,12
Autres agents non financiers	0,0	0,0	0,0	0,2	0,07
Investisseurs institutionnels	8,9	8,3	17,2	77,6	0,37
Non-résidents	2,0	2,1	4,1	18,4	1,96

(a) Transactions : souscriptions + achats + ventes

(b) Demi-somme des transactions rapportée à la moyenne des encours de début et de fin de période

Source Balance des Paiements

-Non-résidents sur titres d'OPCVM français	7,1	6,6	13,7
-Résidents sur titres d'OPCVM étrangers	4,2	3,8	8,0

Alors que les sociétés non financières ne détiennent que 32,9 % des encours de titres d'OPCVM monétaires, elles ont réalisé 42,4 % des transactions sur ces valeurs. À l'inverse, les ménages, avec 13,6 % des encours, n'ont effectué que 2,5 % des transactions. Les investisseurs institutionnels ont réalisé un volume de transactions correspondant à leur part dans l'encours, de l'ordre de 40 %.

Des différences sensibles de comportement s'observent également pour les titres d'OPCVM non monétaires : les ménages qui en détiennent 25,4 % ont réalisé 8,5 % des transactions du trimestre ; les investisseurs institutionnels (principalement les entreprises d'assurances) qui détiennent 58 % des encours ont réalisé 63,9 % des transactions.

3. La structure des portefeuilles au 30 juin 2002

3.1. Structure de détention des valeurs mobilières par secteur

3.1.1. Ensemble des valeurs mobilières

Structure de détention des valeurs mobilières par secteurs

	Actions françaises	Actions étrangères	Obligations françaises	Obligations étrangères	(en pourcentage)	
					Titres d'OPCVM français	dont monétaires
Ménages						
Décembre 2000	8,6	8,1	7,0	0,3	25,2	13,4
Décembre 2001	8,1	7,1	6,7	0,2	22,9	13,6
Juin 2002	8,6	7,2	6,5	0,2	21,5	13,6
Sociétés						
Décembre 2000	21,5	19,2	3,2	3,6	14,2	32,3
Décembre 2001	24,3	22,1	2,3	3,2	15,1	33,5
Juin 2002	24,1	22,6	2,1	3,0	16,2	32,9
Autres ANF						
Décembre 2000	6,6	0,6	1,2	0,5	7,8	12,9
Décembre 2001	4,4	0,4	1,2	0,4	7,5	11,5
Juin 2002	2,7	0,3	1,1	0,4	7,8	12,3
Investisseurs Institutionnels						
Décembre 2000	25,7	57,8	67,9	70,6	50,4	39,8
Décembre 2001	26,7	59,3	65,2	73,1	51,8	39,1
Juin 2002	28,1	59,1	63,5	73,2	51,6	38,7
Non-résidents						
Décembre 2000	37,5	14,2	20,7	25,0	2,4	1,7
Décembre 2001	36,5	11,1	24,7	23,1	2,8	2,4
Juin 2002	36,5	10,8	26,8	23,2	2,9	2,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

3.1.2. Actions françaises cotées

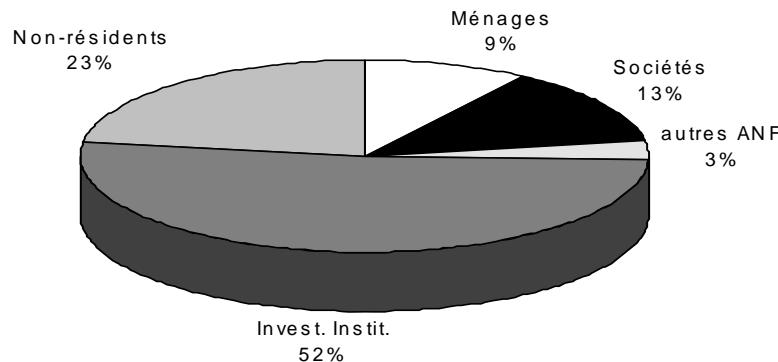
La part des clients non résidents des dépositaires français dans la capitalisation boursière des actions françaises est évaluée au 30 juin 2002 à 36,5 %¹⁰ (baisse de 1 point par rapport à décembre 2000). La part des investisseurs institutionnels a progressé de 2,4 points par rapport à décembre 2000, passant de 25,7 % à 28,1 %. Celle des ménages a retrouvé à 8,6 % son niveau de décembre 2000.

Par ailleurs, la part des sociétés non financières a augmenté de 2,6 points, au cours des 18 derniers mois pour atteindre 24,1 %. Celle des administrations (2,4 %) a continué de reculer, essentiellement en raison des effets de valorisation ayant affecté négativement la capitalisation boursière des entreprises publiques cotées sur le marché.

¹⁰ Selon les statistiques de la Balance des paiements, le taux de détention par les non-résidents des actions françaises cotées était d'environ 40,4 % de la capitalisation boursière à fin juin 2002.

3.2. Structure des portefeuilles des investisseurs

Poids respectif des portefeuilles des différents secteurs dans l'enquête à fin juin 2002



Poids respectif des différentes valeurs dans le portefeuille des secteurs

	Ménages	Sociétés	Autres ANF	Investisseurs institutionnels	Non-résidents	(en pourcentage)
Actions françaises cotées						
Décembre 2000	31,2	60,7	57,5	20,5	61,2	
Décembre 2001	28,4	59,7	44,2	18,0	54,5	
Juin 2002	27,3	54,8	28,7	16,3	48,8	
Actions non cotées						
Décembre 2000	2,8	1,4	0,1	1,6	0,3	
Décembre 2001	3,1	1,5	0,2	2,0	0,2	
Juin 2002	3,2	1,7	0,3	2,3	0,2	
Obligations françaises						
Décembre 2000	14,2	5,0	5,9	30,3	18,9	
Décembre 2001	15,5	3,7	8,0	29,1	24,4	
Juin 2002	15,9	3,8	9,0	28,6	27,8	
OPCVM français						
Décembre 2000	45,1	19,8	33,8	19,9	1,9	
Décembre 2001	47,2	21,9	44,7	20,6	2,5	
Juin 2002	47,9	25,9	58,4	21,0	2,7	
Valeurs étrangères						
Décembre 2000	6,7	13,1	2,7	27,6	17,6	
Décembre 2001	5,8	13,3	2,9	30,2	18,5	
Juin 2002	5,7	13,9	3,6	31,8	20,4	
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	

Les ménages privilégient les formes d'épargne collective et les placements en actions

Les titres d'OPCVM français et étrangers représentent 49 % du portefeuille des ménages. Si l'on fait masse des titres d'OPCVM actions (13,2 % du portefeuille), des titres d'OPCVM garantis qui sont essentiellement investis en actions (6,6 %) et des actions françaises et étrangères détenues en direct (34,8 %), les marchés d'actions représentent 54,6 % des placements en valeurs mobilières des ménages à la fin du deuxième trimestre 2002, contre 57,5 % à mars 2002. La part des obligations progresse légèrement (1,4 %), le poids des titres obligataires étrangers demeurant marginal.

Primaute des titres de taux dans le portefeuille des investisseurs institutionnels

Les titres de taux (obligations françaises et étrangères, titres d'OPCVM monétaires et obligataires) représentent une part prépondérante des portefeuilles des investisseurs institutionnels ; à fin juin 2002, ils en constituaient un peu plus des trois cinquièmes (60,6 %). Depuis décembre 2000, la part des obligations s'est stabilisée autour de 50 %, celle des obligations françaises, 28,6 % à fin juin, diminue de 1,7 point.

Tassement de la part des actions françaises cotées et progression du poids des obligations françaises dans le portefeuille des non-résidents

La part des placements en actions françaises cotées dans le portefeuille des non-résidents fléchit assez fortement (48,8 % à fin juin 2002, contre 54,5 % à fin décembre 2001 et 61,2 % à la fin de 2000), tout en restant dominante. La part des obligations françaises progresse de 3,4 points au cours du semestre pour atteindre 27,8 % à fin juin 2002.

Forte proportion d'actions françaises cotées dans le portefeuille des sociétés non financières

Le poids des actions françaises cotées dans le portefeuille des sociétés traduit la nature très particulière de la composition de l'actionnariat des entreprises françaises cotées en raison de la fréquence de liens capitalistiques croisés, parfois issus d'opérations de fusions et d'acquisitions. Dans l'enquête, ces participations sont valorisées au prix du marché.

Prépondérance des actions françaises cotées dans le portefeuille des administrations publiques

Le poids des actions françaises cotées dans le portefeuille des autres agents non financiers (ANF) reflète pour l'essentiel la détention d'actions par les administrations publiques (51,3% de leur portefeuille) à travers les participations financières de l'Etat dans des entreprises dont le capital a été ouvert au public. Dans l'enquête, ces participations sont valorisées au prix du marché.

3.3. Performances et durées de détention par secteur

3.3.1. Les effets de valorisation par secteur mesurés par l'enquête

Performances par secteur détenteur au deuxième trimestre 2002

Montant de la valorisation rapporté à l'encours de début de période en pourcentage						
	Ménages	Sociétés	Autres ANF	Invest. Instit.	Non-résidents	Total des secteurs
Actions françaises cotées	-14,1	-15,5	-41,7	-14,5	-17,0	-16,7
Obligations françaises	1,5	3,2	1,9	2,0	2,1	2,0

L'évolution de la valeur des portefeuilles d'actions françaises cotées, estimée à partir des résultats de l'enquête, est proche de celle de l'indice de référence du marché (indice SBF 250) pour tous les secteurs détenteurs, à l'exception du secteur des « Autres agents non financiers » principalement constitué des administrations publiques. Le portefeuille d'actions françaises cotées de ces dernières comprend en effet une part importante de titres France Télécom dont le cours a chuté de 73,1 % au deuxième trimestre 2002.

3.3.2. Durées de détention des actions

Durées de détention apparentes sur un an (juin 2001-juin 2002)

	Actions françaises cotées	Actions étrangères
Ménages	5 ans 1 mois	5 ans 4 mois
Sociétés	10 ans 7 mois	35 ans 2 mois
Autres secteurs (a)	1 an 4 mois	1 an 1 mois
Non-résidents	5 mois	2 mois
Total des secteurs	11 mois	8 mois

(a) Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM

Au deuxième trimestre 2002, les durées de détention apparentes des actions françaises cotées et des actions étrangères sont en moyenne, respectivement, de 11 et 8 mois. Les sociétés ont en moyenne une durée de conservation des actions élevée qui traduit essentiellement la stabilité des liens de participation. Les ménages montrent également un comportement d'actionnaire stable. En revanche, les clients non résidents des dépositaires français ne conservent leurs actions que peu de temps.

3.3.3. Durées de détention des obligations

Durées de détention apparentes sur un an (juin 2001- juin 2002)

	Obligations françaises	Obligations étrangères
Ménages	7 ans 9 mois	7 ans 7 mois
Sociétés	3 mois	1 an 1 mois
Autres secteurs (a)	1 mois	3 mois
Non-résidents	7 mois	1 an 8 mois
Total des secteurs	1 mois	4 mois

(a) Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM

La durée de détention apparente des obligations françaises est en général assez courte en raison de la prépondérance des flux de cessions temporaires des investisseurs institutionnels (établissements de crédit et OPCVM, notamment) sauf dans le cas des ménages qui conservent leurs titres plusieurs années.

La durée de détention des obligations étrangères est un peu plus longue que pour les obligations françaises. Toujours très courte pour les investisseurs institutionnels, elle est beaucoup plus élevée dans le cas des ménages et des non-résidents.

3.3.4. Durées de détention des titres d'OPCVM

Durées de détention apparentes sur un an (juin 2001- juin 2002)

	Titres d'OPCVM français	dont Titres d'OPCVM monétaires
Ménages	2 ans 10 mois	1 an 1 mois
Sociétés	3 mois	2 mois
Autres secteurs (a)	7 mois	3 mois
Non-résidents	9 mois	5 mois
Total des secteurs	7 mois	3 mois

(a) Associations et groupements divers, administrations publiques, entreprises d'assurance, caisses de retraite, établissements de crédit et OPCVM

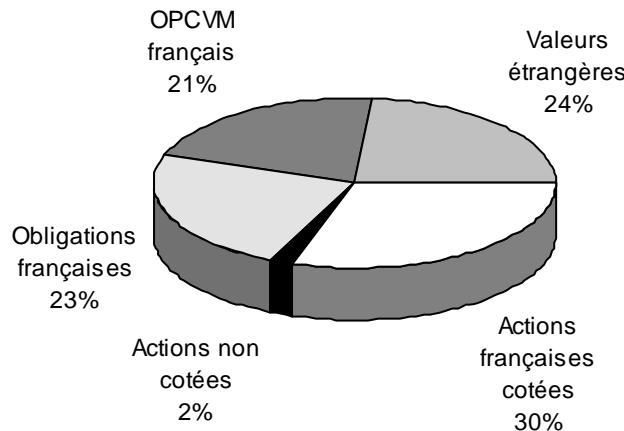
Alors que les ménages conservent assez longuement leurs titres d'OPCVM monétaires et surtout non monétaires, le comportement des sociétés et, dans une moindre mesure, celui des « autres secteurs » et des non-résidents montre un taux de rotation plus important des titres d'OPCVM français au sein de leur portefeuille.

ANNEXE

Couverture de l'enquête-titres

	(en %)	
	mars 2002	juin 2002
Par rapport à la capitalisation boursière (Paris)		
Actions françaises cotées	81,8	81,7
Obligations françaises	80,5	79,9
Par rapport à l'actif net des OPCVM		
Titres d'OPCVM français	81,2	80,9
– OPCVM monétaires	75,5	74,6
– OPCVM non monétaires	84,0	84,4

Poids respectifs des différentes valeurs dans l'enquête à fin juin 2002



Comparaisons des statistiques boursières et des résultats de l'enquête-titres

(capitalisation en milliards d'euros, variations et indices en %)

	Capitalisation		Variations juin 02/ mars 02	Enquête-titres Variations juin 02/ mars 02	Indices de cours (a) juin 02/ mars 02
	mars 2002	juin 2002			
Actions françaises cotées (b)	1 367,0	1 150,0	- 15,9	- 16,0	- 15,9
Obligations françaises (c)	908,8	914,3	0,6	- 0,2	2,8
Titres d'OPCVM français (d)	840,1	817,7	- 2,7	- 3,0	-
– OPCVM monétaires	283,7	296,4	4,5	3,2	-
– OPCVM non monétaires	556,4	521,3	- 6,3	- 5,9	-
		Transactions Euroclear au 2ème trimestre 02		Transactions enquête-titres au 2ème trimestre 02	
Actions françaises cotées		1 147,3		736,7	
Obligations françaises		8 714,7		5 227,3	
Titres d'OPCVM français		Nd		610,8	
– OPCVM monétaires		Nd		478,9	
– OPCVM non monétaires		Nd		132,0	

(a) Indice SBF 250 pour les actions françaises ; t indice CNO - ETRIX pour les obligations françaises

(b) Source Euronext

(c) Source Euroclear

(d) Actif net des OPCVM - Source DESM - SASM - Banque de France

