

BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE

N° 12

DÉCEMBRE 1994

ACTUALITÉ ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE

1. SYNTHÈSE

Le contexte économique et monétaire international

La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité, toujours soutenue aux États-Unis et au Royaume-Uni, est très favorablement orientée en Europe continentale. Le redressement de la conjoncture semble amorcé au Japon.

L'évolution des principales devises en novembre

Le dollar, après avoir atteint le 2 novembre son plus bas niveau de l'après-guerre contre yen, s'est nettement redressé, clôturant la période en hausse de plus de 4 % vis-à-vis de la plupart des devises et de 2,2 % à l'égard du yen ; ce mouvement, initié par les interventions de soutien du Système de réserve fédérale, traduit également un certain retournement du sentiment des opérateurs à l'égard de la devise américaine. Le franc suisse s'est sensiblement déprécié. La livre sterling a fait preuve d'une relative stabilité. La lire, après avoir atteint un nouveau point bas historique contre deutschemark, s'est quelque peu raffermie en fin de mois. Si la couronne suédoise a connu une évolution très heurtée, la couronne norvégienne n'a guère été affectée par le résultat négatif du référendum sur l'adhésion à l'Union européenne. Au sein du Système monétaire européen, les positions relatives des différentes devises n'ont guère varié. La livre irlandaise et la peseta se sont inscrites en léger retrait. Le deutschemark, favorisé par l'accélération de la croissance et le ralentissement de la progression de la masse monétaire et de l'inflation en Allemagne, est resté bien orienté. Le franc, bénéficiant de la publication de plusieurs statistiques positives pour l'économie française, a fait preuve d'une bonne tenue.

La situation économique de la France

La conjoncture économique en novembre

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la production industrielle, qui avait marqué le pas en octobre, a repris sa progression dans l'ensemble des secteurs, avec une intensité particulièrement forte dans l'automobile. La demande globale a été soutenue. Sur le marché intérieur, les commandes interindustrielles ont été nombreuses et les ordres en provenance de l'étranger, adressés à tous les secteurs industriels, se sont multipliés. Les carnets de commandes se sont étoffés ; toujours considérés comme abondants dans les biens intermédiaires, ils apparaissent proches de la normale dans les autres branches. Les stocks demeurent, dans l'ensemble, bien adaptés au rythme de l'activité sauf dans les biens intermédiaires et l'automobile, où ils sont jugés insuffisants. En dépit de la poursuite du renchérissement des matières premières, les prix des produits finis sont restés généralement stables. La concurrence, toujours très intense, pèse sur les marges, désormais jugées insuffisantes dans certaines branches. Des hausses de prix sont attendues début 1995.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser, à un rythme cependant plus modéré. Le comportement des industriels en matière d'investissement reste emprunt de prudence. Toutefois, d'importants programmes sont envisagés pour 1995 ; ils concernent toujours, en priorité, l'amélioration de la productivité, afin de renforcer la compétitivité sur les marchés étrangers, mais des extensions de capacités sont souvent annoncées.

L'activité commerciale s'est nettement redressée en novembre, sans pour autant compenser le recul enregistré en octobre.

Les effectifs se sont stabilisés dans tous les secteurs de l'industrie, dans le commerce et les services marchands ; ils ont progressé dans le bâtiment. La plupart des industriels jugent leurs effectifs bien adaptés à leurs besoins. La flexibilité de la main-d'œuvre est toujours recherchée.

La balance des paiements en septembre

Le *solde commercial* (FAB-FAB), en données cvs, enregistre un excédent de 9,2 milliards de francs, le plus élevé de l'année, après 7,6 milliards de francs en août (chiffre révisé) ; en données brutes, il s'établit à + 8,1 milliards de francs (après + 1,3 milliard de francs en août), l'excédent cumulé sur neuf mois (56,1 milliards de francs) demeurant proche de celui de la période correspondante de 1993 (58,4 milliards).

Le solde des *transactions courantes* s'inscrit, en données cvs, en très net excédent (7,7 milliards de francs), après un résultat proche de l'équilibre en août (- 0,3 milliard), portant à 43,6 milliards de francs le résultat cumulé des neuf premiers mois de l'année, contre 39,1 milliards pour la même période de 1993. En données brutes, le solde positif s'élève à 10,9 milliards de francs en septembre, après un quasi-équilibre en août, ce qui porte à 41,6 milliards le cumul depuis le début de l'année, contre 35,6 milliards pour la même période de 1993.

Les *mouvements de capitaux* à long terme, dans le prolongement de la tendance observée depuis plusieurs mois (223,8 milliards de francs de sorties pour les neuf premiers mois de l'année), ont fait apparaître des sorties nettes de 27,7 milliards de francs. Les mouvements de capitaux à court terme ont dégagé des entrées nettes substantielles, de 34,9 milliards de francs, portant à 202,7 milliards le solde créditeur depuis le début de l'année (avoirs nets du secteur officiel inclus).

Les marchés de capitaux en novembre

Le marché obligataire a enregistré une nette amélioration. Sur les taux de court terme, quelques variations limitées ont été observées.

Encore très indécise en début de mois, la tendance sur les taux longs s'est stabilisée à partir du 9 novembre sous l'effet du raffermissement du dollar et du résultat des élections américaines. Cette amélioration a été confortée par le relèvement de trois quarts de point du taux des fonds fédéraux. La détente observée sur les marchés longs a été plus sensible en Europe sous l'effet de la reprise d'un courant d'achats de la part de non-résidents et d'investisseurs domestiques, notamment en France.

Tout en réagissant favorablement à la décision américaine, les opérateurs sont restés prudents à cause de la vigueur persistante de l'économie aux États-Unis ; ils continuent de s'interroger sur le rythme de resserrement de la politique monétaire, comme en témoigne une hausse des taux courts outre-Atlantique, qui s'est poursuivie après le relèvement opéré par le Système de réserve fédérale.

Sur le court terme, les marchés européens, notamment en France, n'ont que partiellement suivi la hausse des taux américains. Quelques tensions sont apparues en fin de période. Sur le Matif, les contrats Pibor ont, au contraire, été bien orientés.

Le taux des emprunts du gisement a cédé 45 points de base au cours du mois pour se situer à 7,84 % le 30 novembre. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund s'est réduit de 19 points de base.

Les différents encours de titres de créances négociables ont connu des évolutions différencierées, aboutissant à un léger redressement de l'encours global. Sur le marché primaire obligataire, la reprise de l'activité amorcée en septembre s'est amplifiée, notamment sur le marché de l'eurofranc.

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 s'est inscrit en hausse assez nette au terme d'une évolution marquée par une certaine volatilité.

Les agrégats monétaires

Au cours du mois d'octobre, les *agrégats de monnaie* ont tous progressé : + 0,5 % pour M1, + 1,1 % pour M2 et + 0,7 % pour M3, pour lequel la tendance ascendante observée depuis fin juin se trouve ainsi confirmée.

Les principales composantes des agrégats évoluent toutes positivement, qu'il s'agisse des dépôts à vue (+ 0,5 %, après + 1,0 % en septembre), des comptes sur livrets (+ 1,9 %, après + 0,4 %) ou des avoirs rémunérés à taux de marché qui constituent M3 – M2 (+ 0,1 %, après + 0,3 %).

Les variations appréciées sur un an confirment le redressement de l'évolution des agrégats. Celle des agrégats étroits, en nette croissance depuis les derniers mois de l'année 1993, s'établit, entre moyennes trimestrielles centrées, à + 3,5 % pour M1 et à + 4,9 % pour M2. Celle de l'agrégat large M3 est marquée par la poursuite rapide de la résorption de son recul qui revient, en un mois et entre moyennes trimestrielles centrées, de – 1,2 % à – 0,5 %. Toujours sur un an, mais entre données de fin de mois, l'évolution de M3 est positive (0,4 %), pour la première fois depuis fin août 1993. En tenant compte des facteurs exceptionnels liés notamment aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation qui ont influé sur la répartition des placements depuis août 1993, l'évolution annuelle de M3 peut être estimée à + 0,5 % (après – 0,1 % à fin septembre).

La progression de l'*agrégat de placement P1* (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) connaît une certaine décélération, tout en restant très vive. Elle ressort à fin octobre, entre moyennes trimestrielles centrées, à 15,6 % sur un an.

À fin août, sur un an, l'*endettement intérieur total* était en progression de 2,5 %, l'*encours des crédits à l'économie* s'établissant, pour sa part, en recul de 1,3 % (après – 1,4 % à fin juillet) sur la même période.

2. CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

2.1. France

Le gouvernement et la politique générale

Les privatisations

- 3 novembre** Lancement de l'offre publique de vente de Renault, à l'issue de laquelle la participation de l'État dans le capital du constructeur automobile sera ramenée à 50,10 %, le reste étant détenu par Volvo, à hauteur de 11,38 %, le groupe des actionnaires-partenaires (Elf-Aquitaine, Lagardère, Rhône-Poulenc et la BNP), pour 5,00 %, les salariés, pour 4,93 %, et le public, pour 28,59 %
- 16 novembre** Clôture de l'offre publique de vente de Renault. Cette opération a attiré 1,1 million d'actionnaires individuels, soit une demande plutôt modérée. Elle a rapporté à l'État près de FRF 8 milliards. Au total, depuis le début de l'année, les recettes des privatisations se sont élevées à FRF 60 milliards.
- 20 novembre** Publication des modalités de l'appel à candidatures pour la privatisation de gré à gré de Bull.
- 29 novembre** Le Conseil des ministres adopte un projet de loi relatif aux conditions de privatisation de la SEITA (Société d'exploitation industrielle des tabacs et allumettes), qui devrait intervenir courant 1995. Le schéma retenu prévoit la mise sur le marché de 48,5 % du capital, l'attribution de 34,0 % à un groupe d'actionnaires stables, de 5,0 % aux salariés et de 2,5 % aux débitants de tabac, l'État conservant une part de 10,00 %.

La France de l'an 2000

- 3 novembre** Publication du rapport de la Commission du Plan chargée, sous la présidence d'Alain Minc, d'étudier les défis économiques et sociaux de l'an 2000.

La sécurité sociale

- 4 novembre** Dans son rapport au Parlement sur l'évolution des régimes obligatoires de base, le gouvernement table sur un retour à l'équilibre des comptes en 1997, après FRF 28 milliards de déficit en 1996 et 50,4 milliards en 1995.

L'aménagement du territoire

- 9 novembre** Après les députés, en juillet, les sénateurs adoptent le projet de loi d'orientation pour le développement et l'aménagement du territoire.

Les nominations

- 12 novembre** Bernard Debré est nommé ministre de la Coopération, en remplacement de Michel Roussin, démissionnaire.

23 novembre Jean-Claude Colli est nommé gouverneur du Crédit foncier de France, en remplacement de Georges Bonin, atteint par la limite d'âge.

Les mesures en faveur des jeunes

15 novembre Le Premier ministre présente 29 mesures en faveur des jeunes, en réponse à la consultation nationale organisée l'été dernier et aux 57 propositions qui en étaient ressorties.

Le budget

17 novembre L'Assemblée nationale adopte le projet de budget 1995.

23 novembre Présentation du collectif budgétaire de fin d'année en Conseil des ministres. Le déficit est maintenu autour de FRF 300 milliards.

La lutte contre la corruption

24 novembre Publication des conclusions du groupe de travail de l'Assemblée nationale, qui propose, notamment, d'interdire tout financement de la vie politique par les entreprises.

30 novembre Le Conseil national du patronat français (CNPF) demande aux entreprises de suspendre tout financement de la vie politique tant que les pouvoirs publics n'auront pas fixé de nouvelles règles.

Les principaux indicateurs conjoncturels

Les comptes nationaux

24 novembre Le PIB a progressé de 0,7 % au troisième trimestre, après une croissance de 0,8 % au premier et de 1,1 % au deuxième, grâce à une forte demande intérieure.

La production industrielle

23 novembre En septembre, la production industrielle a fléchi de 0,4 % en données cvs (- 0,6 % pour la seule production manufacturière). En moyenne, elle a néanmoins progressé de 1,8 % au cours du troisième trimestre, après une augmentation de 2,6 % durant les trois mois précédents.

Les créations d'entreprises

14 novembre Selon l'INSEE, leur nombre s'est élevé à 25 390 en octobre (données cvs), contre 24 830 en septembre et 24 940 en août.

Les immatriculations d'automobiles

3 novembre En octobre, les immatriculations ont augmenté de 9,7 % sur un an. Pour les dix premiers mois de l'année, leur progression ressort à 13,8 %.

Les investissements

17 novembre Selon l'enquête de l'INSEE, l'investissement devrait baisser cette année de 2 % à 3 % en volume.

Les mises en chantier de logements

- 23 novembre** Les mises en chantier de logements neufs se sont élevées, au cours de la période de douze mois s'achevant fin octobre, à 295 000, en hausse de 18,5 % sur un an.

La consommation des ménages

- 24 novembre** En octobre, la consommation des ménages en produits manufacturés a chuté de 2,5 % par rapport au mois précédent, durant lequel elle avait marqué une quasi-stagnation (+ 0,1 %).

L'emploi

- 2 novembre** En septembre, le nombre de demandeurs d'emploi a progressé de 0,4 %, après 0,5 % en août, atteignant un total de 3 351 900 (cvs). Après trois mois de stabilité à 12,6 %, le taux de chômage est passé à 12,7 %.
- 15 novembre** Selon les chiffres provisoires de l'INSEE, l'emploi salarié dans le secteur marchand non agricole a progressé de 0,4 % au troisième trimestre, après 0,6 % au deuxième. Depuis le début de l'année, 174 600 emplois ont été créés.
- 30 novembre** En octobre, le nombre de demandeurs d'emploi a diminué de 0,5 % par rapport à septembre, revenant à 3 334 200 (cvs). Le taux de chômage s'est ainsi rétabli à 12,6 %.

Les salaires

- 15 novembre** Selon le ministère du Travail, le taux de salaire horaire des ouvriers a augmenté de 0,6 % entre juillet et octobre, soit une progression inchangée par rapport à celle des deux trimestres précédents. Sur un an, l'augmentation ressort à 2,1 %.

Le revenu agricole

- 16 novembre** Selon les chiffres prévisionnels des comptes de l'agriculture, le revenu brut moyen par exploitation devrait progresser de 11,5 % en 1994, après une baisse de 0,5 % l'année précédente.

Les prix

- 22 novembre** Selon l'indice définitif de l'INSEE, les prix à la consommation ont augmenté en octobre de 0,3 % sur un mois et de 1,7 % sur un an.

Les comptes extérieurs

- 9 novembre** En août, la balance des transactions courantes a enregistré un déficit de FRF 291 millions (cvs), après un excédent de 7,65 milliards en juillet. Sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent cumulé atteint FRF 33,5 milliards, contre 32,2 milliards pour la période correspondante de 1993.
- 18 novembre** En septembre, la balance commerciale a dégagé un solde positif de FRF 9,18 milliards (cvs), portant l'excédent cumulé des neuf premiers mois de l'année à FRF 58,11 milliards, contre 59,60 milliards pour la période correspondante de 1993.

2.2. Étranger

- 2 et 3 novembre** Interventions de soutien du dollar par le Système de réserve fédérale et la Banque du Japon.
- 4 novembre** Statistiques de l'emploi aux États-Unis : taux de chômage ramené de 5,9 % à 5,8 %, et création de 194 000 emplois pour le mois d'octobre.
- 7 novembre** Au Royaume-Uni, progression de 1,1 % de la production industrielle en septembre.
- 8 novembre** Aux États-Unis, nette victoire des Républicains au Congrès.
En Allemagne, baisse de 23 000 du nombre des demandeurs d'emplois au mois d'octobre. Le taux de chômage est resté stable à 7,9 %.
- 10 novembre** Annonce d'une baisse de 0,5 % des prix à la production en octobre aux États-Unis
En Allemagne, M. Tietmeyer indique qu'un « petit mouvement à la baisse », dans les mois à venir, n'est pas à exclure.
- 13 novembre** La Suède vote en faveur de l'adhésion à l'Union européenne (52,2 % de « oui »).
- 15 novembre** Statistiques dénotant une forte activité pour le mois d'octobre aux États-Unis : hausse de 1,1 % des ventes de détail, de 0,7 % de la production industrielle et taux d'utilisation des capacités de production porté à 84,9 %.
Le Comité fédéral de l'Open Market décide de relever de 75 points de base les taux directeurs américains : le taux des *fed funds* est porté à 5,50 % et le taux d'escompte à 4,75 %
En Allemagne, réélection de M. Kohl au poste de chancelier.
- 16 novembre** Aux États-Unis, hausse des prix à la consommation de 0,1 % en octobre (soit 2,6 % en glissement annuel).
Au Royaume-Uni, hausse des prix de détail de 0,1 % au mois d'octobre (soit + 2,4 % en glissement annuel).
- 17 novembre** Allemagne : le rapport d'automne des Cinq sages prévoit une accélération de la croissance économique (taux de croissance de + 3 % attendu en 1994 et 1995 pour l'ensemble du pays).
- 18 novembre** Progression du déficit commercial américain : USD 10,13 milliards en septembre, contre 9,68 milliards en août mais réduction du déficit vis-à-vis du Japon (USD 5,37 milliards, contre 5,80 milliards en août).
Croissance du PIB de 0,9 % au Royaume-Uni au troisième trimestre (+ 4,1 % en rythme annuel).
- 23 novembre** Progression de 6,9 % de la masse monétaire allemande en octobre (en rythme annuel), corrigée à 6,8 % début décembre, contre + 7,8 % en septembre.
- 25 novembre** Progression de 0,1 % des prix à la consommation en Allemagne occidentale en novembre (+ 2,6 % en rythme annuel).

CHRONOLOGIE DES PRINCIPAUX ÉVÉNEMENTS

Étranger

- 27-28 novembre** La Norvège rejette par référendum, avec une majorité de 52,2 % des voix, le projet d'adhésion à l'Union européenne.
- 29 novembre** Indice de confiance des consommateurs à 101,3 en novembre aux États-Unis (plus haut niveau depuis juillet 1990).
- 30 novembre** Révision en hausse de 3,4 % à 3,9 %, du taux de croissance du PIB aux États-Unis pour le troisième trimestre.
- 7 décembre** La Banque d'Angleterre relève son taux d'intervention de 0,5 point, à 6,25 %.

3. LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE INTERNATIONAL

3.1. La situation dans les principaux pays étrangers

L'activité est toujours soutenue aux États-Unis et au Royaume-Uni. Elle est très favorablement orientée en Europe continentale. Le redressement de la conjoncture semble amorcé au Japon.

La **hausse des prix** de détail est restée très modérée. Aux États-Unis, après s'être accélérée jusqu'à 3,0 % en septembre, elle est revenue à 2,6 % en octobre. En Allemagne occidentale, la progression des prix à la consommation a fléchi à 2,7 % en novembre, contre 3,0 % au troisième trimestre. L'indice des prix hors taux hypothécaires a été ramené à 2,0 % en octobre, contre 2,2 % en moyenne au troisième trimestre au Royaume-Uni. En Italie, le glissement annuel des prix est régulièrement inférieur à 4,0 % depuis juin (3,7 % en novembre). Enfin, au Japon, la hausse des prix s'est élevée à 0,7 % sur un an en octobre.

Les **taux d'intérêt** à long terme se sont légèrement tendus, en moyenne sur novembre, dans la plupart des pays, notamment aux États-Unis à la suite du relèvement des taux directeurs le 15 de ce mois. Ils se sont toutefois quelque peu repliés en fin de période. Les taux à court terme ont été orientés à la hausse. Le taux directeur de la Banque d'Angleterre a été augmenté de 0,5 point, à 6,25 %, le 7 décembre.

Aux **États-Unis**, d'après les indicateurs les plus récents, l'expansion est toujours vive mais les signes de modération semblent plus nombreux. La progression du PIB a atteint 3,9 % au troisième trimestre, en termes annualisés, contre 4,1 % au deuxième. La demande intérieure représente toujours, avec la poursuite du restockage, le principal soutien de l'activité. En particulier, la consommation privée a enregistré un net regain (+ 3,3 %, contre + 1,3 % au trimestre précédent) ; les ménages ont en effet

disposé de revenus en expansion régulière, qui leur ont permis d'accroître leurs dépenses tout en maintenant leur taux d'épargne à 4 % en moyenne sur le trimestre. Les achats publics, après trois trimestres de baisse, ont retrouvé une tendance à la hausse. Enfin, alors que le redressement très vigoureux de l'investissement en logements constaté depuis 1992 a fait place à un recul, l'investissement des entreprises a de nouveau fortement progressé (+ 14,4 %), à un rythme supérieur à celui des deux trimestres précédents. La contribution des échanges extérieurs à l'activité est restée négative, la croissance des importations de biens et services ayant de nouveau dépassé celle des exportations.

Le rebond de la production industrielle en octobre a certes corrigé sa stagnation du mois précédent, mais les commandes de biens durables à l'industrie ont reculé d'un mois à l'autre (- 1,0 %, après + 0,5 % en septembre), notamment dans le secteur des biens d'équipement. De même, les mises en chantier de logements se sont contractées de 5,2 % en octobre, leur progression sur un an revenant en deçà de 1,0 % (0,7 %). Le taux d'utilisation des capacités de production, après avoir fléchi en septembre, s'est établi à 84,6 % en octobre, soit son plus haut niveau depuis cinq ans. Le taux de chômage est revenu à 5,6 % de la population active en novembre, contre 5,8 % en octobre. Le déficit commercial s'est creusé en septembre, passant de USD 12,8 milliards à 13,5 milliards. Sur les trois premiers trimestres de l'année, il s'établit à USD 111,2 milliards, en progression de 28 % par rapport à la période équivalente de 1993.

Au Japon, le redressement de la conjoncture semble lentement s'amorcer. D'après les premières estimations, le PIB a progressé de 0,9 % au troisième trimestre, contre 0,2 % au deuxième. Cette accélération serait exclusivement imputable à l'amélioration de la demande interne, dont la contribution à la croissance est passée de 0,1 point au deuxième trimestre à 1 point au troisième, alors que l'incidence des échanges extérieurs serait devenue légèrement négative (-0,1 point). La contraction de la consommation des ménages observée sur la période avril-juin aurait fait place à un redressement, sans doute en liaison avec les allégements fiscaux. La consommation publique a aussi été nettement orientée à la hausse. L'investissement des entreprises aurait également cessé de diminuer, mais n'aurait enregistré qu'une croissance très faible de juillet à septembre (+0,1 %). En revanche, l'investissement en logements, qui constituait jusqu'alors un soutien vigoureux de l'activité, s'est affaibli, de même que l'investissement public. Les résultats disponibles sur les derniers mois restent toutefois relativement contradictoires. La production industrielle a reculé en septembre (-1,3 % par rapport à août) puis en octobre (-0,3 %). Les mises en chantier de logements ont pratiquement stagné en glissement annuel à fin octobre. Sur le marché du travail, le taux de chômage est resté stable à 3 % de juillet à octobre. L'excédent commercial s'est légèrement renforcé, passant de USD 8,5 milliards en septembre à 8,7 milliards en octobre. Sur les dix premiers mois de l'année, le solde cumulé libellé en dollars s'établit à 101,8 milliards, contre 105,1 milliards pour la période équivalente de 1993.

En Allemagne occidentale, la croissance du PIB s'est de nouveau accélérée au troisième trimestre, atteignant 1,5 % en trois mois, après 1,0 % au deuxième et 0,6 % au premier. Contrairement aux mois d'été, où le résultat reposait exclusivement sur les exportations et la variation de stocks, la reprise provient cette fois de la consommation privée (contribution à la variation trimestrielle du PIB : 0,8 %) et de l'investissement des entreprises (contribution

de 0,2 %). Au cours du bimestre septembre-octobre, la production industrielle s'est légèrement accrue (+0,6 %), après avoir diminué les deux mois précédents (-1,4 %). Avec +4 %, le taux de progression sur un an s'est également amélioré. En données cvs, les commandes à l'industrie se sont repliées en octobre (-0,2 %), après avoir sensiblement augmenté en septembre (+5,4 %). L'évolution d'un bimestre à l'autre reste positive avec un peu plus de 4 % et dépasse 10 % en glissement annuel. Au cours du bimestre, les ordres sur le marché intérieur ont continué d'augmenter (+1,25 %), tandis que la hausse observée des commandes étrangères (+9,1 %) est due à une demande très soutenue en septembre, un tassement caractérisant le mois d'octobre.

À l'Ouest, le taux de chômage cvs atteint un nouveau palier en novembre, en affichant 8,2 % pour le deuxième mois consécutif, après être resté à 8,3 % de juillet à septembre. Le taux brut se limite à 7,9 % depuis trois mois. À l'Est, le taux de chômage, disponible uniquement en données brutes, a encore légèrement diminué en novembre, revenant de 13,3 % à 13,0 %, contre 15,1 % il y a un an.

Au Royaume-Uni, les données définitives relatives au PIB font apparaître une poursuite de la croissance à un rythme soutenu au troisième trimestre : +0,9 %, après +1,3 %, soit un glissement annuel de 4,2 %, après 4,1 %. Les derniers indicateurs font cependant état d'un léger ralentissement de l'activité. La production industrielle n'a progressé que de 0,1 % en octobre, après 1,1 % en septembre, le glissement annuel revenant de 6,7 % à 5,6 %. Les ventes au détail ont crû de 0,1 % en octobre, après 0,4 % en septembre, leur glissement annuel (3,1 %) étant le plus faible depuis février. Le taux de chômage a continué de régresser, à 8,9 % en octobre, après 9,1 % en septembre. L'amélioration du solde commercial se confirme, le déficit sur les neuf premiers mois s'établissant à GBP 6,8 milliards, en diminution de 32 % sur la même période de l'année dernière.

En **Italie**, les indicateurs disponibles montrent que la tendance à la modération du rythme de l'activité, constatée ces derniers mois, semble se confirmer. Selon une prévision de l'Institut de conjoncture italien, le PIB pourrait diminuer de 0,6 % au quatrième trimestre, après une croissance estimée à 0,9 % au troisième trimestre, soit une progression de 1,9 % sur l'année.

La production industrielle a enregistré une croissance de 0,2 % sur le mois de septembre, après 0,3 % en août, soit un glissement annuel encore très élevé de 7,1 %, après 7,3 %. Cependant, les indices de confiance des chefs d'entreprise et des ménages ont fléchi en octobre, retrouvant le niveau atteint en mai.

En **Espagne**, l'activité reste dynamique. Le PIB aurait progressé de 2,0 % en glissement annuel au troisième trimestre, après 1,6 % au deuxième.

Les composantes ne sont pas encore connues mais, selon les estimations disponibles, la demande intérieure a commencé à prendre le relais sur les échanges extérieurs. L'indice de la production industrielle a progressé de 7,3 % en glissement annuel au troisième trimestre, après 7,2 % au deuxième trimestre. Les ventes d'automobiles ont progressé de 23,6 % en glissement annuel en août, après 21,4 % au deuxième trimestre.

Le déficit de la balance commerciale s'est réduit au mois d'octobre, à ESP 224 milliards, contre 315 milliards en septembre. Le déficit cumulé des dix premiers mois de 1994 ne dépasse plus que de 3,6 % celui de la même période de 1993.

3.2. L'évolution des principales devises

Après avoir touché le 2 novembre son plus bas niveau de l'après-guerre contre yen (96,10), le dollar s'est nettement redressé, clôturant la période en hausse de plus de 4 % vis-à-vis de la plupart des devises. Ce mouvement, initié par des interventions de soutien du Système de réserve fédérale, traduit également un certain retournement du sentiment des opérateurs à l'égard de la devise américaine.

Dès le début novembre, le **dollar** s'est inscrit en hausse à la suite de plusieurs interventions de soutien effectuées par le Système de réserve fédérale et de déclarations de M. Bentsen qui réaffirmait qu'un dollar faible n'était pas dans l'intérêt des États-Unis. Plusieurs facteurs ont ensuite contribué au regain de confiance à l'égard de la devise américaine :

- la nette victoire des Républicains lors des élections au Congrès américain (majorité acquise à la Chambre des représentants et au Sénat), ce changement de majorité devant, aux yeux des opérateurs, se traduire par une plus grande rigueur budgétaire ;

- la décision du Comité fédéral de l'Open Market de relever de 75 points le taux des *Fed funds* (à 5,50 %) et le taux d'escompte (à 4,75 %) ; l'ampleur de ce mouvement (les opérateurs attendaient plutôt une hausse de 50 points) a en effet rassuré les marchés sur la détermination du Système de réserve fédérale à lutter contre l'inflation et apaisé les craintes de surchauffe de l'économie américaine ;

- la publication de statistiques d'activité toujours très bien orientées qui, compte tenu de cette confiance retrouvée, sont interprétées comme des signaux haussiers, les opérateurs s'attendant à un nouveau relèvement des taux d'intérêt directeurs américains à brève échéance : baisse du taux de chômage (ramené à 5,8 % en octobre, puis 5,6 % en novembre), révision en hausse de 3,4 % à 3,9 %, du taux de croissance du PIB au troisième trimestre, indice de confiance des consommateurs porté à 101,3, le plus haut niveau depuis juillet 1990.

Reflétant ces anticipations, le différentiel de taux à court terme vis-à-vis du deutschemark s'est élargi de façon prononcée en faveur du dollar (passant de 12 à 75 points sur l'échéance à 1 mois et de 50 à 88 points sur celle à 3 mois),

contribuant à la meilleure tenue de la devise américaine. Le dollar a ainsi clôturé autour de 1,57 deutschemark en hausse de 4,1 % vis-à-vis de la devise allemande.

Contre **yen**, la progression de la devise américaine a été plus modeste (+ 2,2 %), le maintien d'un déficit commercial élevé vis-à-vis du Japon et l'absence d'avancée dans les négociations commerciales entre les deux pays ayant freiné son appréciation.

Subissant le contrecoup de la meilleure tenue du dollar, le **franc suisse** s'est sensiblement déprécié, à la fois contre la monnaie américaine (- 5,6 %) et contre deutschemark (- 1,5 %). Il a notamment été ponctuellement affaibli, en début de mois, par des rumeurs de baisse du taux d'escompte puis, en fin de mois, par les déclarations de M. Lusser selon lesquelles le deutschemark pourrait progresser quelque peu vis-à-vis de la devise helvétique du fait de l'écart d'inflation avec l'Allemagne (notamment après l'introduction de la TVA en Suisse en 1995).

La **livre sterling** a fait preuve d'une relative stabilité, fluctuant autour de 2,45 deutschemarks, en fonction des anticipations de hausse des taux et des incertitudes politiques (vote de confiance sur l'augmentation de la contribution britannique à l'Union européenne). La publication de statistiques mettant en évidence le rythme très modéré de hausse des prix à la consommation et le alentissement progressif de la croissance économique ont contribué à cette stabilité.

La **lire italienne** a enregistré de fortes fluctuations, atteignant au cours de la période un nouveau plus bas historique contre deutschemark (à 1 037,75) à la suite du mauvais score obtenu par le parti du Premier ministre lors des élections municipales et, surtout, de la mise en cause de M. Berlusconi dans le cadre d'une affaire de corruption. La lire s'est néanmoins quelque peu raffermie en fin de mois, bénéficiant des perspectives d'un accord entre le gouvernement et les syndicats sur le financement des retraites.

La **couronne suédoise** a connu une évolution très heurtée : après s'être affaiblie en début de mois jusqu'au niveau de 4,8675 contre deutschemark en liaison avec des sondages donnant une majorité de « non » à l'intégration européenne, elle a progressé jusqu'au niveau de 4,6650 contre deutschemark après l'annonce d'un résultat favorable au référendum sur l'adhésion à l'Union européenne. La devise suédoise s'est ensuite repliée en raison de prises de profit et de la persistance des difficultés économiques et financières restant à surmonter.

Les autres devises scandinaves ont fait preuve d'une plus grande stabilité. La **couronne norvégienne** ne s'est en effet que passagèrement repliée après l'annonce du rejet de l'adhésion à l'Union européenne, ce résultat étant largement anticipé et les marchés ayant réagi favorablement aux déclarations du ministre de l'Économie sur la nécessité de garder une politique économique et budgétaire rigoureuse.

Au sein du SME, les positions relatives des différentes devises n'ont guère varié

Le **deutschemark** est resté bien orienté, bénéficiant de la confirmation de l'accélération de

la croissance (taux de croissance du PIB attendu à + 3 % dès 1994 par les « Cinq sages », baisse du nombre des demandeurs d'emplois) tandis que le rythme de croissance de la masse monétaire (+ 6,8 % en octobre, après + 7,8 %) et la hausse du coût de la vie (+ 2,6 % en novembre, après + 2,8 %) continuent de se ralentir.

La **livre irlandaise** n'a été que très légèrement affectée par la démission du Premier ministre, M. Reynolds, les marchés s'attendant à la reconduction de la même coalition.

Le **franc belge** s'est passagèrement affaibli à la suite d'un article de presse faisant état d'un projet de loi visant à donner à l'Institut monétaire du Luxembourg le statut de banque centrale et à abandonner le lien qui unit le franc belge au franc luxembourgeois. Cette information ayant été démentie, le franc belge s'est rapidement redressé.

La **peseta** s'est également inscrite en léger retrait, affectée par les incertitudes politiques (opposition des nationalistes catalans) et les tensions sociales (grèves dans plusieurs entreprises du secteur public).

En début de mois, la résurgence de quelques incertitudes politiques n'a que marginalement affecté la tenue du **franc français**. Celui-ci s'est ensuite progressivement raffermi. Il a notamment profité de la publication de plusieurs statistiques positives pour l'économie française : excédent commercial de 9,2 milliards de francs en septembre, hausse de 0,7 % du PIB au troisième trimestre (+ 2,8 % en rythme annuel) et recul de 0,5 % du nombre des chômeurs en octobre. Dans ce contexte, les taux d'intérêt à court terme sont restés très stables tandis que le différentiel vis-à-vis du deutschemark se rétrécissait légèrement.

COURS DE CHANGE À PARIS

(en francs)

Principales monnaies étrangères à Paris		28 octobre 1994	30 novembre 1994	Variation (en pourcentage)
États-Unis	1 USD	5,1175	5,388	5,29
Écu privé.....	1 XEU	6,5255	6,5435	0,28
Allemagne.....	100 DEM	342,42	342,97	0,16
Belgique.....	100 BEF	16,6435	16,68	0,22
Pays-Bas	100 NLG	305,47	306,30	0,27
Danemark.....	100 DKK	87,54	87,56	0,02
Espagne.....	100 ESP	4,112	4,1105	- 0,05
Portugal.....	100 PTE	3,35	3,355	0,15
Irlande	1 IEP	8,277	8,269	- 0,10
Royaume-Uni.....	1 GBP	8,377	8,424	0,56
Italie	1000 ITL	3,3465	3,33	- 0,49
Grèce.....	100 GRD	2,222	2,2265	0,20
Suède	100 SEK	71,86	71,22	-0,89
Finlande	100 FIM	112,11	110,71	-1,25
Norvège	100 NOK	78,75	78,78	0,04
Suisse	100 CHF	410,06	404,87	-1,27
Japon.....	100 JPY	5,2829	5,4424	3,02

TAUX PRATIQUÉS SUR LES EUROMONNAIES

(en pourcentage)

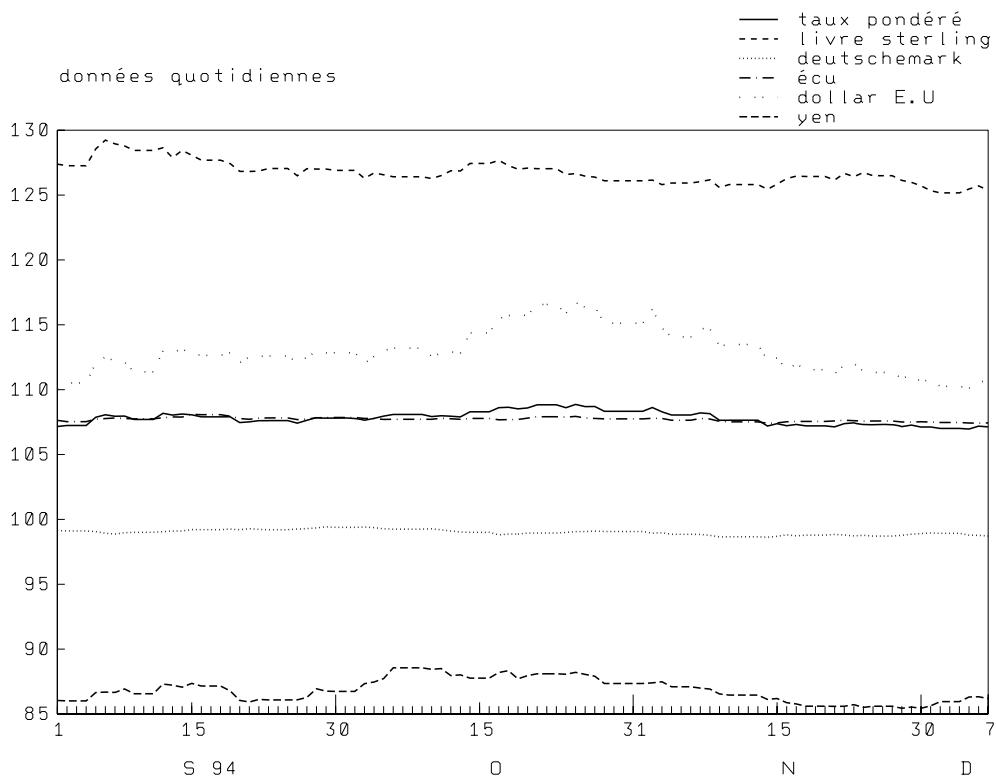
	1 mois		3 mois	
	31 octobre 1994	30 novembre 1994	31 octobre 1994	30 novembre 1994
Dollar.....	5,00	6,00	5,563	6,125
Livre sterling	5,50	5,75	6,00	6,125
Deutschmark.....	4,875	5,25	5,063	5,25
Franc suisse	3,70	3,812	4,00	4,125
Franc français	5,375	5,406	5,563	5,563

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

Mise à jour le 30 novembre 1994

TAUX DE CHANGE NOMINAUX DU FRANC FRANÇAIS

Base 100 en 1988

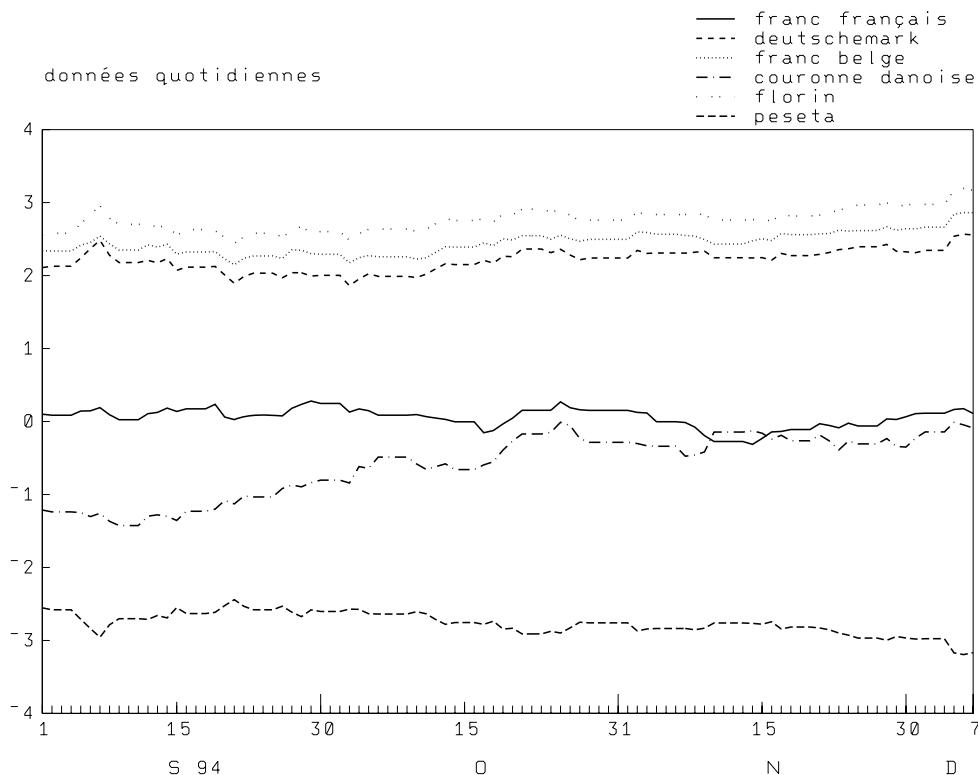


Le graphique ci-dessus retrace l'évolution des indices des cours de change du franc contre différentes devises et vis-à-vis d'un panier de 18 monnaies, dans lequel le poids de chaque monnaie est pondéré par un coefficient représentatif de sa part dans le commerce international.

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

Source et réalisation : Banque de France
 Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35 Mise à jour le 7 décembre 1994

Depuis la fin du mois d'octobre, l'évolution du franc français ne fait pas apparaître d'important mouvement vis-à-vis du deutschemark et de l'écu. Contre dollar, la devise française s'est repliée, prolongeant le mouvement amorcé dans les derniers jours d'octobre. Sur l'ensemble de la période et au terme d'une évolution irrégulière, le franc a relativement peu varié par rapport à la livre sterling. De son côté, le yen s'est régulièrement apprécié face au franc jusqu'à la fin du mois de novembre ; la tendance s'est ensuite inversée.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

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

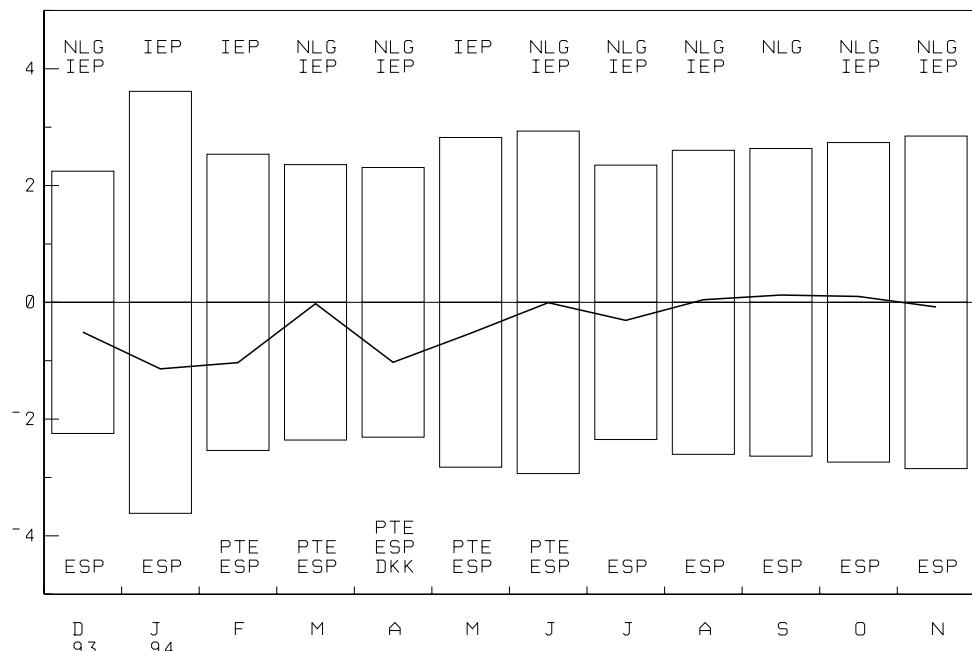
À partir de cette valeur sont alors déterminés les écarts à la médiane de chacune des monnaies participantes et leurs positions relatives : une augmentation de l'écart positif enregistré par une monnaie (ou la diminution de l'écart négatif qu'elle supporte) indique alors une amélioration de la position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

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35 Mise à jour le 7 décembre 1994

Durant la période sous revue, l'évolution de la position relative du franc français au sein du Système monétaire européen a, un peu avant la mi-novembre, cessé de s'écartier de celles du deutschmark, du florin et du franc belge. La couronne danoise est demeurée bien orientée. La situation de la peseta a continué de se détériorer.

ÉCART À LA MÉDIANE DE LA BANDE COMMUNAUTAIRE

en pourcentage



Le graphique fait ressortir la moyenne mensuelle des écarts à la médiane des devises en opposition, pondérée par le nombre de jours pendant lesquels elles sont restées en position extrême au sein du SME. Les devises dont l'écart positif moyen est le plus important apparaissent dans la partie supérieure de la figure ; à l'inverse, celles dont l'écart négatif moyen est le plus important sont mentionnées dans la partie inférieure. Les devises sont représentées par leur code ISO, à savoir :

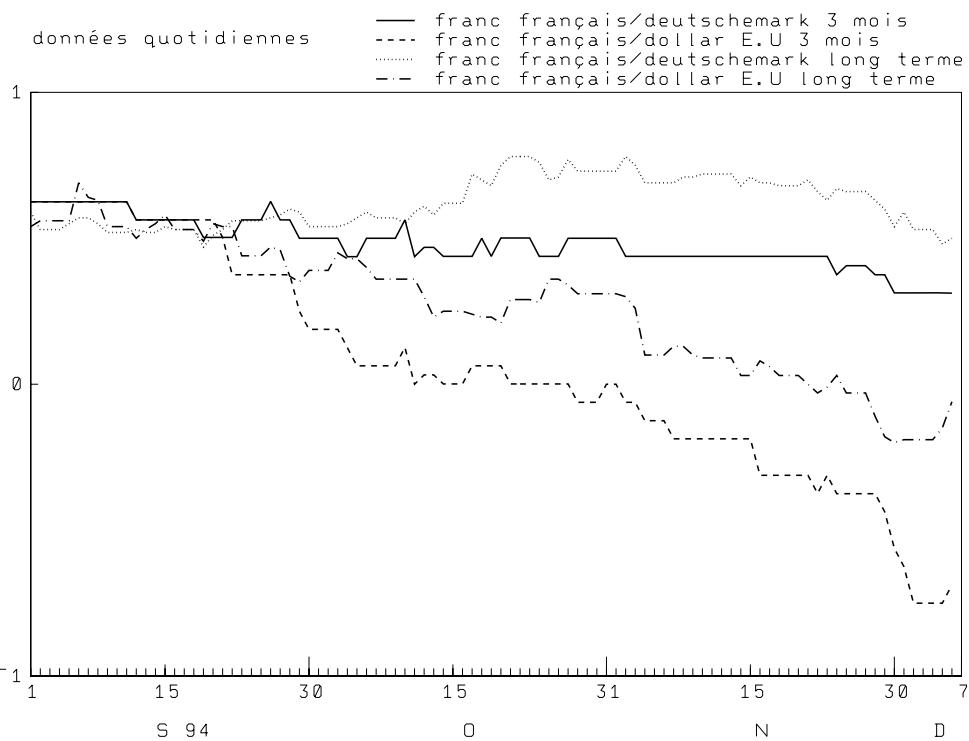
BEC, franc belge ; DEM, deutschmark ; DKK, couronne danoise ; ESP, peseta ; FRF, franc français ;
IEP, livre irlandaise ; NLG, florin ; PTE, escudo.

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

Source et réalisation : Banque de France
Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 35 Mise à jour le 7 décembre 1994

À l'intérieur de la bande communautaire, le florin et la livre irlandaise ont été en opposition avec la peseta, qui a enregistré, durant tout le mois de novembre et pour le cinquième mois consécutif, les écarts négatifs moyens les plus importants. Au total, l'écart entre les extrêmes a légèrement augmenté d'un mois à l'autre.

ÉCART DE TAUX D'INTÉRÊT À COURT ET LONG TERME



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 décembre 1994

Durant la période sous revue, l'écart entre les taux d'intérêt à court terme français et allemands est demeuré stable jusque dans la dernière semaine de novembre. Le différentiel s'est ensuite réduit, sous l'effet d'une hausse des taux plus rapide en Allemagne qu'en France ; début décembre, il s'établit à 31 points de base, contre 50 points un mois plus tôt. De leur côté, les taux longs français ont baissé plus vite que les taux allemands et l'écart de rémunération s'est amoindri.

S'agissant des taux français et américains, le différentiel de rémunération à court terme s'est amplifié sous l'effet de la hausse des taux aux États-Unis ; l'écart, nul début novembre, ressort à près de 70 points de base en fin de période. Le différentiel de taux à long terme s'est, de son côté, quelque peu réduit d'une fin de période à l'autre.

Dans l'ensemble, tous ces différentiels ont tendance à diverger fortement depuis le milieu du mois de septembre.

3.3. Le marché de l'or

À la suite des ventes d'**or** initiées par les fonds d'investissement américains en début de mois, le marché a « testé » le niveau de 382,50 dollars l'once avant de se reprendre graduellement. Après avoir buté à deux reprises sur le seuil de la résistance de 387 dollars l'once en milieu de mois,

les opérateurs ont décidé de prendre leur profit et de se concentrer sur les marchés de taux et d'actions. Le cours de l'or est ainsi revenu en fin de mois à près de 383 dollars l'once, soit un niveau proche de celui de début de mois, dans un marché caractérisé par une moindre activité.

COURS DE L'OR			
	28 octobre 1994	30 novembre 1994	Variation (en pourcentage)
À PARIS (en francs français) <i>Orfin</i>			
Barre (le kg).....	63 950,00	66 250,00	3,60
Lingot (le kg).....	64 450,00	66 450,00	3,10
<i>Pièces</i>			
Napoléon	370,00	381,00	2,97
Vreneli	371,00	383,00	3,23
Union latine	371,00	384,00	3,50
Souverain.....	477,00	484,00	1,47
20 dollars	126,00	127,50	1,19
Peso mexicain.....	2 400,00	2 470,00	2,92
À LONDRES			
Fixage (l'once en dollars)	387,70	383,10	- 1,19
Source et réalisation : Banque de France Direction des Changes – Tél. : +33 (1) 42 92 31 31	Mise à jour le 30 novembre 1994		

4. LA SITUATION ÉCONOMIQUE DE LA FRANCE

4.1. La conjoncture économique en novembre 1994

Les indicateurs

La hausse des prix de détail reste en deçà de 2 % sur un an. Après une hausse de 0,3 % en octobre, les prix, en novembre, sont restés stables d'après l'indice provisoire.

Les comptes nationaux relatifs au troisième trimestre font ressortir une progression de 0,7 % du PIB en volume (après 1,1 % au deuxième trimestre et 0,8 % au premier).

La croissance a été soutenue par l'augmentation de la consommation des ménages (+ 0,9 %, après + 1,1 % au deuxième trimestre), la progression de l'investissement total (+ 0,8 %, après + 0,9 %), alors que les exportations se stabilisaient à un niveau élevé (+ 0,1 %, après + 2,1 %).

L'activité commerciale, qui avait marqué un repli en octobre, s'est nettement redressée en novembre.

Dans le bâtiment, le nombre de logements commencés sur les dix premiers mois de l'année, s'est inscrit en hausse de 19 % par rapport à la même période de 1993.

L'emploi salarié dans les secteurs marchands non agricoles a progressé de 0,4 % au troisième trimestre 1994 (après + 0,6 % au deuxième).

En octobre 1994, le nombre de demandeurs d'emploi inscrits à l'ANPE (Agence nationale pour l'emploi) a diminué de 0,5 % (après une hausse de 0,4 % le mois précédent) ; sur un an, la hausse est revenue à 1,4 % (contre 2,9 % en septembre et 10,5 % fin 1993).

Le taux de chômage au sens du BIT s'est établi à 12,6 %, marquant un recul de 0,1 point sur un mois et de 0,4 point sur un an.

Selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque de France, la progression de l'activité, qui avait marqué un palier en octobre, a repris en novembre dans l'ensemble des secteurs.

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

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

La production industrielle, qui avait marqué le pas en octobre, a repris sa progression en novembre, selon les chefs d'entreprise interrogés par la Banque. Le mouvement a été observé dans l'ensemble des secteurs, avec une intensité particulièrement forte dans l'automobile.

LA DEMANDE DANS L'INDUSTRIE

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

La demande globale a été soutenue. Sur le marché intérieur, les commandes interindustrielles ont été nombreuses grâce, notamment, au dynamisme de l'industrie automobile. Les ordres en provenance de l'étranger, adressés à tous les secteurs industriels, se sont multipliés ; les performances les plus remarquables continuent d'être enregistrées en Europe, en Asie du Sud-Est, en Amérique latine et même en Amérique du Nord.

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

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 14 décembre 1994

Les carnets de commandes se sont étoffés. Toujours considérés comme abondants dans les biens intermédiaires, ils apparaissent proches de la normale dans les autres branches.

Les stocks demeurent, dans l'ensemble, bien adaptés au rythme de l'activité, à l'exception des biens intermédiaires et de l'automobile où ils sont jugés insuffisants.

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

Graphique non disponible

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Conjoncture – Tél. : +33 (1) 42 92 39 68

Mise à jour le 14 décembre 1994

En dépit de la poursuite du renchérissement des matières premières, les *prix des produits finis* sont restés généralement stables ; toutefois, certains secteurs, comme les biens intermédiaires, enregistrent des relèvements de tarifs. La concurrence, toujours très intense, pèse sur les marges, désormais jugées insuffisantes dans certaines branches. Des hausses de prix sont attendues début 1995, notamment à l'occasion de la renégociation de contrats annuels.

Au cours des prochains mois, l'activité devrait continuer de progresser, à un rythme cependant plus modéré.

Le comportement des industriels en matière d'*investissement* reste empreint de prudence. Toutefois, d'importants programmes sont envisagés pour 1995 ; ils concernent toujours, en priorité, l'amélioration de la productivité, afin de renforcer la compétitivité sur les marchés étrangers, mais des extensions de capacités sont souvent annoncées.

LES PRIX DE PRODUCTION DANS L'INDUSTRIE (cvs)

Graphique non disponible

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

Mise à jour le 14 décembre 1994

L'activité commerciale s'est nettement redressée en novembre, sans pour autant compenser l'important recul enregistré en octobre.

Les effectifs se sont stabilisés dans tous les secteurs de l'industrie, dans le commerce et les services marchands ; ils ont progressé dans le bâtiment. La plupart des industriels jugent leurs effectifs bien adaptés à leurs besoins. La flexibilité de la main-d'œuvre est toujours recherchée. Face à une reprise de la demande, les chefs d'entreprise continuent de recourir aux modulations d'horaire et aux contrats à durée déterminée, même si le mouvement de consolidation des emplois offerts se confirme.

4.2. La balance des paiements en septembre 1994¹

L'excédent des transactions courantes a atteint en septembre 11 milliards de francs en données brutes (+ 7,7 milliards cvs), soit 41,6 milliards sur les neuf premiers mois de l'année, contre 35,6 milliards pour la même période de 1993.

En septembre, l'excédent des exportations-importations de biens s'est établi à 4,7 milliards de francs et celui des services à 8,3 milliards. En revanche, les déficits des revenus de facteurs et des transferts unilatéraux se sont élevés respectivement à 1,8 milliard de francs et 3,8 milliards.

Les entrées de capitaux — quelle que soit leur échéance mais hors avoirs nets du secteur officiel — se sont inscrites à 1,4 milliard de francs en septembre, les mouvements à court terme ayant compensé les sorties à long terme. Sur les neuf premiers mois de l'année, les entrées de capitaux ont atteint 53,6 milliards de francs, contre des sorties de 152 milliards sur la même période de 1993.

Les mouvements de capitaux à court terme du secteur bancaire se sont soldés par des entrées substantielles (25,8 milliards de francs) conduisant ainsi à des entrées cumulées de 265 milliards sur neuf mois.

Les avoirs nets du secteur officiel ont diminué de 5,7 milliards de francs en raison essentiellement d'un accroissement des engagements résultant d'acquisitions nettes de bons du Trésor français par les non-résidents pour 4,9 milliards. Pour les neuf premiers mois, la reconstitution des avoirs nets s'élève à 74,7 milliards de francs, contre une diminution de 89,9 millions pour la même période de 1993.

	BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE								
	Année 1993 (a)	Mai 1994 (b)	Juin 1994 (b)	Juillet 1994 (c)	Août 1994 (c)	Septembre 1994 (c)	9 mois de 1993 (a)	9 mois de 1994 (c)	
<i>Transactions courantes.....</i>	59 466	591	4 135	10 737	91	10 974	35 606	41 625	
<i>Transferts en capital</i>	-569	-896	13	-22	-66	-281	-397	-2 752	
<i>Mouvements de capitaux à long terme....</i>	-19 362	-11 263	-28 942	-4 972	-3 542	-27 690	-26 775	-223 815	
<i>Mouvements de capitaux à court terme...</i>	-54 514	18 454	17 663	-1 957	-13 817	34 868	-35 313	202 742	
– du secteur privé non bancaire.....	199 844	-2 967	36 160	4 773	643	3 301	83 542	12 839	
– du secteur bancaire.....	-282 159	24 241	-15 542	-2 102	-16 967	25 818	-208 750	264 593	
– du secteur officiel.....	27 801	-2 820	-2 955	-4 628	2 507	5 749	89 895	-74 690	
<i>Ajustement.....</i>	14 979	-6 886	7 131	-3 786	17 334	-17 871	26 879	-17 800	
<i>Pour mémoire :</i> <i>Mouvements de capitaux</i> <i>(hors secteur officiel)</i>	-101 677	10 011	-8 324	-2 301	-19 866	1 429	-151 983	53 617	
(a) Chiffres définitifs									
(b) Chiffres semi-définitifs									
(c) Chiffres provisoires									
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85								Mise à jour le 8 décembre 1994	

¹ Cf. tableaux détaillés 14, 15 et 16 dans la partie « statistiques »

4.2.1. Les transactions courantes

En *données cvs*, le solde des transactions courantes s'inscrit en très net excédent en septembre, après un résultat proche de l'équilibre le mois précédent (7,7 milliards de francs, contre -0,3 milliard). Les postes *marchandises et services* ont enregistré une progression de leur excédent, tandis qu'à l'inverse, le déficit des *revenus de facteurs* se creusait quelque peu.

L'évolution du solde des neuf premiers mois de l'année par rapport à la même période de 1993 (+43,6 milliards de francs, contre +39,1 milliards) se caractérise par une nette progression de l'excédent des services.

En *données brutes*, l'excédent des transactions courantes est proche de 11 milliards de francs en septembre (+10,9 milliards), après un quasi-équilibre en août. Le déficit des *revenus de facteurs* est en effet peu marqué alors que le solde des *marchandises* est très favorable.

BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE Soldes des transactions courantes

(en données brutes – en millions de francs)

	Août 1994 (b)	Septembre 1994 (b)	9 mois de 1993 (a)	9 mois de 1994 (b)
TRANSACTIONS COURANTES.....	91	10 974	35 606	41 625
<i>Marchandises</i>	-1 437	5 633	30 372	35 850
– Exportations et importations	-1 382	4 760	22 073	28 062
– Négoce international	-55	873	8 299	7 788
<i>Services</i>	5 927	8 298	44 347	55 885
– Transports	-777	-335	-4 851	-5 321
– Services techniques	1 712	1 918	14 442	12 952
– Voyages	4 976	5 331	47 518	48 179
– Autres services	16	1 384	-12 762	75
<i>Revenus de facteurs</i>	-2 200	-1 829	-37 052	-43 819
<i>Autres biens et services</i>	1 900	2 700	22 638	22 373
<i>Transferts unilatéraux</i>	-4 099	-3 828	-24 699	-28 664
dans :				
– Transferts du secteur officiel	-3 795	-3 388	-21 334	-25 075

(en données cvs – en millions de francs)

	Août 1994 (b)	Septembre 1994 (b)	9 mois de 1993 (a)	9 mois de 1994 (b)
TRANSACTIONS COURANTES.....	-291	7 715	39 101	43 615
<i>Exportations et importations</i>	3 853	6 506	23 703	30 068
<i>Services</i>	6 909	7 936	44 766	56 232
– Transports	-737	-417	-4 486	-4 850
– Voyages	4 915	5 293	44 105	46 678
<i>Revenus de facteurs</i>	-3 344	-5 689	-30 953	-37 423
<i>Autres biens et services</i>	2 493	2 508	23 058	22 777

(a) Chiffres définitifs

(b) Chiffres provisoires

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements – CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 51 85 Mise à jour le 8 décembre 1994

Les principales évolutions du commerce extérieur douanier

Évolution globale (en données douanières FAB-FAB) :

le maintien d'un excédent élevé

En données corrigées des variations saisonnières, l'excédent commercial du mois de septembre constitue le record de l'année : 9,2 milliards de francs, après 7,6 milliards en août (chiffre révisé). Les échanges se maintiennent en septembre à leur niveau moyen enregistré depuis le début de l'année.

En données brutes, l'excédent s'établit à 8,1 milliards de francs, au lieu de 1,3 milliard en août. Il demeure proche sur neuf mois de celui de l'an passé (56,1 milliards de francs, au lieu de 58,4 milliards). Le taux de couverture (106,4 %, au lieu de 107,2 %) n'est que faiblement entamé par la reprise un peu plus marquée des importations (+ 8,6 %) que des exportations (+ 7,8 %).

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

un solde favorable des échanges industriels civils

L'excédent *agro-alimentaire*, qui s'érodait depuis le début de l'année, enregistre en septembre une remontée (3,6 milliards de francs, au lieu de 3,1 milliards), imputable aux produits bruts (le solde des industries agro-alimentaires ne variant pratiquement pas). Sur neuf mois en revanche, la dégradation des termes de l'échange sur produits bruts (hausse des cours mondiaux des produits exclusivement importés et baisse des prix des céréales), conduit à une diminution de 10 milliards de francs (31,2 milliards de francs, contre 41,1 milliards) de l'excédent des échanges agricoles.

En deux mois, les importations de produits *énergétiques* ont reculé de quelque 2 milliards de francs, effaçant la hausse intervenue de mars à juillet 1994. Le déficit sur neuf mois s'élève à 50,7 milliards.

L'excédent *industriel*, y compris le matériel militaire, se consolide au niveau de 6,1 milliards de francs, au lieu de 5,7 milliards. La stabilisation, d'un mois sur l'autre, du solde de l'industrie civile (+ 5,4 milliards de francs) recouvre cependant quelques variations de grande ampleur (automobile, pièces détachées).

Le déficit des *biens intermédiaires* est inchangé à 1,2 milliard de francs. Sur neuf mois, le solde des biens intermédiaires, par rapport à la période correspondante de 1993, se creuse (- 5,2 milliards de francs, au lieu de + 0,4 milliard), en liaison avec l'accroissement de la production industrielle.

L'excédent des biens d'*équipement professionnels* (3,6 milliards de francs), reste stable en moyenne pour les six derniers mois. Sur neuf mois et par rapport à la même période de 1993, l'excédent progresse cependant de 4 milliards de francs (27 milliards de francs, au lieu de 23 milliards) du fait d'une croissance un peu plus vive des exportations que des importations (respectivement + 10,9 % et + 10,1 %).

L'excédent du secteur des *pièces détachées et du matériel utilitaire de transport terrestre* (1,9 milliard de francs, au lieu de 3,3 milliards) revient à son niveau moyen des derniers mois.

Après le creux du mois d'août, le secteur *automobile* affiche un excédent important (2,0 milliards de francs) dû à de fortes exportations (8,5 milliards de francs). Depuis le début de l'année, les exportations comme les importations ont augmenté de 4,8 % par rapport aux neuf premiers mois de 1993, l'excédent restant stable à plus de 4 milliards de francs.

Le solde des *biens de consommation* est proche de l'équilibre (- 0,2 milliard de francs). La hausse des exportations est plus marquée que celle des importations. Sur neuf mois, le déficit revient ainsi de 11 milliards de francs en 1993 à 6,1 milliards en 1994, les exportations augmentant de 8 % et les importations de 4 %.

*Orientation géographique (en données CAF-FAB cvs) :
une amélioration avec la zone OCDE*

L'excédent avec l'*Union européenne* s'accroît sensiblement (3,7 milliards de francs, au lieu de 1,5 milliard en août), à la suite d'un tassement des flux plus marqué en importations (- 6,9 %) qu'en exportations (- 3,5 %). Cet excédent est supérieur à celui enregistré en moyenne sur les douze derniers mois (2,6 milliards de francs). Toutefois, l'excédent cumulé est légèrement en retrait par rapport aux neuf mois de 1993 (19,4 milliards de francs, au lieu de 21,3 milliards), les exportations progressant de 9 % et les importations de 10 %.

Le solde continue d'osciller autour de l'équilibre avec l'*Allemagne* (+ 0,5 milliard de francs, au lieu de - 0,1 milliard en août). Les échanges se développent de manière soutenue sur neuf mois : + 6 % pour les exportations et + 9 % pour les importations.

Après le déficit historique enregistré en août (1,8 milliard de francs), imputable à des opérations exceptionnelles à l'importation, le solde négatif avec l'*Italie* revient à 0,6 milliard, niveau comparable à la moyenne sur les douze mois, mais reste, sur neuf mois, sensiblement plus élevé qu'en 1993.

L'excédent progresse avec le *Royaume-Uni* (1,6 milliard de francs, au lieu de 1,1 milliard) et se consolide nettement sur neuf mois (17,7 milliards de francs, au lieu de 11,4 milliards), les exportations croissant de 15 % et les importations de 9 %.

Le déficit à l'égard des pays de l'*OCDE hors Union européenne* (1 milliard de francs, au lieu de 2,9 milliards) est très faible. Exceptionnellement, le solde est légèrement excédentaire avec les *États-Unis* (+ 0,2 milliard de francs, au lieu de - 1,8 milliard), à la suite d'une poussée de 20 % des exportations (fortes ventes dans le domaine aéronautique), associée à un repli des importations depuis deux mois. Sur neuf mois, le déficit avec ce pays se situe à 11,7 milliards de francs, au lieu de 13,7 milliards pour la même période de 1993.

Hors OCDE, les exportations vers les pays d'*Asie à économie en développement rapide* enregistrent un fort recul, le solde passant ainsi de + 1,6 milliard de francs en août à - 1,4 milliard. Sur neuf mois, en revanche, le déficit se réduit (3,2 milliards de francs, au lieu de 7,3 milliards), les exportations progressant de 18 % et les importations de 7 %. Cette zone économique accueille aujourd'hui 5,2 % des exportations totales hors matériel militaire, contre 4,8 % en 1993 et 3,9 % en 1992.

L'excédent envers l'*Afrique* progresse de plus d'un milliard de francs (1,5 milliard de francs, au lieu de 0,4 milliard), sous l'effet cumulé d'un essor de 9 % des exportations et d'un recul de 12 % des importations. Sur neuf mois, l'excédent se contracte sensiblement (9,1 milliards de francs, au lieu de 13,5 milliards), les ventes diminuant d'environ 1 % et les achats augmentant de 10 %.

Les exportations et importations en balance des paiements¹

(en données cvs)

Le solde des exportations et importations en balance des paiements s'établit à + 6,5 milliards de francs, contre + 3,8 milliards en août. Sur les neuf premiers mois de 1994, l'excédent atteint 30 milliards de francs, au lieu de 23,7 milliards en 1993. Cette évolution d'une année à l'autre s'explique principalement par l'impact des opérations sans transfert de propriété, relatives notamment au travail à façon.

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

Le négoce international

(en données brutes)

Le solde du négoce international (+ 0,9 milliard de francs) rejoint en septembre sa tendance moyenne enregistrée depuis le début de l'année, après un résultat à l'équilibre en août en raison d'opérations exceptionnelles.

Sur neuf mois, l'excédent de ce poste reste stable (8,3 milliards de francs, contre 7,8 milliards).

Les services

(en données cvs)

L'excédent progresse de 1 milliard de francs d'août à septembre (7,9 milliards de francs, contre 6,9 milliards) avec, principalement, une contraction des dépenses en réassurance.

Au cours des neuf premiers mois de l'année, et par rapport aux mêmes mois de 1993, l'excédent des services se renforce sensiblement (+ 56,2 milliards de francs, contre + 44,8 milliards).

À l'origine de cette évolution figurent pour l'essentiel les échanges de services à caractère financier au sens large. Ainsi le déficit des services divers se réduit notablement. Cette amélioration traduit pour l'essentiel une meilleure orientation des commissions et frais bancaires.

Par ailleurs, et par comparaison avec les fortes indemnités versées en 1993, les dépenses du secteur de la réassurance se réduisent sensiblement. Ainsi, le solde du poste assurance enregistre, d'une période à l'autre, une progression de 4,8 milliards de francs (+ 3,3 milliards de francs, contre - 1,5 milliard).

Enfin l'excédent des services de gestion (frais de gestion de maisons-mères, filiales et succursales) augmente, en raison de moindres dépenses des résidents, à 5 milliards de francs, contre 4 milliards.

Parmi les services non financiers, l'excédent des voyages s'accroît de 6 % en données cvs. (46,7 milliards de francs, contre 44,1 milliards). Après avoir stagné en 1993, la reprise des dépenses touristiques des résidents à l'étranger se confirme ; toutefois, sur neuf mois, les recettes progressent à un rythme plus faible que les dépenses, avec une inflexion au cours des mois de pointe (juin à août), sans doute en liaison avec la dépréciation du dollar par rapport au franc.

Les services techniques présentent une tendance à la contraction des échanges. Cette évolution pour les grands travaux est à rapprocher de la baisse tendancielle des grands contrats et, par ailleurs en coopération technique, touche plus particulièrement les secteurs de l'aéronautique, de l'industrie navale, de la prospection pétrolière.

Les revenus de facteurs

(en données cvs)

Le déficit de ce poste s'accroît d'août à septembre (5,7 milliards de francs, contre 3,3 milliards), après correction des variations saisonnières, en raison de l'évolution des intérêts et autres revenus du capital (- 6,1 milliards de francs, contre - 2,8 milliards). L'échéance des coupons sur titres publics reste en effet peu importante en septembre, mais les négociations sur le marché secondaire d'obligations et de bons du Trésor se sont traduites par des versements nets élevés de coupons courus au profit des non-résidents.

Sur les neuf premiers mois de 1994 et par rapport à la même période de 1993, l'augmentation du déficit des revenus de facteurs (37,4 milliards de francs, contre 30,9 milliards) reflète celle des intérêts et autres revenus du capital (34,6 milliards de francs, contre 26,7 milliards). Cette dernière évolution est, notamment, en étroite relation avec les importants mouvements sur titres intervenus au cours de l'année.

Graphiques non disponibles

Ainsi, les dégagements nets opérés par les non-résidents depuis le début de l'année, expliquent à la fois une diminution de la charge nette sur titres obligataires et bons du Trésor à moyen et long terme, et un retournement du solde des coupons courus (devenu déficitaire). L'effet net de ces deux mouvements apparaît globalement négatif au cours des neuf premiers mois de 1994 par rapport à 1993.

Par ailleurs, l'excédent net relatif aux investissements directs fléchit, cette évolution concernant le secteur privé non bancaire.

Les autres biens et services

Le solde de ce poste reste stable en données cvs : + 2,5 milliards de francs. Son estimation résulte du rapprochement des données douanières du commerce extérieur et des paiements correspondants recensés dans la balance des règlements.

Les transferts unilatéraux

(en données brutes)

Ce poste varie peu d'août à septembre (- 3,8 milliards de francs, contre - 4,1 milliards) ; sur neuf mois, son évolution reflète celle des transferts unilatéraux du secteur officiel (- 21,3 milliards de francs, contre - 25,1 milliards de francs). Ces transferts représentant eux-mêmes, pour une part essentielle, les opérations effectuées avec les institutions de l'Union européenne. À cet égard, les recettes ont peu varié, tandis que les dépenses ont progressé avec le renforcement du budget des institutions européennes.

4.2.2. Les transferts en capital

Ces opérations, correspondant principalement à des abandons de créance, ont présenté un déficit de 2,2 milliards de francs au cours des neuf premiers mois de 1994.

4.2.3. Les mouvements de capitaux¹

Pendant le mois de septembre 1994, les mouvements de capitaux, hors avoirs nets du secteur officiel, se sont traduits par des entrées nettes de 1,4 milliard de francs, tandis que les avoirs nets du secteur officiel ont enregistré une diminution de 5,7 milliards de francs.

Au cours des neuf premiers mois de 1994, l'ensemble des mouvements de capitaux à court et à long terme, à l'exclusion des avoirs nets du secteur officiel, a suscité des entrées de 53,6 milliards de francs (au lieu de sorties de 152 milliards au cours de la même période de 1993). Les avoirs nets du secteur officiel ont augmenté pour leur part de 74,7 milliards de francs.

Les capitaux à long terme

Dans le prolongement de la tendance observée depuis plusieurs mois (223,8 milliards de francs de sorties pour les neuf premiers mois de l'année 1994), les mouvements de capitaux à long terme ont fait apparaître au cours du mois de septembre 1994, des sorties nettes de 27,7 milliards de francs.

L'accentuation du solde déficitaire des mouvements de capitaux à long terme observée sur le mois de septembre 1994 résulte des sorties concomitantes au titre des investissements directs (- 12,8 milliards de francs), des opérations sur titres (- 10,1 milliards de francs) et des opérations de prêts à long terme (- 5 milliards de francs).

¹ Cf. tableaux 15 et 16 dans la partie « statistiques »

Les opérations de *prêts à long terme* ont enregistré, en septembre 1994, des sorties nettes de 5 milliards de francs, contre des entrées de 4 milliards au cours du mois précédent. Ces sorties sont imputables essentiellement au secteur bancaire du fait de remboursements nets de prêts de l'étranger (2,8 milliards de francs) et de mises en place nettes de prêts à l'étranger (0,3 milliard de francs). Au total, sur les neuf premiers mois de l'année 1994, les opérations de prêts à long terme enregistrent un solde excédentaire de 30,3 milliards de francs largement expliqué par les prêts bancaires en devises (36,9 milliards de francs).

Les *investissements de portefeuille* sont à l'origine de sorties nettes, pour un montant de 10,1 milliards de francs, voisin de celui enregistré au mois d'août (- 9,2 milliards).

Ce mouvement est la résultante de trois facteurs d'ampleur sensiblement égale. À un solde négatif des flux sur instruments conditionnels (- 3,4 milliards) s'ajoutent de nouvelles acquisitions nettes de titres étrangers par les résidents (- 3,2 milliards) ainsi que des cessions nettes par les non-résidents de titres français (- 3,5 milliards). Au cours du mois de septembre 1994, les résidents ont repris leurs achats de bons du Trésor étrangers et d'obligations à hauteur de 6,6 milliards de francs mais ont procédé à des cessions nettes d'actions étrangères (+ 2,9 milliards). Quant aux non-résidents, acquéreurs nets d'actions (+ 2,7 milliards de francs) et de bons du Trésor à long terme (+ 1,2 milliard), ils ont été vendeurs d'OAT (à hauteur de - 6,9 milliards).

Au total, sur l'ensemble des trois premiers trimestres de 1994, le solde des opérations de portefeuille demeure débiteur (- 234,5 milliards de francs) alors qu'il était positif de 20,6 milliards de francs pour la même période de 1993.

Le solde des *investissements directs* s'est inversé d'un mois à l'autre (- 12,7 milliards de francs, contre + 2,3 milliards) en raison d'un développement marqué des investissements français à l'étranger (- 16,3 milliards) face à un flux modéré d'investissements étrangers en France (+ 3,6 milliards). Depuis le début de l'année, les investissement directs dégagent un solde négatif de 17,5 milliards de francs.

Les capitaux à court terme

Au cours du mois de septembre 1994, les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par des entrées substantielles de 34,9 milliards de francs, portant ainsi à 202,7 milliards de francs le solde créditeur pour les neuf premiers mois de l'année (avoirs nets du secteur officiel inclus).

Les flux du *secteur privé non bancaire* ont dégagé des entrées nettes de 3,3 milliards de francs. Les rapatriements effectués sur les trois premiers trimestres de 1994 par les entreprises et surtout les OPCVM s'établissent ainsi à 12,8 milliards de francs, contre 83,5 milliards pour la période équivalente de 1993.

Le *secteur bancaire* est à l'origine de 25,8 milliards de francs d'entrées de capitaux, provenant, pour les trois quarts, des opérations des non-résidents vis-à-vis du franc (+ 19,6 milliards de francs).

Sur les neuf premiers mois de l'année 1994, les opérations en francs des non-résidents se caractérisent par des remboursements considérables d'emprunts de francs à hauteur de 167,9 milliards de francs, en relation avec les cessions de titres français, ainsi que par une diminution de 233,1 milliards de leur position vendeuse nette de francs à terme.

Les avoirs nets à court terme du *secteur officiel* ont diminué de 5,7 milliards de francs au mois de septembre 1994, évolution imputable aux autres engagements.

5. LES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Au cours du mois de novembre, le marché obligataire a enregistré une nette amélioration. Sur les taux de court terme, quelques variations limitées ont été observées.

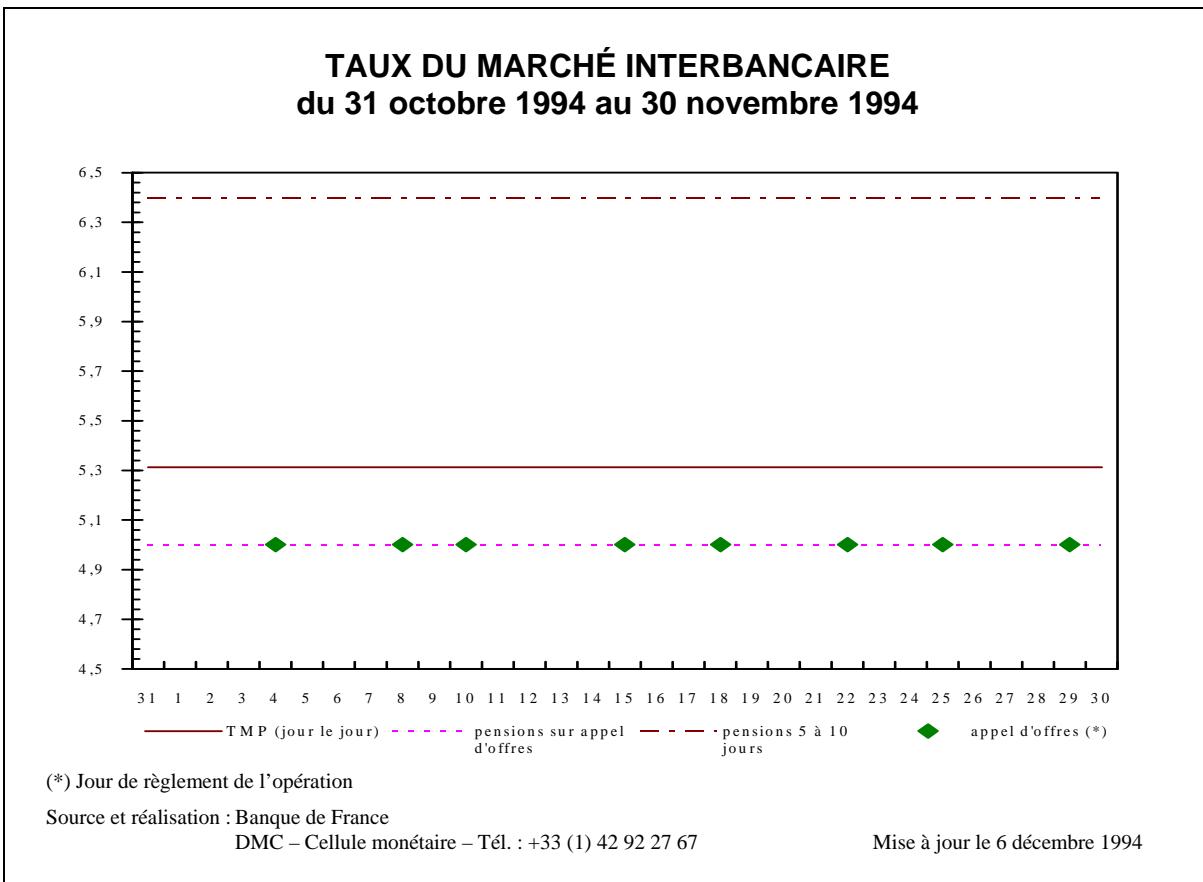
Encore très indécise en début de mois, la tendance sur les taux longs dans le monde s'est stabilisée à partir du 9 novembre sous l'effet du raffermissement du dollar, et du résultat des élections américaines. Cette amélioration a été confortée par le relèvement de trois quarts de point du taux des fonds fédéraux. La détente observée a été plus sensible sur les principaux marchés européens, stimulés par la reprise d'un courant d'achat de la part de non-résidents et d'investisseurs domestiques, notamment en France.

Tout en réagissant favorablement à la décision américaine, les opérateurs sont restés prudents à cause de la vigueur persistante de l'économie américaine ; ils continuent de s'interroger sur le rythme du resserrement de la politique monétaire, comme en témoigne une hausse des taux courts outre-Atlantique, qui s'est poursuivie après le relèvement opéré par le Système de réserve fédérale.

Sur le court terme, les marchés européens, notamment en France, n'ont que partiellement suivi la hausse des taux américains. Quelques tensions sont apparues en fin de période. Sur le Matif, les contrats Pibor ont, au contraire, été bien orientés.

Le taux des emprunts du gisement a cédé 45 points de base au cours du mois pour se situer à 7,84 % le 30 novembre. Dans le même temps, l'écart OAT-Bund s'est réduit de 19 points de base.

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



Sur l'ensemble du mois, le loyer de l'argent au jour le jour est resté stable à 5 5/16 %, niveau atteint le 22 juillet dernier.

Le volume des concours à la place a diminué, passant de 131,5 milliards de francs le 31 octobre à 106,5 milliards de francs le 30 novembre, essentiellement sous l'effet de la réduction du solde du compte du Trésor public.

Les réserves obligatoires constituées sur la période 16 octobre-15 novembre se sont élevées à 19,5 milliards de francs (dont 12,3 milliards de francs d'encaisses en billets) pour une moyenne requise de 18,8 milliards de francs.

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

(en milliards de francs)

	Octobre 1994	Novembr e 1994	Variation
BILLETS EN CIRCULATION	-243,3	-242,4	0,9
RÉSERVES OBLIGATOIRES (b)	-6,7	-7,0	-0,3
RÉSERVES NETTES DE CHANGE	111,7	111,4	-0,3
CONCOURS NETS DE LA BANQUE DE FRANCE AU TRÉSOR OU AVOIRS NETS (-) DU TRÉSOR À LA BANQUE DE FRANCE	-10,9	6,3	17,2
DIVERS	10,2	11,9	1,7
TOTAL	-139,0	-119,8	19,2
CONCOURS DE LA BANQUE DE FRANCE AUX ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT			
– Opérations sur appels d'offres	109,6	92,4	-17,2
– Autres pensions	4,5	3,1	-1,4
– Bons du Trésor achetés ferme	28,3	27,3	-1,0
– Opérations d'escompte net	0,6	0,6	0,0
– Reprises de liquidité sur le marché interbancaire	-4,2	-3,6	0,6
TOTAL	139,0	119,8	-19,2

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

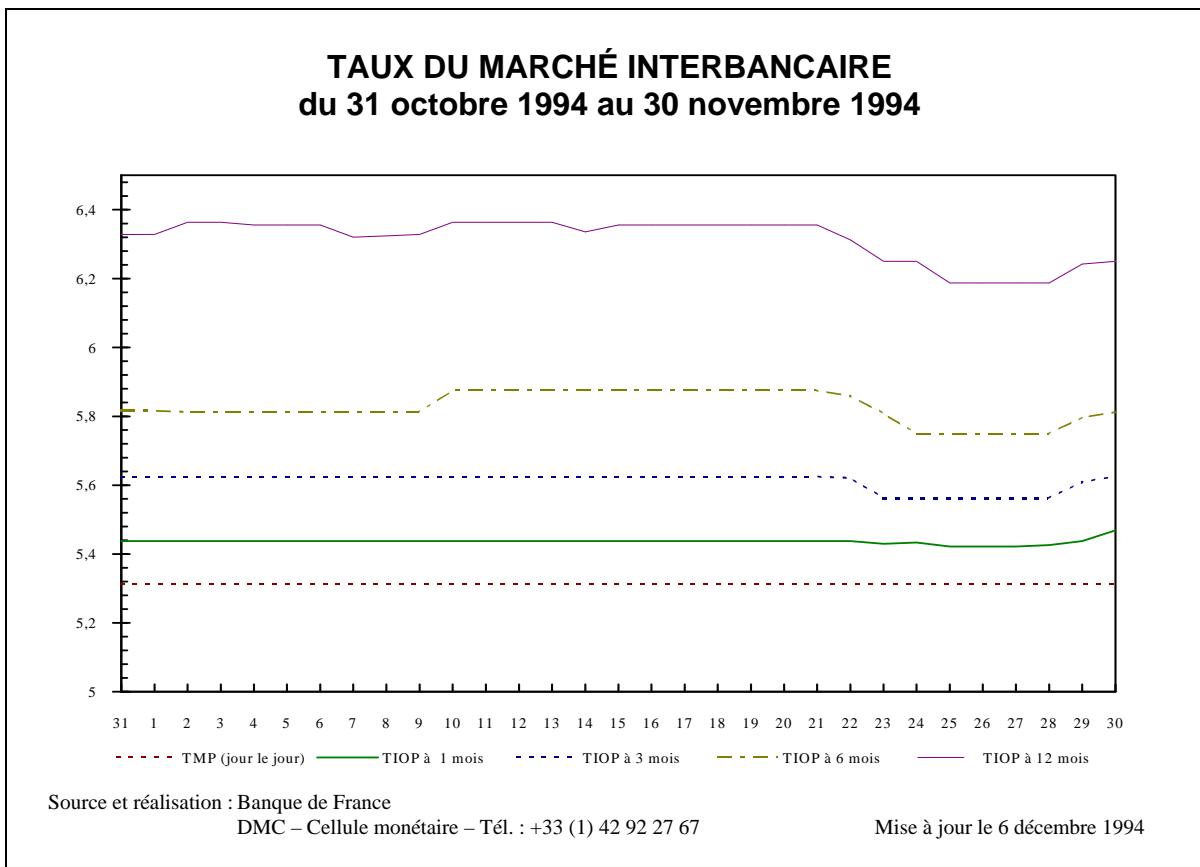
(b) Ces montants ne comprennent pas les encaisses en billets, que les établissements assujettis sont autorisés à inclure dans leurs réserves constituées depuis le 16 octobre 1990.

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 décembre 1994

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



Après la relative stabilité observée durant les trois premières semaines du mois, les taux interbancaires jusqu'à un an se sont détendus de manière croissante selon les échéances dans le sillage de l'amélioration des marchés de taux longs. Les craintes des opérateurs d'une remontée rapide des taux d'intervention en Europe au début de 1995 se sont un peu réduites sous l'effet de la confirmation en Allemagne du ralentissement de l'inflation (+ 2,8 % en rythme annuel en octobre dans la partie ouest du pays) ainsi que de la décélération du rythme de progression de l'agrégat M3 (+ 6,8 % en rythme annualisé en octobre, après + 7,8 % en septembre).

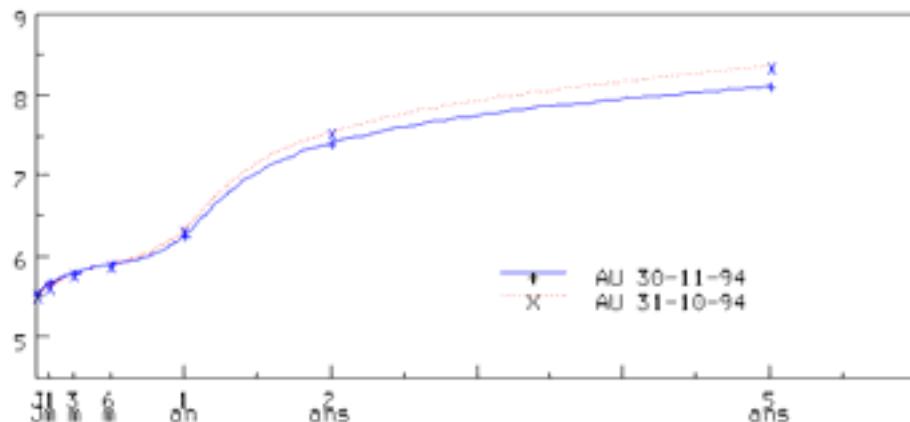
Pour leur part, les écarts de taux entre la France et l'Allemagne marquent une baisse générale, particulièrement nette sur les échéances à un mois et trois mois. En revanche, une légère tension est apparue sur les taux, dans les tout derniers jours du mois en liaison avec la préparation de l'arrêté de fin d'année. Ce mouvement a été nettement plus perceptible en Allemagne.

ÉVOLUTION DES TAUX INTERBANCAIRES

	31 octobre 1994	30 novembre 1994	Variation
TIOP à 1 mois.....	5,4375	5,4688	0,0313
TIOP à 3 mois.....	5,625	5,625	0
TIOP à 6 mois.....	5,8164	5,8125	-0,0039
TIOP à 1 an.....	6,3281	6,25	-0,0781
Taux à 2 ans.....	7,54	7,4	-0,14
Taux à 5 ans.....	8,36	8,11	-0,25

D'une fin de mois à l'autre, la courbe des taux du marché interbancaire enregistre un léger aplatissement

STRUCTURE DES TAUX DU MARCHÉ Taux actuariels



Source et réalisation : Banque de France

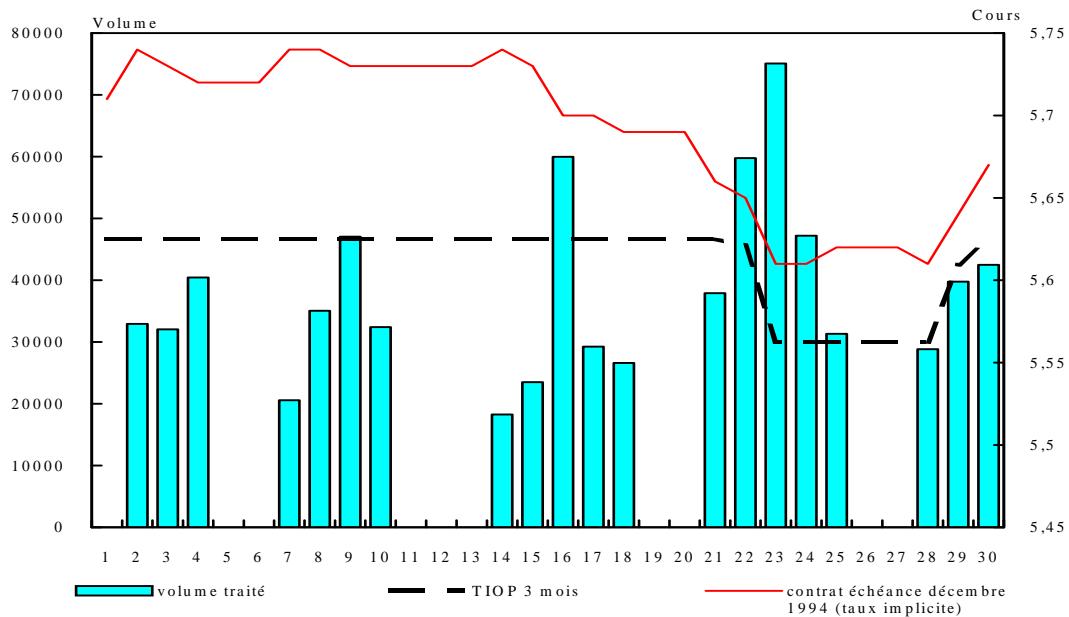
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 décembre 1994

Sur le Matif, les taux implicites des contrats Pibor 3 mois ont marqué un repli d'ampleur croissante suivant les échéances (- 8 centimes sur décembre 1994, - 22 centimes sur mars 1995, - 21 centimes sur juin 1995, et - 28 centimes sur septembre 1995). Ces évolutions confirment la légère révision en baisse par les opérateurs de leurs anticipations de remontée des taux courts pour 1995. L'écart entre le taux au comptant et le taux anticipé à trois mois est revenu de 133 centimes à 105 centimes sur septembre d'une fin de mois à l'autre.

Les écarts entre les taux implicites des contrats Pibor et Eurodem 3 mois enregistrent également une baisse de 10 à 15 centimes selon les échéances.

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



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

Mise à jour le 6 décembre 1994

5.1.3. Le marché des bons du Trésor

Adjudications

Au cours du mois de novembre, le Trésor a procédé à l'adjudication de 94,3 milliards de bons à taux fixe en francs (19,9 milliards de BTAN et 74,4 milliards de BTF).

L'encours total de bons en circulation est à peu près stable (908,4 milliards de bons en francs le 30 novembre, contre 908,8 milliards le mois précédent ; 4,2 milliards de bons en écus, contre 3,9 milliards fin octobre).

ADJUDICATIONS DES BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Soumissions (c)	Montants émis (c)		Taux ou prix extrêmes appliqués (e)		Taux actuarial annuel moyen	Taux inter- bancaire (f)
					(d)				
7 nov. 1994	BTF	13 sem.	43 660	7 005	0	5,31	5,32	5,50	5,83
7 nov. 1994	BTF	26 sem.	15 550	3 007	0	5,64	5,65	5,81	5,98
14 nov. 1994	BTF	13 sem.	35 300	8 008	0	5,34	5,35	5,34	5,83
14 nov. 1994	BTF	42 sem.	13 700	3 034	28	6,03	6,04	6,04	6,34
17 nov. 1994	BTAN 9 %	2 ans	26 940	10 440	40	99,25	99,22	6,95	7,46
17 nov. 1994	BTAN 9 %	5 ans	19 220	9 510	0	97,06	96,99	7,75	8,21
21 nov. 1994	BTF	13 sem.	44 350	12 015	0	5,36	5,38	5,56	5,63
21 nov. 1994	BTF	29 sem.	17 600	3 260	254	5,72	5,73	5,87	6,05
28 nov. 1994	BTF	13 sem.	43 200	16 005	0	5,36	5,37	5,56	5,76
28 nov. 1994	BTF	28 sem.	13 750	3 005	0	5,61	5,62	5,77	5,86
28 nov. 1994	BTF	13 sem.	43 200	16 005	0	5,36	5,37	5,56	5,62
28 nov. 1994	BTF	28 sem.	13 750	3 005	0	5,61	5,62	5,77	5,92

(a) Date d'adjudication

(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel

(c) En millions de francs

(d) Montants additionnels au taux moyen réservé aux spécialistes en valeurs du Trésor (adjudications non compétitives)

(e) Pour les BTF, les soumissions sont exprimées en taux de rendement postcompté

(f) Taux interbancaire calculé en termes actuariels pour des opérations de durée équivalente

Source: Banque de France
DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99

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

Mise à jour le 6 décembre 1994

ADJUDICATIONS DE BONS DU TRÉSOR À TAUX FIXES EN ÉCUS

Date (a)	Catégorie (b)	Durée	Montants émis (c)	Taux actuarial annuel
9 novembre 1994	BTAN 5 % écus	5 ans	218	8,18
(a) Date de placement				
(b) BTF : Bons du Trésor à taux fixe et à intérêt précompté ; BTAN : Bons du Trésor à intérêt annuel				
(c) Valeur en écus				
Source: Banque de France DST – Tél. : +33 (1) 42 92 55 99				
Réalisation: Banque de France DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67				
Mise à jour le 12 décembre 1994				

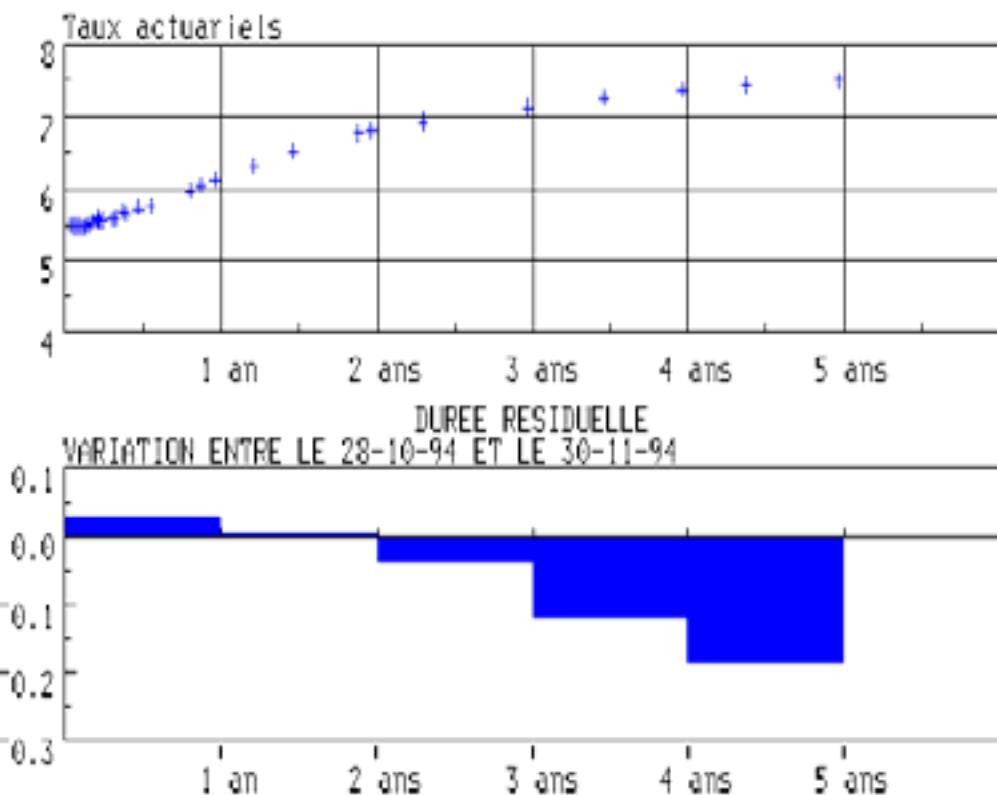
Sur les BTF 13 semaines, les taux à l'émission ne marquent pas d'évolution très marquée (+ 0,05 point entre l'adjudication du 24 octobre et celle du 28 novembre). L'écart avec le taux interbancaire de même durée enregistre une réduction notable, de l'ordre d'une quinzaine de centimes, par rapport à la fin du mois d'octobre.

Concernant les BTAN émis le 17 novembre, on observe une augmentation des taux à l'émission de 0,04 point sur la tranche à deux ans et de 0,13 point sur celle à cinq ans par rapport à la précédente adjudication tenue le 15 septembre.

Marché secondaire

À l'inverse des mois précédents, les rendements des bons du Trésor se sont sensiblement détendus sur toutes les échéances au-delà de six mois, et ce mouvement a conduit à un aplatissement marqué de la courbe des taux. L'activité est demeurée peu consistante dans le compartiment des BTF, mais elle s'est avivée sur les BTAN, notamment au moment de l'inversion de tendance dans l'évolution des taux.

BONS DU TRÉSOR
Taux de référence Banque de France au 30 novembre 1994



Source et réalisation : Banque de France

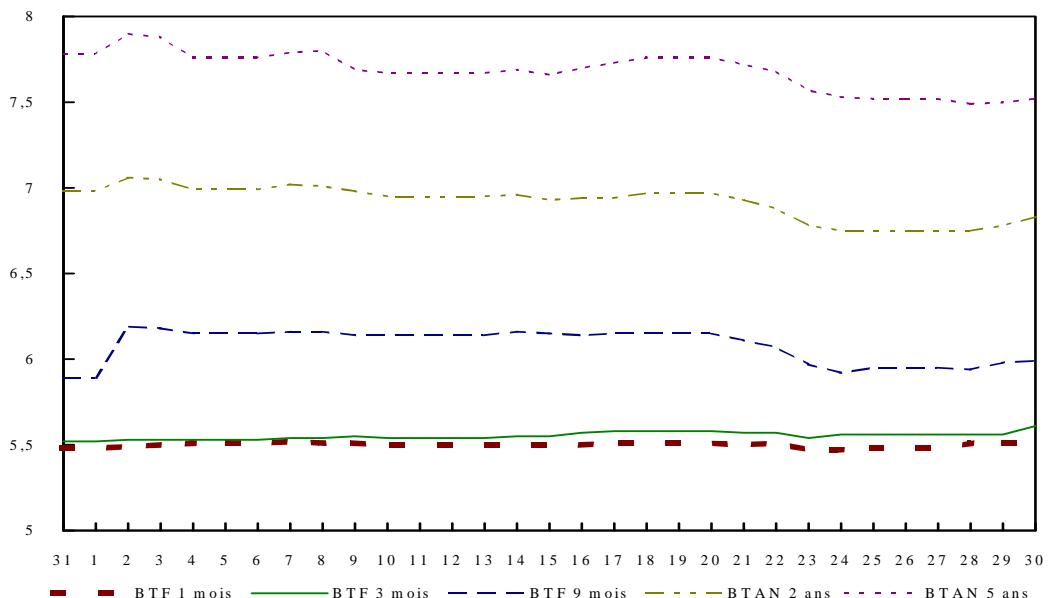
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 décembre 1994

Au cours du mois de novembre, les taux des BTF courts, jusqu'à six mois, se sont légèrement tendus. Les bons à brève échéance ont été moins recherchés, hormis dans la perspective du bilan de fin d'année, les titres arrivant à échéance début janvier. Le volume d'émissions plus élevé de titres à treize semaines a pesé sur le marché : le taux des BTF d'une durée avoisinant trois mois augmente de 6 centimes.

Après avoir été relativement stables jusque vers le 20 du mois, les taux des bons du Trésor dont l'échéance est comprise entre neuf mois et deux ans ont connu une baisse qui atteint une quinzaine de centimes en fin de mois. Les titres ont bénéficié de la meilleure tenue du marché obligataire, mais ils ont été relativement moins demandés qu'au cours des semaines précédentes. La meilleure orientation du marché et la tendance au rallongement des portefeuilles se sont répercutées nettement sur les BTAN à plus de trois ans dont les rendements se détendaient de 25 centimes en moyenne. L'écart de taux sur la tranche 2 ans-5 ans se réduit de 80 à 69 centimes.

TAUX DE RÉFÉRENCE DES BONS DU TRÉSOR
du 31 octobre 1994 au 30 novembre 1994



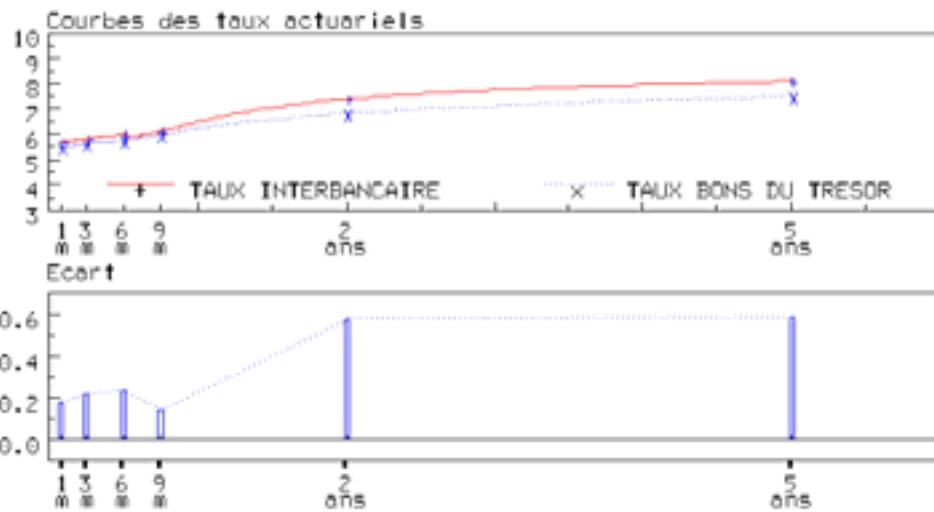
Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 décembre 1994

Les écarts de rendements entre le marché interbancaire et celui des bons du Trésor n'ont pas connu d'inflexion significative. Ils se sont stabilisés autour de 15 centimes sur les durées inférieures à neuf mois ; une légère diminution est notée sur la partie longue de la courbe à l'occasion de la détente des rendements intervenue en fin de mois.

**COMPARAISON DES COURBES DE RENDEMENT
marché secondaire des bons du Trésor et marché interbancaire
au 30 novembre 1994**



Source et réalisation : Banque de France

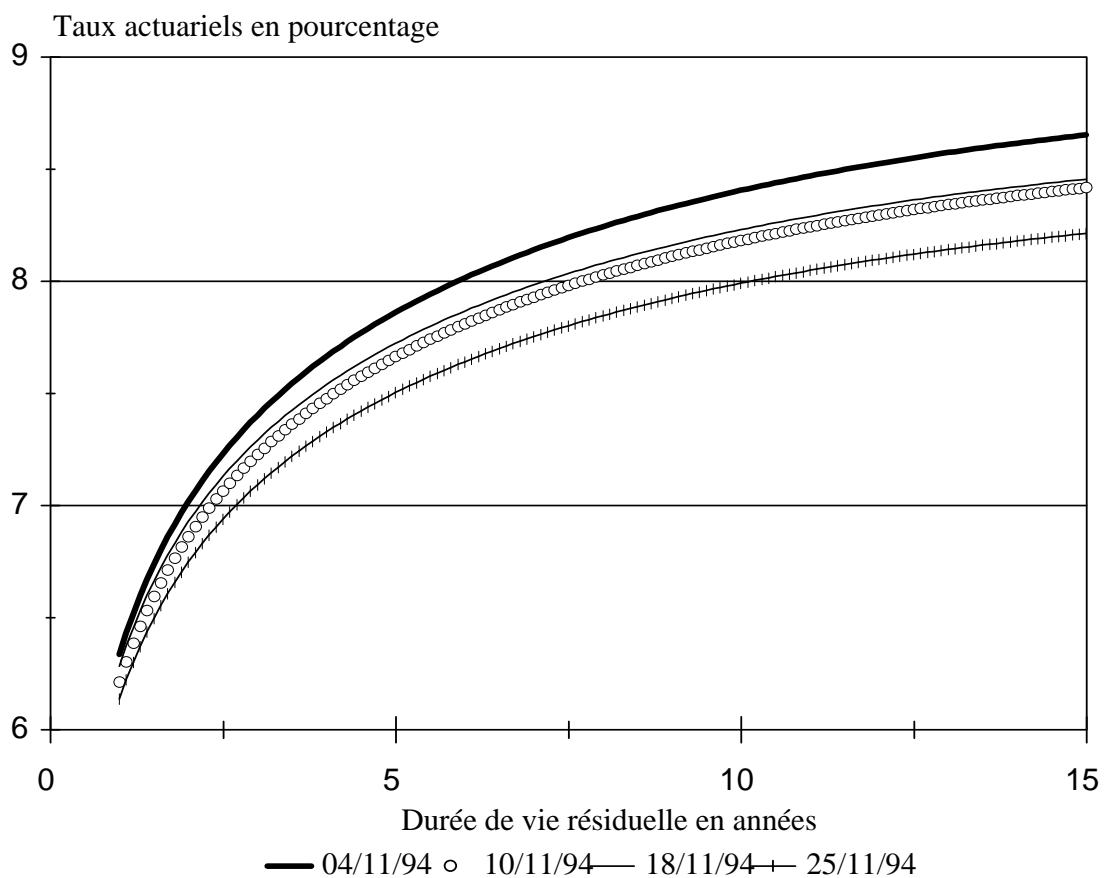
DMC – Cellule monétaire – Tél. : +33 (1) 42 92 27 67

Mise à jour le 12 décembre 1994

5.1.4. Le marché secondaire obligataire et le Matif notionnel

Le marché obligataire français et le Matif notionnel se sont fortement appréciés, notamment au cours de la seconde quinzaine du mois de novembre, dans le sillage du marché américain après le relèvement de 75 points de base des taux directeurs opéré par le Système de réserve fédérale, mouvement accentué après l'annonce d'un nouveau ralentissement de la croissance de la masse monétaire allemande.

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



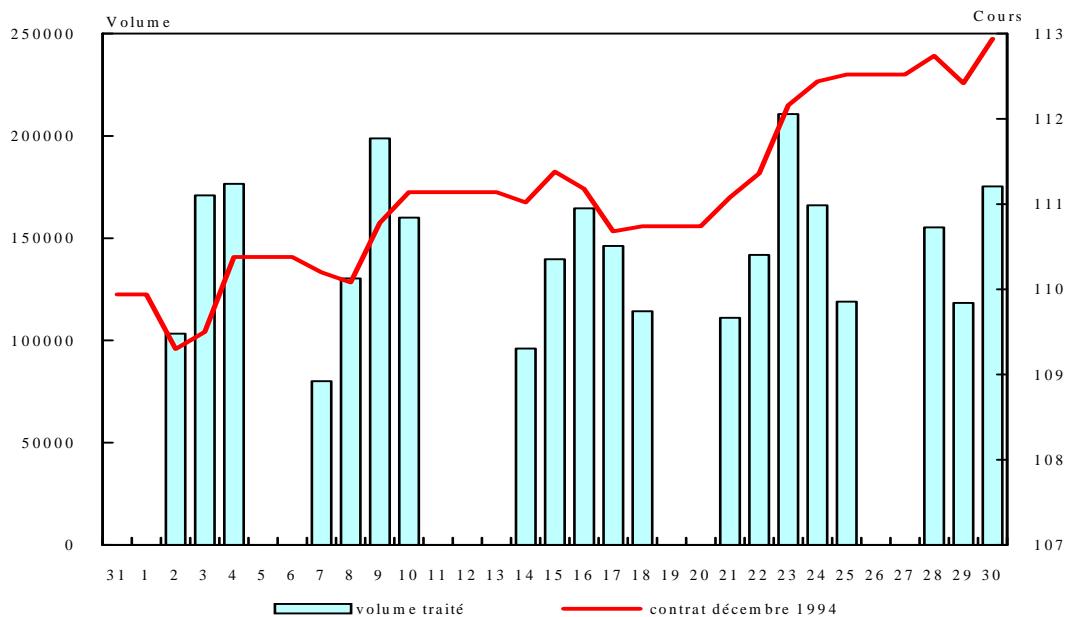
Source : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Mise à jour le 5 décembre 1994

Le taux des OAT à dix ans s'est détendu de 54 points de base, revenant sous le seuil de 8 %, niveau qui n'avait pas été atteint depuis le début du mois de septembre. Sur l'échéance la plus liquide du notonnuel, le contrat décembre a gagné 364 points de base sur l'ensemble de la période sous revue.

Pour la première fois depuis la mi-juillet, les rendements obligataires français reviennent au-dessous des taux américains. L'écart OAT-Bund qui depuis la mi-octobre oscillait au voisinage de 75 points de base, s'est nettement réduit à 50 points de base en fin de mois.

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



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

Mise à jour le 6 décembre 1994

Au cours du mois, le marché français a connu une évolution contrastée.

La première quinzaine du mois de novembre a été marquée par une évolution irrégulière du marché obligataire français, le rendement de l'OAT à dix ans se maintenant au-dessus de 8,20 %. La publication de statistiques indiquant la persistance d'une croissance économique soutenue et potentiellement inflationniste aux États-Unis (composante-prix de l'indice des directeurs d'achat au plus haut depuis 1989, chômage au plus bas depuis quatre ans) suscitait des interrogations sur l'évolution de la politique monétaire américaine et pesait sur les marchés obligataires occidentaux. L'ampleur du durcissement de la politique monétaire américaine le 15 novembre était favorablement accueillie ; le regain de crédibilité accordé au Système de réserve fédérale entraînait une baisse des rendements à long terme sur tous les grands marchés. Après s'être fortement repris, le marché obligataire se stabilisait.

La publication, le 23 novembre, des chiffres de la masse monétaire allemande M3 pour octobre, ressortant en baisse et proche de l'objectif assigné, a contribué à dissiper les anticipations d'un resserrement rapide des politiques monétaires européennes.

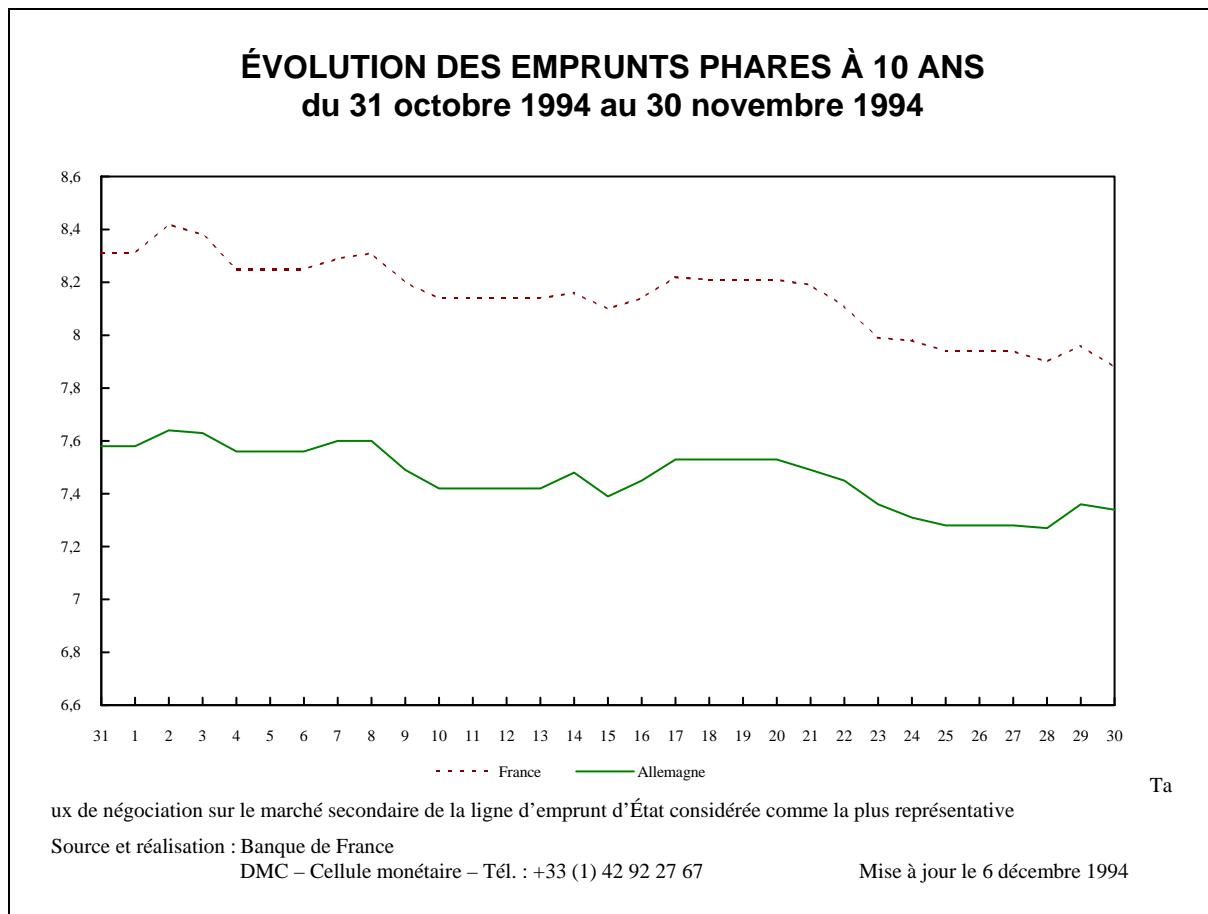
Cette analyse accentuait la vive progression du marché obligataire français, initiée par l'évolution du marché américain et renforcée par un mouvement acheteur de la part d'investisseurs institutionnels domestiques et par des réallocations d'actifs marquant un retour prudent de non-résidents sur le marché français.

Cette amélioration du marché français a interrompu le processus de pentification de la courbe de rendements.

L'écart entre les taux courts et les taux longs s'est légèrement réduit ; sur la durée 2 ans-10 ans, il passe de 133 à 105 points de base, se traduisant par un aplatissement de la courbe de taux.

L'écart entre emprunts phares français et allemand à 10 ans s'est significativement resserré, de 76 à 50 points de base. L'appréciation plus favorable portée sur le contexte politique en France, soutenue par des facteurs techniques, a permis la réduction de cet écart.

L'amélioration du marché obligataire français s'est effectuée dans un volume d'échanges limité. La baisse du nombre de contrats échangés sur le notionnel atteint 3,8 % par rapport au mois précédent. En revanche, la confiance plus importante des investisseurs se traduit dans la position ouverte sur ce contrat qui augmente de 7,9 % en novembre.



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

(arrêtée au 12 décembre)

Au cours des premiers jours du mois de décembre, les taux du marché interbancaire ont eu tendance à se tendre notamment sur les échéances six mois et un an. Ce phénomène s'est trouvé amplifié sur les taux implicites des contrats Pibor 3 mois qui enregistrent une hausse croissante selon les échéances.

Outre les effets de l'approche de l'arrêté de fin d'année, le marché a défavorablement réagi à une certaine dégradation des anticipations sur l'évolution des taux courts en Allemagne pour le début de l'année prochaine.

Le raffermissement de la parité deutschmark-franc a également pesé sur la tendance.

Le marché obligataire n'a pas suivi une tendance très marquée, alternant des phases d'amélioration et de repli limités, consolidant l'orientation sensiblement haussière des semaines précédentes. La mauvaise tenue du marché américain a dégradé les marchés européens. Ainsi, le taux de l'emprunt du gisement est passé de 7,84 % le 30 novembre à 7,95 % le 12 décembre au matin.

5.2. Les émissions

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

Sur le marché primaire obligataire, la reprise de l'activité amorcée en septembre s'est amplifiée au cours du mois de novembre (notamment sur le marché de l'eurofranc).

5.2.1. Les émissions de titres de créances négociables

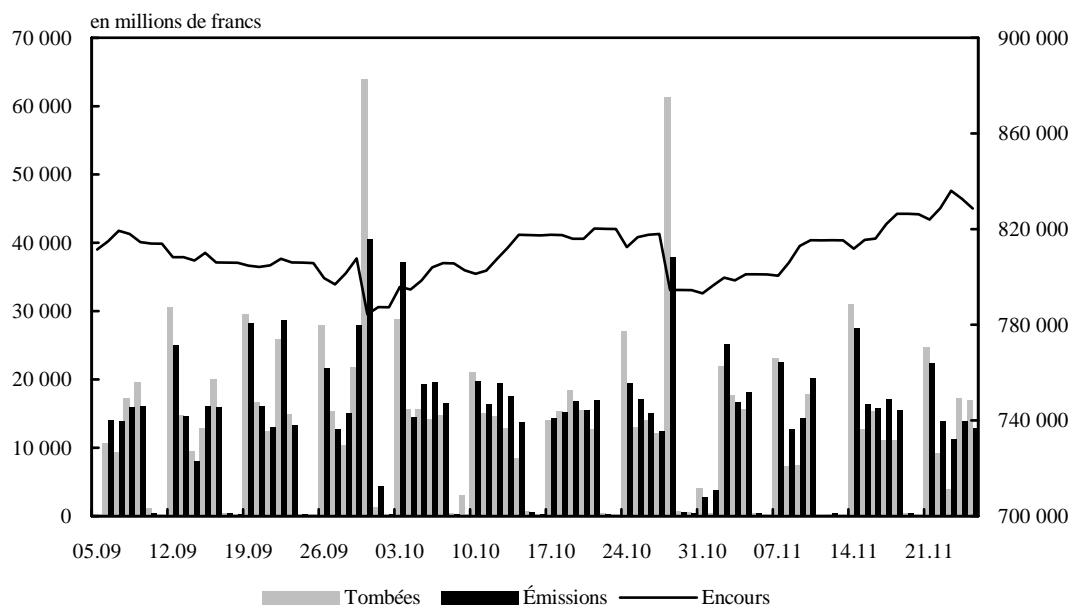
Certificats de dépôt (CDN)

L'encours des certificats de dépôt s'élevait en données provisoires à 828,6 milliards de francs le 25 novembre, contre 793,2 milliards le 31 octobre et 784,4 milliards le 30 septembre.

Les émissions réalisées entre le 1^{er} et le 25 novembre ont atteint 301,5 milliards de francs (dernier chiffre provisoire disponible), contre 384,3 milliards en octobre et 419,9 milliards en septembre.

Les hausses d'encours les plus vives sont observées à la Banque française du Commerce extérieur (+ 8,2 milliards de francs), la Banque Indosuez (+ 4,7 milliards), la Deutsche Bank (+ 3,1 milliards) et la Dai-Ichi Kangyo Bank Limited (+ 2,5 milliards).

Certains établissements ont toutefois enregistré une diminution de leur encours, notamment la Banque régionale d'escompte et de dépôts (- 1,7 milliard de francs), la Caisse des dépôts et consignations (- 2,2 milliards), et la Société générale (- 4,7 milliards).

CERTIFICATS DE DÉPÔT NÉGOCIABLES

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

Mise à jour le 5 décembre 1994

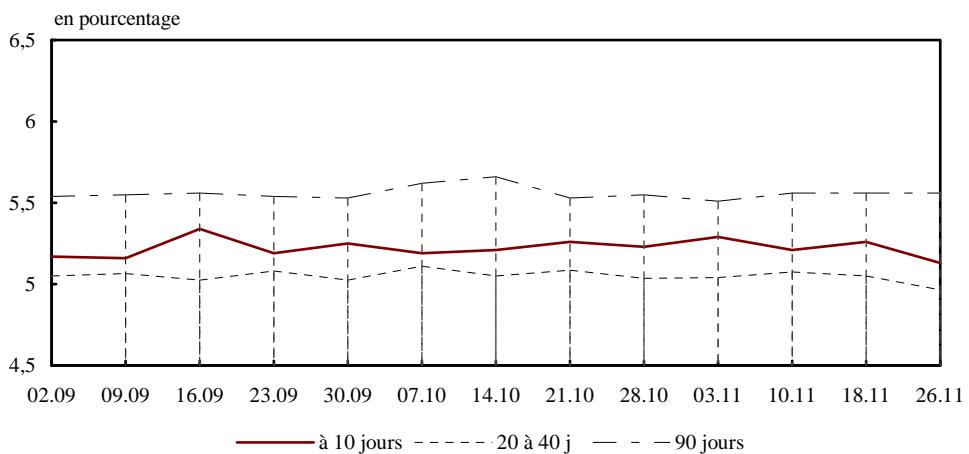
Le nombre d'émetteurs ayant un encours s'est établi à 408, le 25 novembre 1994.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES CDN

(en pourcentage)

	2 au 4 novembre	4 au 10 novembre	14 au 18 novembre	21 au 25 novembre
Certificats à 10 jours (moyenne)	5,29	5,21	5,26	5,13
Certificats à 30 jours (moyenne)	5,27	5,25	5,26	5,25
Certificats à 90 jours (moyenne)	5,51	5,56	5,56	5,53
Certificats de 20 à 40 jours (plus bas)	4,73	4,80	4,75	4,55
Certificats de 20 à 40 jours (plus haut).....	5,35	5,35	5,35	5,38

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



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

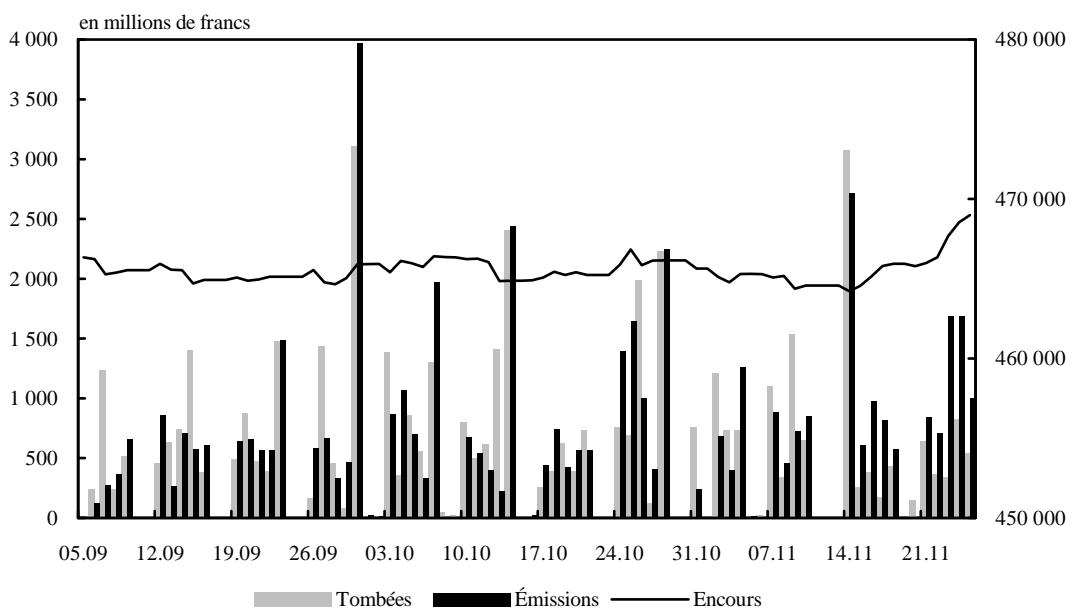
Mise à jour le 5 décembre 1994

Bons à moyen terme négociables (BMTN)

Les BMTN ont atteint un encours de 469 milliards de francs le 25 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 465,6 milliards le 31 octobre et 465,9 milliards le 30 septembre.

Les émissions se sont élevées à 16,9 milliards de francs entre le 1^{er} et le 25 novembre, contre 18,9 milliards en octobre et 17,8 milliards en septembre.

Enfin, 188 émetteurs avaient un encours en gestion au 25 novembre, contre 182 à fin octobre et 168 à fin septembre.

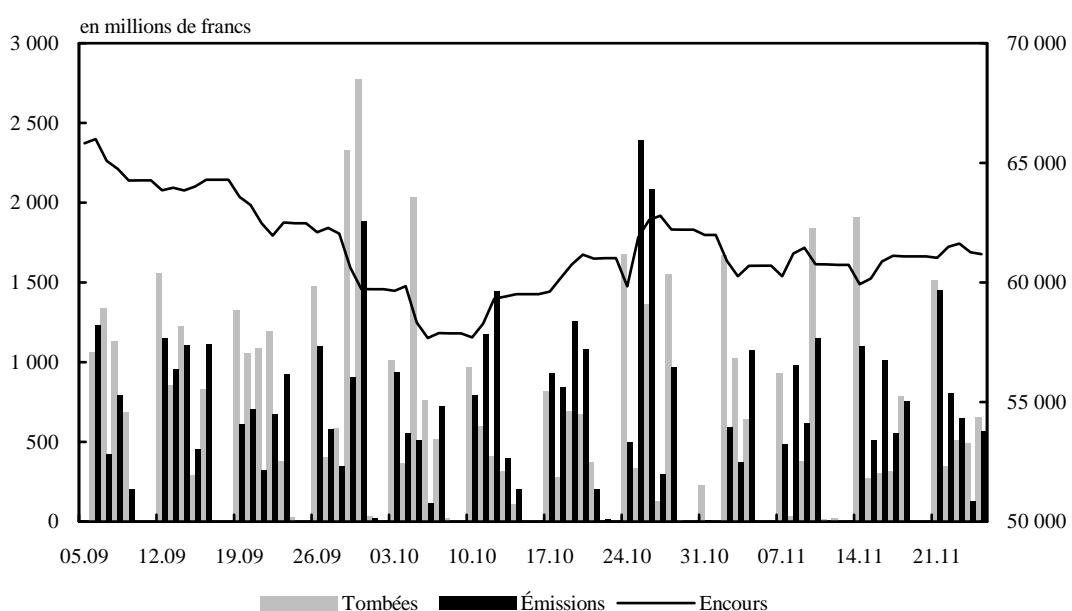
BONS À MOYEN TERME NÉGOCIABLES

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

Mise à jour le 5 décembre 1994

Bons des institutions et des sociétés financières (BISF)

L'encours de ces bons est passé à 61,2 milliards de francs le 25 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 62 milliards le 31 octobre et 59,7 milliards le 30 septembre.

BONS DES INSTITUTIONS ET SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

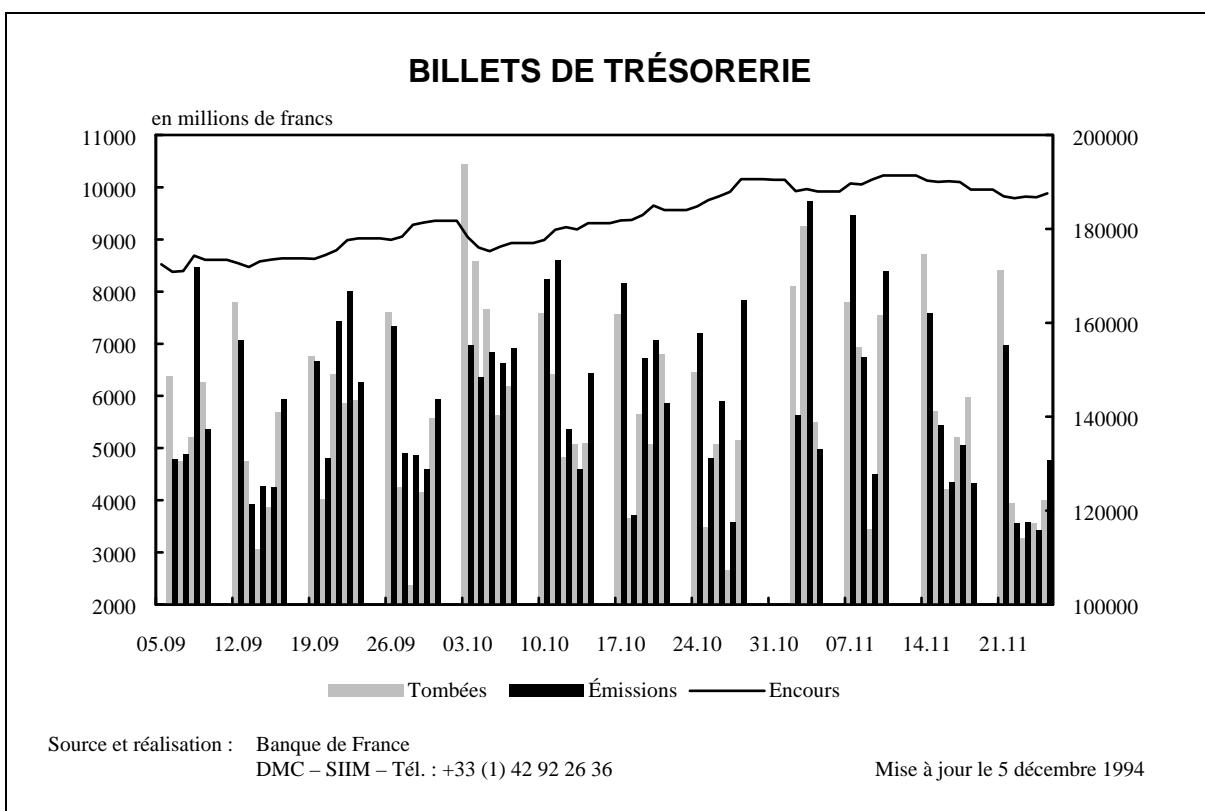
Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 04

Mise à jour le 5 décembre 1994

Billets de trésorerie (BT)

L'encours des billets de trésorerie s'élevait à 187,6 milliards de francs le 25 novembre (dernier chiffre provisoire disponible), contre 190,5 milliards le 31 octobre et 181,8 milliards le 30 septembre.

Le montant des émissions intervenues entre le 1^{er} et le 25 novembre a atteint 98,6 milliards de francs, contre 127,8 milliards en octobre et 130,8 milliards en septembre (respectivement 101,5 milliards de francs, contre 119,1 milliards et 126,7 milliards pour les tombées). Les hausses d'encours les plus marquées entre le 31 octobre et le 25 novembre ont concerné les émetteurs suivants : Électricité de France (+ 2,1 milliards de francs), SNCF (+ 1,9 milliard) et Pinault-Printemps (+ 1,2 milliard) ; pendant cette même période, seuls deux émetteurs ont réduit leur encours au-delà d'un milliard de francs : Total CFP (- 3,2 milliards de francs) et la Compagnie financière Victoire (- 1,5 milliard).



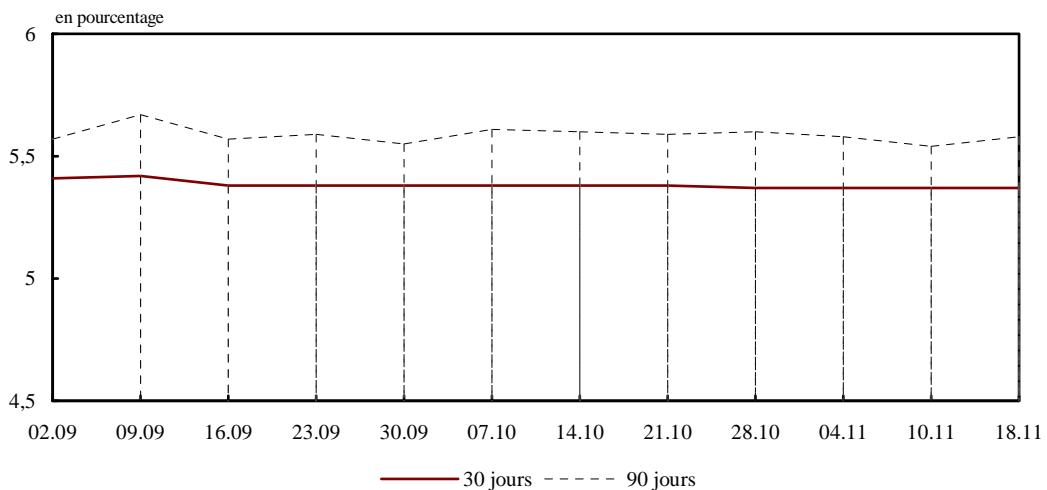
Le 25 novembre, le nombre des entreprises émettrices s'élevait à 104 ; 42 banques étaient domiciliataires de billets de trésorerie, et les cinq plus importantes géraient à ce titre 50,2 % de l'encours global.

TAUX DE RENDEMENT À L'ÉMISSION DES BT

(en pourcentage)

		2 au 4 novembre	7 au 10 novembre	14 au 18 novembre	21 au 25 novembre
		Plus bas	5,30	5,31	5,29
Taux de rendement à l'émission des BT de 20 à 40 jours	Plus haut	5,48	5,45	5,45	5,39
	Plus bas	5,44	5,44	5,44	5,42
Trop à un mois	Plus haut	5,44	5,44	5,44	5,44

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



Source et réalisation : Banque de France
DMC – SIIM – Tél. : +33 (1) 42 92 26 36

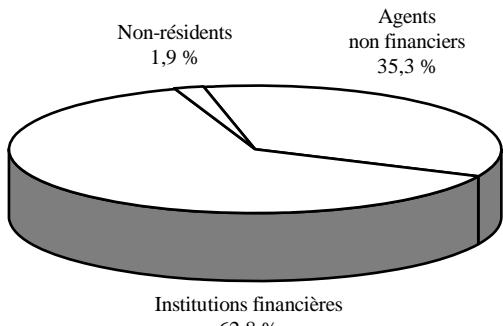
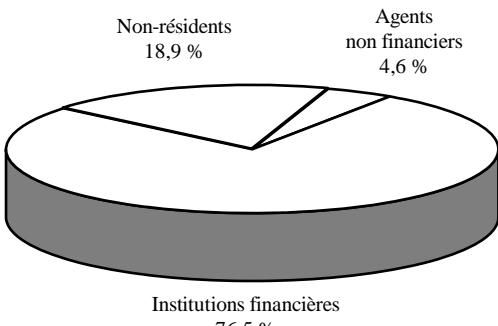
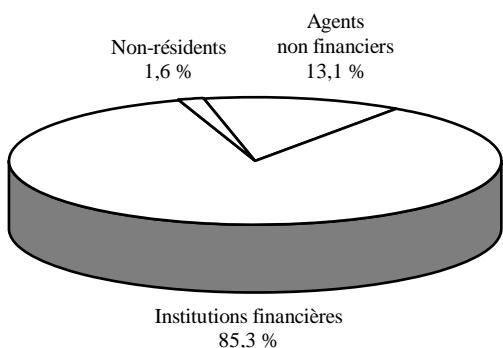
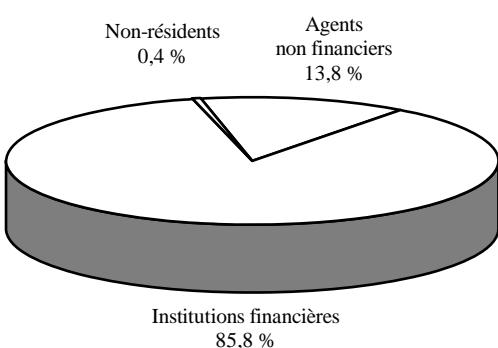
Mise à jour le 5 décembre 1994

Répartition par catégorie de détenteurs (statistiques à fin octobre 1994)

La part de détention des agents non financiers résidents s'est renforcée sur toutes les catégories de titres (+ 0,4 point sur les certificats de dépôt, + 0,5 point sur les bons du Trésor, + 0,3 point sur les BMTN et + 1,4 point sur les billets de trésorerie).

La part de détention des institutions financières s'est réduite sur l'ensemble des titres de créances négociables, notamment sur les bons du Trésor (- 0,6 point) et les billets de trésorerie (- 1,1 point).

En légère progression sur les bons du Trésor (+ 0,1 point), la part de détention des non-résidents s'est réduite sur les autres titres de créances négociables.

CERTIFICATS DE DÉPÔT EN FRANCS**BONS DU TRÉSOR****BMTN
(tous émetteurs confondus)****BILLETS DE TRÉSORERIE****5.2.2. Les Sicav**

L'encours de l'ensemble des Sicav a atteint 1 862,7 milliards de francs à fin octobre, en recul de 45,2 milliards par rapport à septembre. Les retraits nets ont atteint 30,5 milliards de francs, après 28,1 milliards le mois précédent.

L'actif net des Sicav monétaires a représenté 1 035,1 milliards de francs à fin octobre, après 1 052,4 milliards à fin septembre. Les rachats nets ont atteint 16,5 milliards de francs en octobre, ce qui porte leur montant cumulé à 36,4 milliards.

L'encours des Sicav « obligations et titres de créances » a décrû de 19,4 milliards de francs et s'élève en octobre à 516,6 milliards. L'évolution des cours des obligations et des retraits nets (- 11,7 milliards de francs en octobre et - 30,1 milliards sur trois mois) sont à l'origine de cette évolution.

L'actif net global des Sicav actions s'est réduit en octobre pour revenir à 182,7 milliards de francs, après 188,7 milliards le mois précédent, en raison principalement de la baisse du cours des actions. Les retraits nets ont été peu importants (- 1,1 milliard de francs, après - 0,6 milliard le mois précédent).

L'actif net des Sicav diversifiées s'est légèrement tassé en octobre, reflétant la tendance générale déprimée des marchés dans lesquels les Sicav diversifiées sont investies (126,9 milliards de francs, après 129,4 milliards).

ÉVOLUTION DE L'ACTIF NET DES SICAV (a)					
<i>(en milliards de francs)</i>					
Sicav monétaires	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	1993	1994		
		Décembre	Août	Septembre	Octobre
		1 060,9	1 055,0 -7,3 -46,6	1 052,4 -12,6 -59,2	1 035,1 -16,5 -75,7
Sicav obligations	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	619,4	545,6 -4,4 -29,3	536,0 -14,0 -43,3	516,6 -11,7 -55,0
Sicav actions	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	193,3	199,6 0,8 20,6	188,7 -0,6 20,0	182,7 -1,1 18,9
Sicav diversifiées	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	137,0	133,1 -0,2 3,4	129,4 -0,9 2,5	126,9 -1,2 1,2
Sicav garanties	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	1,4	1,4 0,0 0,1	1,4 0,0 0,1	1,4 0,0 0,1
Total Sicav	Actif net Souscriptions mensuelles nettes Souscriptions nettes cumulées depuis le début de l'année	2012,0	1934,7 -11,1 -51,8	1907,9 -28,2 -80,0	1862,7 -30,6 -110,5

(a) Données brutes

Source : Commission des opérations de bourse – Fininfo
Réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 5 décembre 1994

5.2.3. Le marché primaire obligataire en novembre

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

Depuis le mois de février, la volatilité des marchés de taux incite les émetteurs comme les investisseurs à la prudence. La hausse des taux d'intérêt à long terme, qui s'est poursuivie jusqu'en novembre, a sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées en 1994, tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières.

Toutefois, après avoir enregistré de premiers signes de reprise en septembre, l'activité s'est de nouveau améliorée au cours du mois sous revue. Si le retour timide des non-résidents sur le marché à court terme de l'eurofranc a conduit quelques émetteurs à réouvrir ce compartiment, la clientèle des particuliers (attirée par les conditions de rémunération attachées aux nouveaux emprunts) reste toujours recherchée des émetteurs à plus long terme sur le marché intérieur.

Les émissions brutes réglées en novembre ont ainsi atteint 50 milliards de francs, contre 42 milliards en octobre et 31 milliards en septembre. Pour mémoire, la moyenne mensuelle des émissions (hors grand emprunt d'État) s'établissait à 52 milliards en 1993. Près de 70 % des titres réglés au cours du mois sous revue ont été émis en francs (et 3 % l'ont été en écus) sur le marché intérieur. Le solde a été uniquement constitué d'émissions en eurofrancs.

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

(en milliards de francs)

Brutes				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1994	11 mois 1994	11 mois 1993	Année 1993		Novembre 1994	11 mois 1994	11 mois 1993	Année 1993
MARCHÉ INTÉRIEUR								
25,0	237,6	345,7	360,2	État	22,9	171,2	301,9	304,0
9,4	59,8	105,4	114,1	Établissements de crédit et assimilés	2,7	- 20,8	14,8	11,9
2,0	43,3	43,4	48,2	Sociétés non financières	- 1,9	8,1	12,2	12,3
-	23,8	3,9	4,1	Autres émetteurs résidents	- 0,6	18,5	- 0,5	- 0,5
36,4	364,6	498,4	526,6	Ensemble des résidents	23,2	177,0	328,5	327,8
-	5,0	-	-	Non-résidents	-	3,7	- 1,4	- 1,5
36,4	369,6	498,4	526,6	TOTAL	23,2	180,7	327,1	326,3
1,7	8,7	16,4	16,4	dont émissions en écus (b)	1,7	6,5	16,4	16,4
MARCHÉ INTERNATIONAL								
-	-	-	-	État	-	-	-	-
4,0	46,3	75,9	79,9	Établissements de crédit et assimilés	4,0	33,4	61,5	65,5
1,0	14,0	43,7	43,7	Sociétés non financières	1,0	11,5	42,9	42,9
-	0,8	3,9	4,9	Autres émetteurs résidents	-	0,5	3,9	4,9
5,0	61,2	123,5	128,5	Ensemble des résidents	5,0	45,5	108,3	113,3
8,6	74,0	72,7	79,4	Non-résidents	8,6	63,1	65,3	72,0
13,6	135,1	196,2	207,9	TOTAL	13,6	108,6	173,5	185,2
-	5,0	-	-	dont émissions en écus	-	- 3,0	- 2,5	- 2,5
-	4,3	-	-	dont émissions en écus des résidents	-	1,4	- 2,5	- 2,5

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

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

Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 décembre 1994

La **collecte des résidents** ressort à 41 milliards de francs (32 milliards en octobre), soit plus de 80 % des émissions réglées en novembre.

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

(en milliards de francs)

				En date de règlement	Nettes			
Novembre 1994	11 mois 1994	11 mois 1993	Année 1993		Novembre 1994	11 mois 1994	11 mois 1993	Année 1993
ÉMISSIONS en FRANCS								
23,3	229,0	329,3	343,8	État	21,2	164,7	285,5	287,6
13,4	101,7	181,3	194,0	Établissements de crédit et assimilés	6,7	10,9	78,8	79,9
3,0	57,4	87,1	91,9	Sociétés non financières	- 0,8	19,6	55,1	55,2
-	24,6	7,9	9,0	Autres émetteurs résidents	- 0,6	19,3	3,5	4,4
39,7	412,7	605,5	638,8	Ensemble des résidents	26,5	214,5	422,9	427,1
8,6	78,3	72,7	79,4	Non-résidents	8,6	71,2	63,8	70,5
48,3	491,0	678,2	718,1	TOTAL	35,1	285,7	486,7	497,6
34,7	360,9	482,0	510,2	dont émissions intérieures	21,5	174,1	310,7	309,9
34,7	355,9	482,0	510,2	dont émissions intérieures des résidents	21,5	170,4	312,1	311,4
ÉMISSIONS en ÉCUS								
1,7	8,7	16,4	16,4	État	1,7	6,5	16,4	16,4
-	4,3	-	-	Établissements de crédit et assimilés	-	1,7	- 2,5	- 2,5
-	-	-	-	Sociétés non financières	-	-	-	-
-	-	-	-	Autres émetteurs résidents	-	- 0,3	-	-
1,7	13,0	16,4	16,4	Ensemble des résidents	1,7	7,9	13,9	13,9
-	0,7	-	-	Non-résidents	-	- 4,3	-	-
1,7	13,7	16,4	16,4	TOTAL	1,7	3,6	13,9	13,9
1,7	8,7	16,4	16,4	dont émissions intérieures	1,7	6,5	16,4	16,4
1,7	8,7	16,4	16,4	dont émissions intérieures des résidents	1,7	6,5	16,4	16,4

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

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

Mise à jour le 7 décembre 1994

Les émissions de l'**État** se sont élevées à 25 milliards de francs (26,3 milliards en valeur nominale), après 24,1 milliards en octobre. L'essentiel des fonds (23,3 milliards de francs) a été levé en francs sur trois lignes, l'OAT 7,50 % avril 2005 créée en octobre dernier¹, l'OAT 8,50 % avril 2003 et l'OAT 8,50 % octobre 2008. Lors de l'adjudication du 3 novembre, le montant nominal des soumissions retenues a atteint 19,1 milliards de francs, soit le milieu de la fourchette annoncée (18 à 20 milliards de francs), auxquels il faut ajouter 3,2 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement de l'OAT à 10 ans (7,50 % avril 2005) s'est de nouveau tendu pour s'établir à 8,49 %, en hausse de 21 points de base par rapport à l'adjudication du mois précédent.

Le complément provient du règlement de l'adjudication d'OAT en écus, réalisée le 9 novembre et qui portait sur la ligne 6 % avril 2004 créée en octobre 1993. Le montant nominal émis s'est élevé à 315 millions d'écus, soit 2,1 milliards de francs. Le taux de rendement est ressorti à 8,59 %, contre 8,63 % en septembre 1994.

¹ Les souscriptions effectuées sur cette ligne par les personnes physiques (du 3 au 24 novembre) ont atteint 1,8 milliard de francs (2 milliards en valeur nominale). Son taux de rendement actuariel a été fixé à 8,18 %.

Hors État, la collecte des résidents a atteint 16 milliards de francs (8 milliards en octobre) dont 5 milliards levés en eurofrancs. Les **établissements de crédit** ont recueilli plus de 80 % de ce montant, soit 13 milliards de francs (dont 4 milliards en eurofrancs), après 6 milliards en octobre. Les **sociétés non financières** ont levé 3 milliards de francs en novembre (2 milliards en octobre) dont 1 milliard sur le compartiment international.

La **collecte des non-résidents**, réalisée entièrement sur le compartiment international, est revenue d'un mois sur l'autre de 10 milliards de francs à 8,6 milliards.

Au terme des onze premiers mois de l'année, la **collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents** s'est élevée à 426 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à la période correspondante de 1993 (622 milliards de francs) qui avait enregistré l'effet du grand emprunt d'État (110 milliards de francs) réglé en juillet.

Globalement, les résidents ont sensiblement réduit en proportion leur appel au compartiment international (un peu plus de 13 % du montant de leurs emprunts en 1994, contre près de 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). En revanche, ils ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 3 % du total des émissions à fin novembre 1994, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Plus des deux tiers (67 %) des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de l'année 1993.

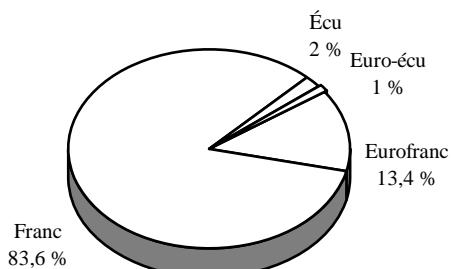
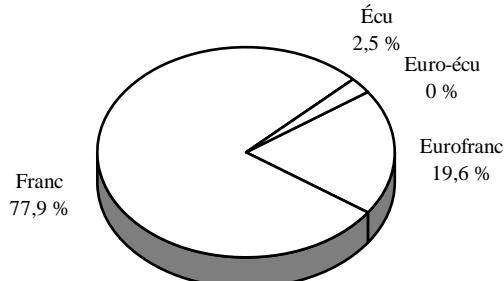
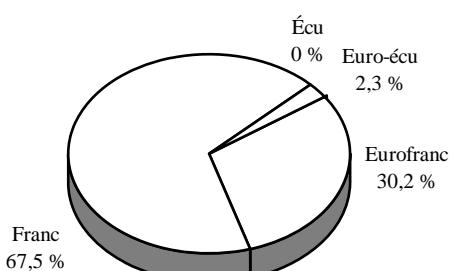
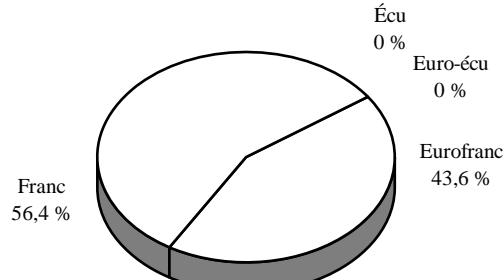
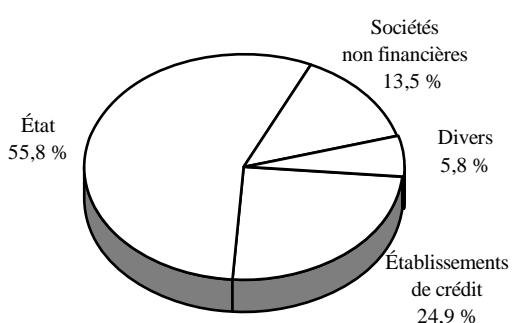
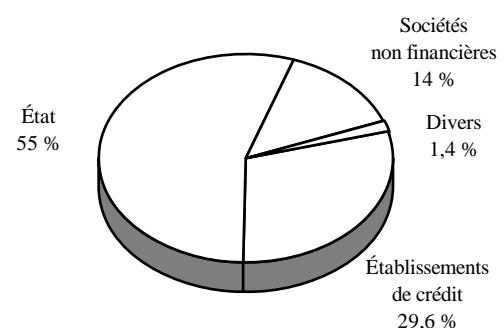
Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec 65 % des émissions brutes), la part de l'État représente, à fin novembre 1994 (comme pour l'ensemble de l'année 1993), environ 55 % de la collecte brute globale en francs et en écus des résidents sur l'ensemble des compartiments.

Autres événements intervenus sur le marché primaire au cours du mois de novembre

À l'occasion de la privatisation partielle de la Régie nationale des usines Renault¹, un peu plus de 15 millions de titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997, soit 1,5 milliard de francs environ, ont été annulés fin novembre dans le cadre de la procédure spéciale de règlement lors des opérations de cession de titres du secteur public². L'encours nominal des titres restant en circulation après cette quatrième offre publique de vente s'élève à un peu moins de 102 milliards de francs.

¹ L'offre publique de vente, intervenue du 3 au 10 novembre 1994, portait sur 37,2 millions d'actions (au prix unitaire de 165 francs) pour un montant de 6,1 milliards de francs. Cette offre pouvait être éventuellement majorée de 3,7 millions d'actions prélevées sur la tranche du placement garanti.

² Les ordres de souscriptions d'actions par remise en paiement de titres de cet emprunt donnent accès à un droit de priorité de second rang. Ainsi, une fois servis les ordres prioritaires, l'attribution des actions restantes se fait d'abord au profit des porteurs de titres de cet emprunt « convertible ».

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE**11 mois 1994****Année 1993****ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)****11 mois 1994****Année 1993****ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR****11 mois 1994****Année 1993**

Réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 7 décembre 1994

5.2.4. Le marché primaire des actions en octobre

ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT					
	<i>(en milliards de francs)</i>				
	Septembre 1994	Octobre 1994	10 mois 1994	10 mois 1993	Année 1993
TOTAL ÉMIS (a).....	15,78	14,53	221,76	187,72	240,38
dont :					
– émissions de titres cotés (b).....	6,50	2,08	68,77	38,90	66,33
– émissions avec appel public à l'épargne (c).....	6,23	1,99	71,58	38,60	67,01

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

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

Mise à jour le 7 décembre 1994

Les émissions d'actions ont légèrement fléchi d'un mois sur l'autre, revenant de 16 milliards de francs en septembre à 14,5 milliards de francs en octobre.

Au terme des dix premiers mois, leur montant (222 milliards de francs) ressort en hausse de 34 milliards d'une année sur l'autre. Les émissions de titres cotés et/ou réalisées avec appel public à l'épargne ont, pour leur part, très fortement progressé d'une période à l'autre, pour atteindre près de 70 milliards de francs à fin octobre 1994, contre 39 milliards un an auparavant.

5.3. Le marché secondaire des actions

À la Bourse de Paris, l'indice CAC 40 s'est inscrit en hausse assez nette au terme d'une évolution marquée par une certaine volatilité.

5.3.1. L'évolution pendant le mois

La tendance est demeurée en partie orientée par l'évolution des taux d'intérêt à long terme et du dollar, mais des facteurs proprement nationaux semblent avoir également joué un rôle non négligeable.

Le marché s'est tout d'abord orienté à la baisse, l'indice CAC 40 cédant 1,68 % le 2 novembre. La tendance s'est ensuite renversée, malgré un repli le 7 novembre. Cette orientation haussière s'est confirmée dans le sillage des marchés de taux après la victoire du parti républicain aux élections américaines.

Les 16 et 17 novembre, l'indice CAC 40 a cependant enregistré un repli en liaison avec la correction du mouvement haussier observé sur les marchés de taux. De même, les 22 et 23 novembre, la Bourse de Paris a baissé en raison de la dégradation enregistrée à Wall Street. La liquidation de novembre (le 23) s'est néanmoins soldée par un gain de 2,77 % de l'indice CAC 40, le premier depuis le mois de juillet.

Le marché des actions s'est ensuite repris, terminant le mois de novembre en nette amélioration. Par ailleurs, la Bourse de Paris a connu un regain d'animation, avec un volume d'activité en progression de 13,5 % par rapport à octobre, soit la plus forte augmentation depuis juin. Cette évolution est, en grande partie, liée à la privatisation de Renault.

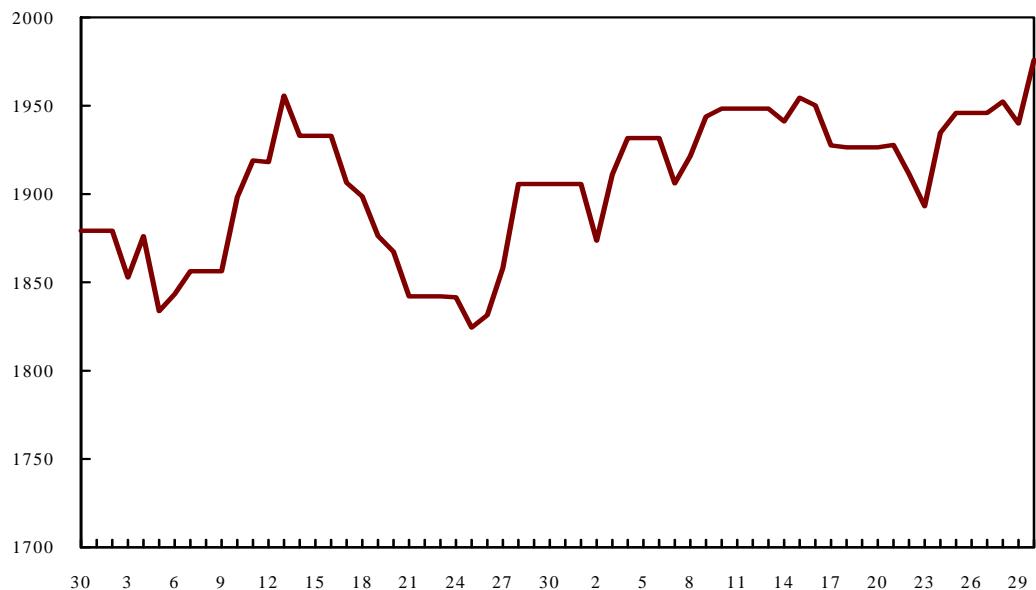
Outre l'apaisement sur les marchés de taux, Paris semble avoir bénéficié d'un certain retour des investisseurs qui estiment les actions françaises bon marché en regard de leurs perspectives de bénéfices et en raison de la baisse, plus forte que sur les autres places, intervenue depuis le début de l'année. Aussi observe-t-on que l'indice CAC 40 est le seul des grands indicateurs boursiers internationaux à s'être inscrit en hausse au cours du mois de novembre.

INDICES BOURSIERS				
	31 octobre 1994	30 novembre 1994	Variation (en pourcentage)	
			mensuelle	depuis le début de l'année 1994
New York (Dow Jones).....	3 908,12	3 739,23	- 4,30	- 0,40
Londres (FT 100).....	3 097,40	3 081,40	- 0,50	- 9,86
Tokyo (Nikkei).....	19 989,60	19 075,62	- 4,50	9,52
Paris (CAC 40)	1 905,69	1 975,94	3,60	- 12,89
Francfort (Dax).....	2 071,63	2 048,26	- 1,10	- 9,64

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

Mise à jour le 6 décembre 1994

**ÉVOLUTION DE L'INDICE CAC 40
du 30 septembre 1994 au 30 novembre 1994**



Source et réalisation : Banque de France

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

Mise à jour le 6 décembre 1994

5.3.2. La tendance au début du mois de décembre

(arrêtée au 12)

L'indice CAC 40 a d'abord continué de progresser pour franchir temporairement le seuil des 2 000 le 5 décembre en cours de séance. Par la suite, le marché s'est orienté à la baisse, subissant l'impact de la tension sur les taux courts et de la médiocre tenue des places étrangères. L'indice CAC 40 s'est établi à 1 942,5 le 12 décembre à la mi-journée, soit un repli de 1,7 % par rapport au niveau atteint à la fin du mois précédent.

6. LES AGRÉGATS MONÉTAIRES

Au cours du mois d'octobre 1994, les agrégats de monnaie ont tous progressé : + 0,5 % pour M1, + 1,1 % pour M2 et + 0,7 % pour M3, pour lequel la tendance ascendante observée depuis fin juin se trouve ainsi confirmée.

Les principales composantes des agrégats évoluent toutes positivement, qu'il s'agisse des dépôts à vue (+ 0,5 %, après + 1,0 % en septembre), des comptes sur livrets (+ 1,9 %, après + 0,4 % en septembre) ou des avoirs monétaires rémunérés à taux du marché qui constituent M3 – M2 (+ 0,1 %, après + 0,3 % en septembre).

Les variations appréciées sur un an confirment le redressement de l'évolution des agrégats. Celle des *agrégats étroits*, en nette croissance depuis les derniers mois de l'année 1993, s'établit, entre moyennes trimestrielles centrées, à + 3,5 % pour M1 et à + 4,9 % pour M2. Celle de l'*agrégat large M3* est marquée par la poursuite rapide de la résorption de son recul qui revient en un mois, et entre moyennes trimestrielles centrées, de – 1,2 % à – 0,5 %. Toujours sur un an, mais entre données de fin de mois, l'évolution de cet agrégat est positive (0,4 %), pour la première fois depuis fin août 1993. Enfin, en tenant compte des facteurs exceptionnels liés notamment aux changements de réglementation fiscale et aux opérations de privatisation qui ont influé sur la répartition des placements depuis août 1993, l'évolution, sur un an, de M3 peut être estimée à + 0,5 % (après – 0,1 % à fin septembre).

La progression de l'*agrégat de placement P1* (essentiellement composé des plans d'épargne-logement, des plans d'épargne populaire et des bons de capitalisation) connaît une certaine décélération, tout en restant très vive. Elle ressort à fin octobre, entre moyennes trimestrielles centrées, à 15,6 % sur un an (après + 15,8 % à fin septembre et + 16,1 % à fin août). Le développement des plans d'épargne-logement atteint 19,5 % sur un an, et sur la même période, la croissance des plans d'épargne populaire s'élève à 17,4 %.

À fin août, sur un an, l'*endettement intérieur total* était en progression de 2,5 %, l'encours des crédits à l'économie s'établissant, pour sa part, en recul de 1,3 % (après – 1,4 % à fin juillet) sur la même période.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

AGRÉGATS MONÉTAIRES				
Statistiques à fin octobre 1994	Encours données brutes en milliards de francs	Variations du mois en cvs et en pourcentage	Variations sur 12 mois de la moyenne trimestrielle centrée sur :	
			Août 1994 (a) en pourcentage	Septembre 1994 en pourcentage
AGRÉGATS DE MONNAIE				
– M1	1 574,1	0,5	3,8	3,5
– M2	2 842,0	1,1	4,8	4,9
– M3	5 166,3	0,7	-1,2	-0,5
– M4	5 233,7	0,7	-1,1	-0,3
AGRÉGAT DE PLACEMENT				
– P1	1 325,8		15,8	15,6
Statistiques à fin août 1994				
AGRÉGATS DE CRÉDIT				
– Endettement intérieur total	9 934,3	2,6	2,7	2,5
– Ensemble des crédits à l'économie.....	6 264,5	-0,9	-1,4 (b)	-1,3 (b)
– Crédits des banques à l'économie	3 558,4	-2,4	-2,9	-2,7

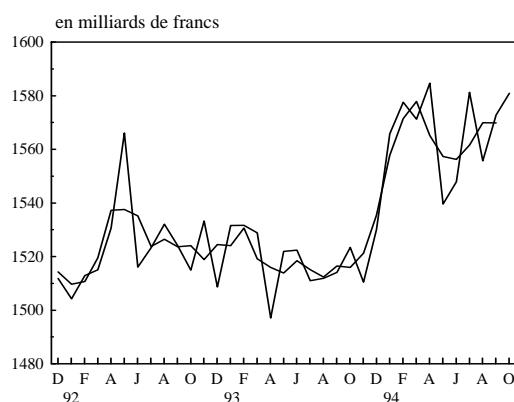
(a) Données révisées, chiffres précédemment publiés :
M1 : 4,0 % ; M2 : 4,9 % ; M3 : -1,2 % ; M4 : -1,1 % ; P1 : 16,3 %

(b) Données estimées

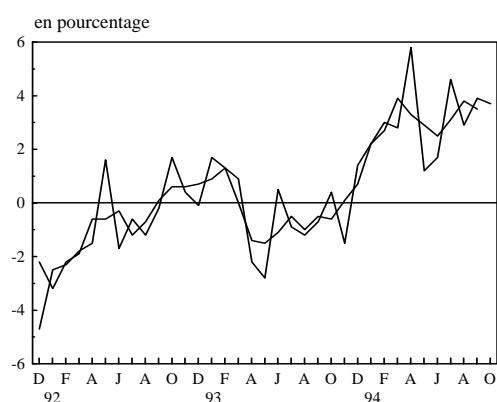
Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 29

Mise à jour le 5 décembre 1994

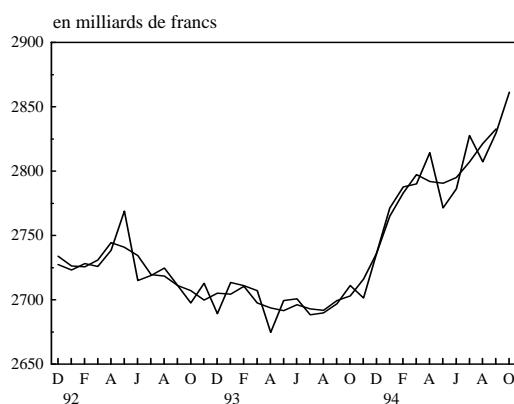
M1
Encours cvs



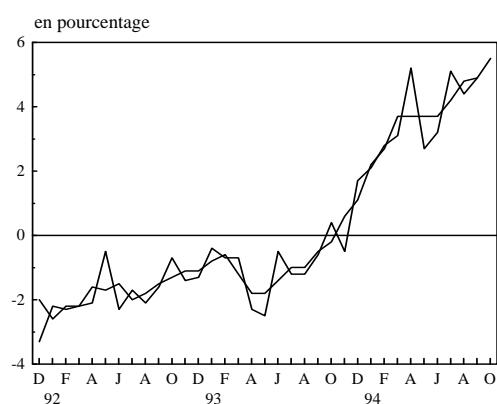
M1
Glisements sur 12 mois



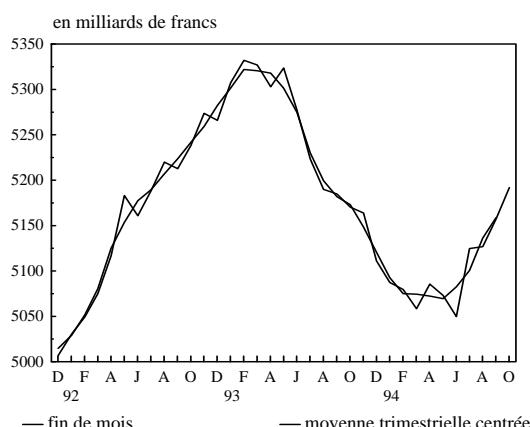
M2
Encours cvs



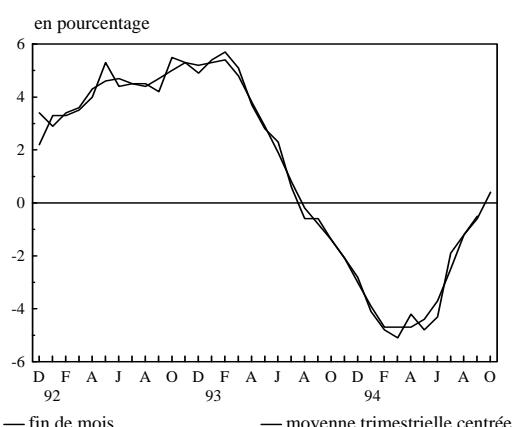
M2
Glisements sur 12 mois



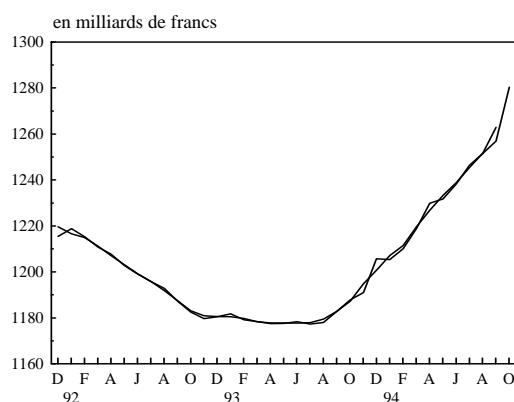
M3
Encours cvs



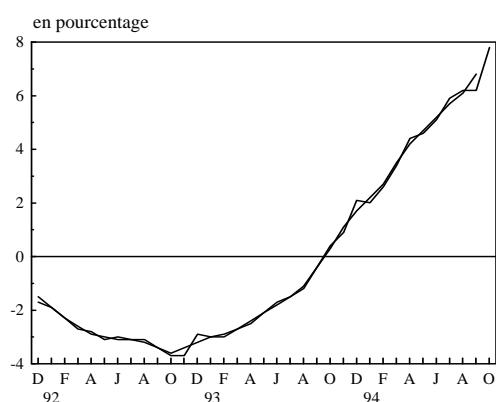
M3
Glisements sur 12 mois



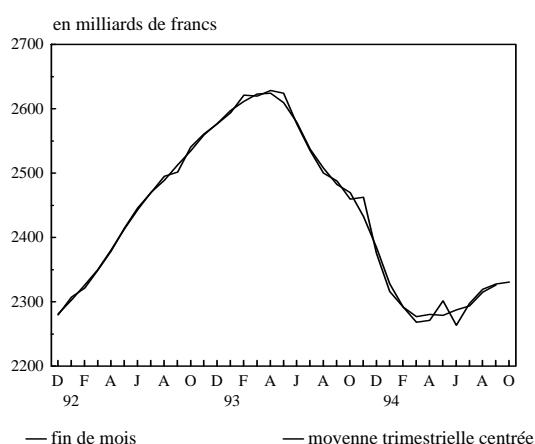
M2 – M1
Encours cvs



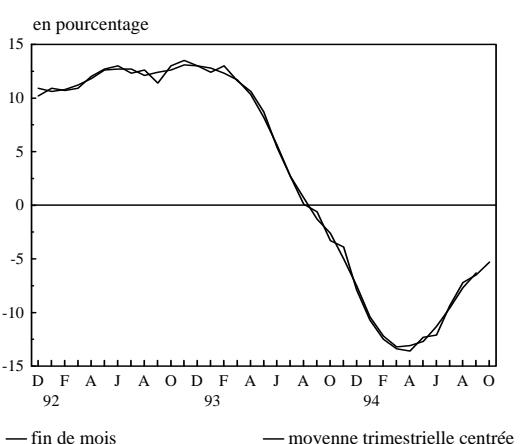
M2 – M1
Glissements sur 12 mois



M3 – M2
Encours cvs



M3 – M2
Glissements sur 12 mois



— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

— fin de mois

— moyenne trimestrielle centrée

ÉVOLUTION DES AGRÉGATS

Tableau non disponible

6.1. Les agrégats de monnaie et de placement

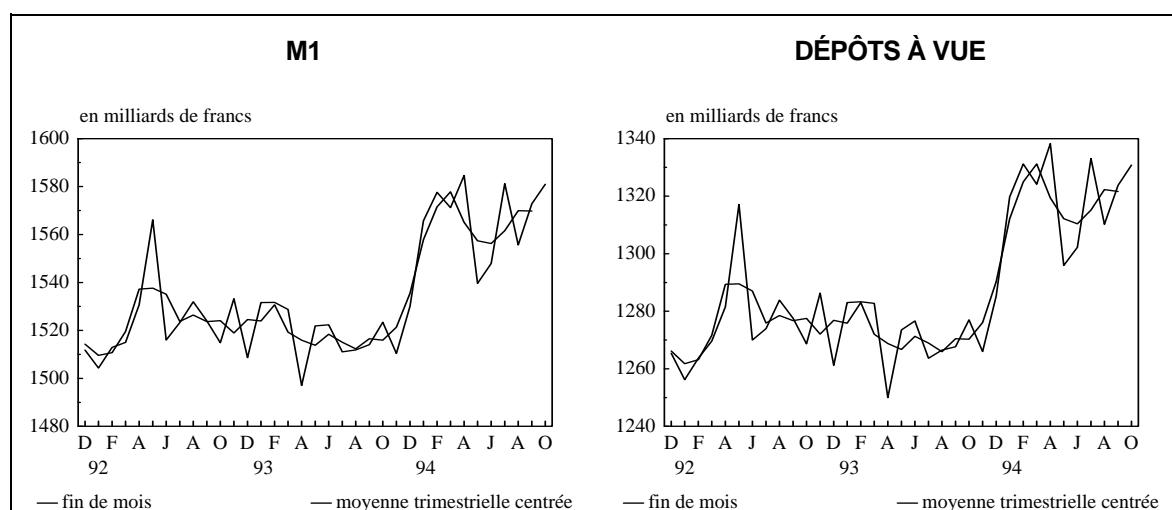
Évolution des actifs monétaires et de l'épargne contractuelle¹

(statistiques à fin octobre 1994)

M1

L'encours de l'agrégat M1 s'est accru de 0,5 % en octobre, après avoir augmenté de 1,1 % en septembre. Sur un an, sa progression est de 3,5 %, après 3,8 % à fin septembre et 3,1 % à fin août.

L'encours des dépôts à vue a légèrement augmenté (+ 0,5 %, après + 1,0 % en septembre). Sur douze mois, sa croissance reste soutenue (+ 4,0 % à fin octobre, après + 4,4 % à fin septembre et + 3,7 % à fin août).



Le montant des billets et monnaies a progressé de 0,4 %, après + 1,5 % en septembre. Sur un an, cette croissance se confirme et atteint + 0,9 % à fin octobre, après + 0,5 % à fin septembre et + 0,1 % à fin août.

M2 – M1

Sous l'effet de la forte progression de l'encours des Codevi, la croissance des placements à vue à taux réglementés s'est renforcée (+ 1,9 % en octobre, après + 0,4 % en août et septembre). Sur un an, leur accroissement atteint 6,8 % à fin octobre, après 6,1 % à fin septembre.

Les livrets A et bleus ont progressé de 0,7 % en octobre et, en glissement annuel, de 5,5 %.

Les comptes d'épargne-logement ont augmenté de 0,6 % (après un léger recul en septembre : - 0,1 %). Sur un an, leur progression reste stable (+ 4,5 % à fin octobre comme à fin septembre).

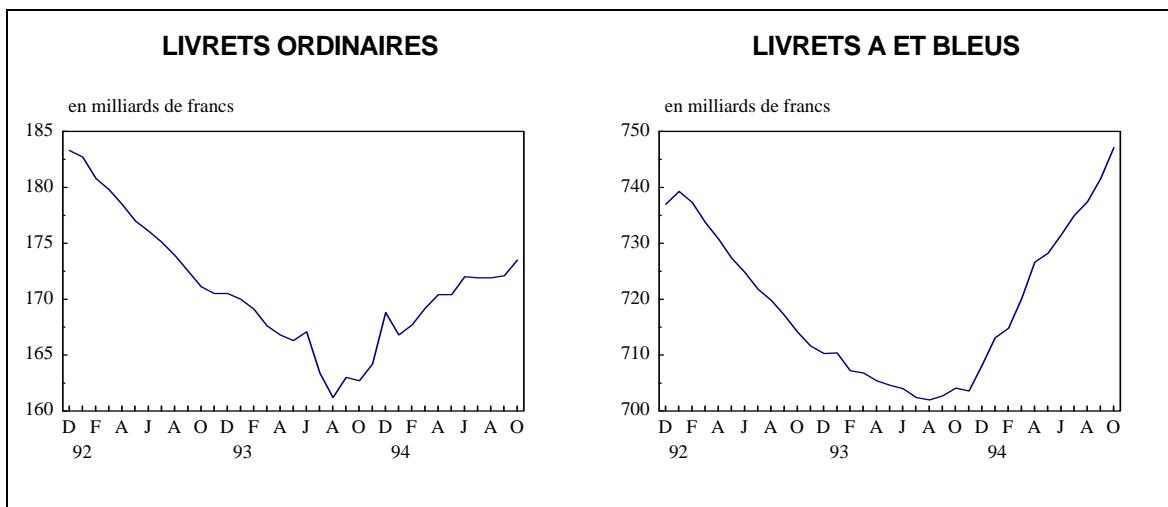
Le plafond des Codevi ayant été relevé de 20 000 francs à 30 000 francs à compter du 1^{er} octobre 1994, leur encours s'est accru de 10,3 % en un mois (après + 0,6 % en septembre). En rythme annuel, leur progression s'établit à 25,5 % à fin octobre.

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

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Les agrégats de monnaie et de placement

Les livrets d'épargne populaire ont augmenté de 1,3 %, et, sur un an, de 9,8 %.

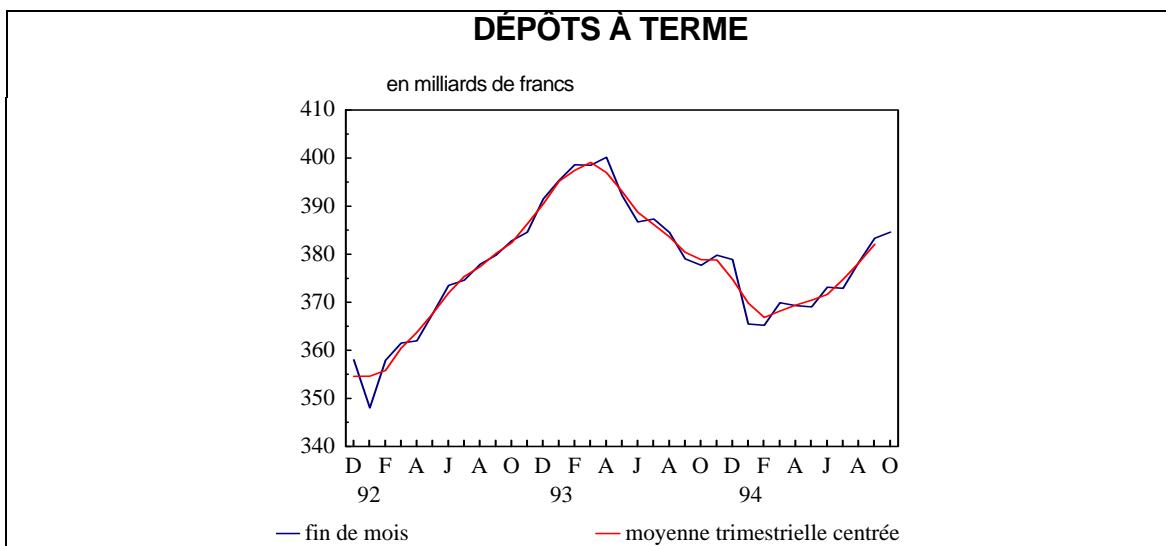
Les livrets soumis à l'impôt ont progressé de 0,8 % et enregistrent un accroissement annuel de 6,3 % à fin octobre.



M3 – M2

L'encours des placements à taux de marché compris dans M3 – M2 est resté quasiment stable en octobre (+ 0,1 %, après + 0,3 % en septembre et + 1,0 % en août).

Les placements à terme s'accroissent de 0,5 % en octobre, après avoir augmenté de 0,7 % en septembre. Sur un an, leur contraction se réduit (– 8,8 % à fin juin, – 6,2 % à fin septembre et – 4,9 % à fin octobre).



L'encours des OPCVM monétaires a progressé de 0,6 %, après deux mois de baisse (- 0,4 % en août comme en septembre). Leur contraction, en termes de glissement annuel, qui tend à se réduire depuis fin juin, s'établit à - 9,0 % à fin octobre.

TITRES D'OPCVM MONÉTAIRES

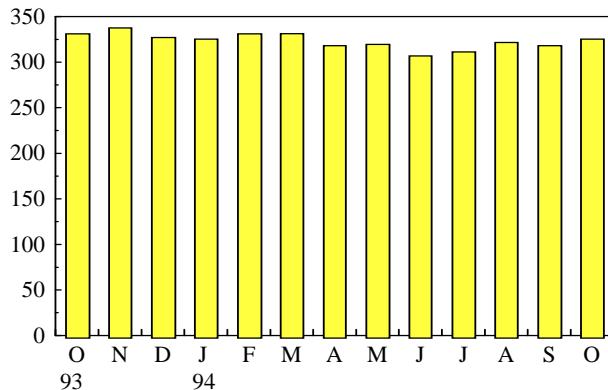
en milliards de francs



L'encours des certificats de dépôt en francs et des bons à moyen terme négociables émis par les banques et acquis par les agents non financiers résidents est passé, d'une fin de mois à l'autre, de 317,9 milliards de francs à 325,1 milliards.

CERTIFICATS DE DÉPÔT ET BMTN (a)

en milliards de francs



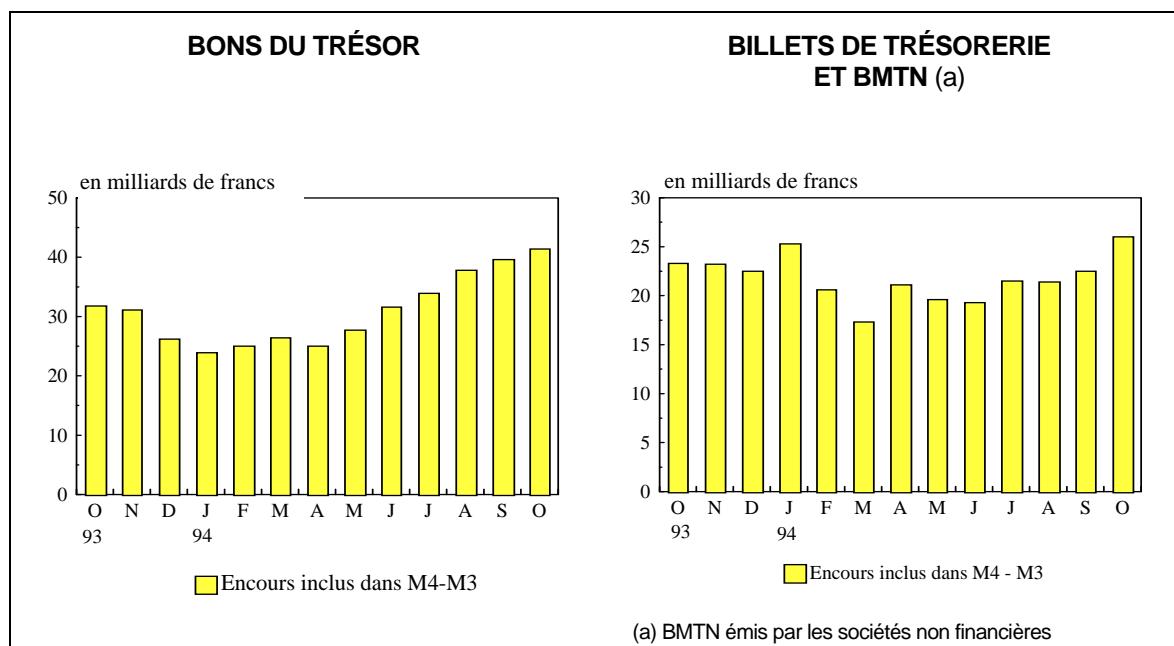
(a) BMTN émis par les banques

M4 – M3

En glissement annuel, l'agrégat M4 – M3 a progressé de 12,3 %.

L'encours global des bons du Trésor s'est réduit toutefois de 58,7 milliards de francs en octobre, après une forte hausse en septembre (+ 61,8 milliards) et s'établit à 908,8 milliards.

Le volume des titres de créances négociables émis par les sociétés s'est accru de 7,2 milliards de francs et atteint 189,3 milliards en octobre ; la part souscrite par les agents non financiers a progressé en octobre de 3,4 milliards de francs et s'établit à 26 milliards.

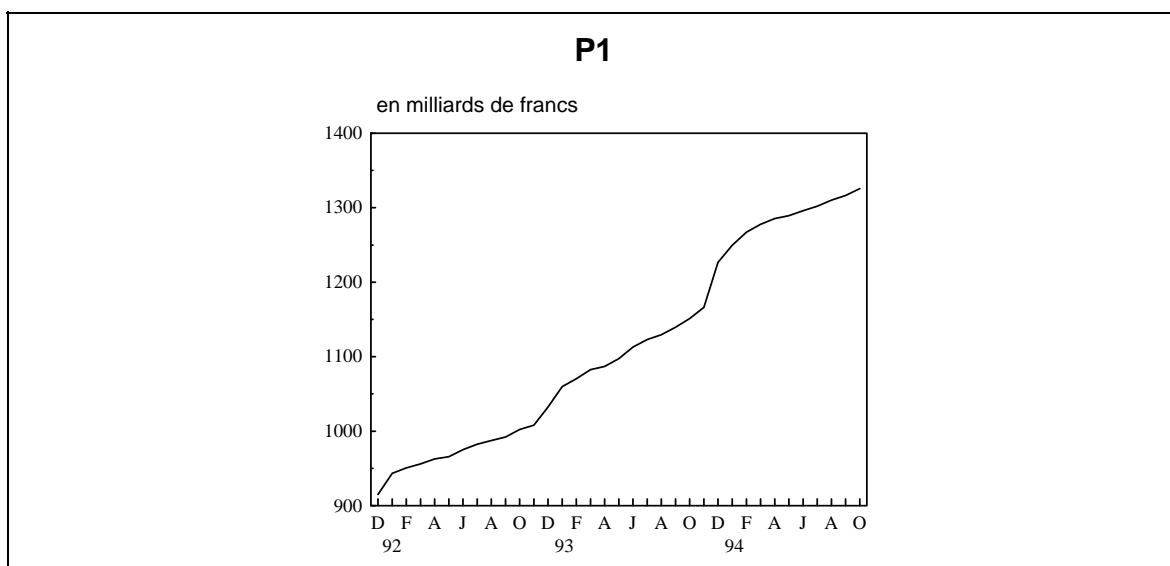


P1

Restant toujours soutenue, la croissance sur douze mois de P1 s'établit à + 15,6 % à fin octobre (après + 15,8 % à fin septembre et + 16,1 % à fin août).

La progression de l'encours des plans d'épargne-logement reste stable tant au mois le mois (+ 1,1 %), qu'en rythme annuel (+ 19,5 %).

Sur douze mois, la progression des plans d'épargne populaire décélère progressivement (+ 23,4 % à fin juin, + 18,3 % à fin septembre et + 17,4 % à fin octobre).



6.2. Le crédit et l'endettement intérieur total

6.2.1. Évolution des crédits

(statistiques à fin août 1994)¹

Vue d'ensemble

À fin août 1994, en glissement sur douze mois et après réintégration des opérations de défaisance, l'encours des crédits distribués par l'ensemble des établissements de crédit est en moindre diminution qu'à la fin du mois précédent (-1,3 %, après -1,4 % à fin juillet). Cette légère amélioration est essentiellement imputable aux concours accordés aux ménages (-0,2 %, après -0,3 % à fin juillet) ainsi qu'aux crédits octroyés aux autres agents (6,2 %, après 5,3 % à fin juillet). Pour leur part, les crédits aux sociétés se sont repliés de 4,9 % (après -4,8 % à fin juillet).

Les concours distribués par les seules banques ont enregistré une légère décélération de leur recul qui s'établit, compte tenu des opérations de défaisance, à -2,7 % (après -2,9 % à fin juillet). Les crédits aux sociétés ont continué de décroître (-7,5 %, après -7,3 % à fin juillet), les crédits aux ménages ont peu évolué (-0,1 %, après -0,3 % à fin juillet) et les crédits aux autres agents se sont vivement redressés (1,7 %, après -1,5 % à fin juillet).

	VARIATION DE L'ENSEMBLE DES CRÉDITS SUR 12 MOIS				
	<i>(en pourcentage)</i>				
	1992		1993	1994	
	Décembre	Décembre	Juin	Juillet	Août
BANQUES					
- Total des crédits (y compris défaisance)	3,9	-2,0	-2,4	-2,9	-2,7
- Sociétés	4,8	-6,5	-6,6	-7,3	-7,5
- Ménages	0,9	0,1	0,0	-0,3	-0,1
- Autres agents	22,1	2,4	-0,8	-1,5	1,7
ENSEMBLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT					
- Total des crédits (y compris défaisance)	3,7	-0,4	-0,9	-1,4	-1,3(a)
- Sociétés	4,1	-5,4	-4,1	-4,8	-4,9(a)
- Ménages	0,8	0,3	0,0	-0,3	-0,2(a)
- Autres agents	11,6	14,0	5,8	5,3	6,2(a)
(a) Données estimées					
Source et réalisation : Banque de France DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 28			Mise à jour le 6 décembre 1994		

¹ Les nouveaux documents issus de la réforme Bafi, entrée en vigueur en janvier 1993, ne peuvent pas être systématiquement raccordés avec ceux existant précédemment. Les ruptures les plus importantes, consécutives à ce changement, ont conduit à effectuer des corrections statistiques visant à éliminer les mouvements sans fondement réel. L'évolution des crédits, ventilés par objet et/ou par agent, reste néanmoins à interpréter avec prudence lorsqu'elle porte sur une période incluant l'arrêté de décembre 1992.

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

Les crédits des banques par agent bénéficiaire et par objet économique

Au cours du mois d'août 1994, les crédits distribués par les seules banques ont diminué de 0,5 % (après – 0,4 % en juillet). Cette évolution recouvre des mouvements très contrastés. Après avoir progressé de 0,1 % en juillet, les crédits aux sociétés sont de nouveau orientés à la baisse (– 1,6 %). En revanche, les crédits aux ménages s'accroissent de 0,3 % (après – 0,4 % en juillet) et les crédits aux autres agents enregistrent une nette reprise (3 %, après – 3 % en juillet).

	ÉVOLUTION DES CRÉDITS DES BANQUES À L'ÉCONOMIE				
	Données cvs Variations mensuelles			Données brutes Variations sur 12 mois	
	1994		1994		
	Juin	Juillet	Août	Juillet	Août
TOTAL (y compris défaillance)	-0,5	-0,4	-0,5	-2,9	-2,7
SOCIÉTÉS.....	-1,6	0,1	-1,6	-7,3	-7,5
– Investissement des sociétés	-0,3	-1,1	0,4	-7,0	-7,2
– Trésorerie des sociétés.....	-2,0	2,4	-2,7	-9,5	-9,3
– Autres crédits.....	-4,4	-1,2	-3,0	-14,6	-14,5
– Créances douteuses brutes.....	1,1	-3,2	-1,1	15,9	11,8
MÉNAGES.....	0,0	-0,4	0,3	-0,3	-0,1
– Habitat ménages	0,2	0,1	0,3	1,2	1,2
– Trésorerie des particuliers	-0,2	0,1	0,2	0,6	0,1
– Autres crédits	-0,5	-1,3	0,1	-6,1	-6,1
– Créances douteuses brutes.....	0,8	-3,6	1,7	2,3	5,4
AUTRES AGENTS RÉSIDENTS	-0,8	-3,0	3,0	-1,5	1,7

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

Mise à jour le 6 décembre 1994

La baisse des crédits aux sociétés est principalement due à la contraction des crédits de trésorerie (– 2,7 %) et des autres crédits (– 3,0 %), dont l'effet sur l'encours total a été atténué par la progression des crédits à l'investissement (0,4 %).

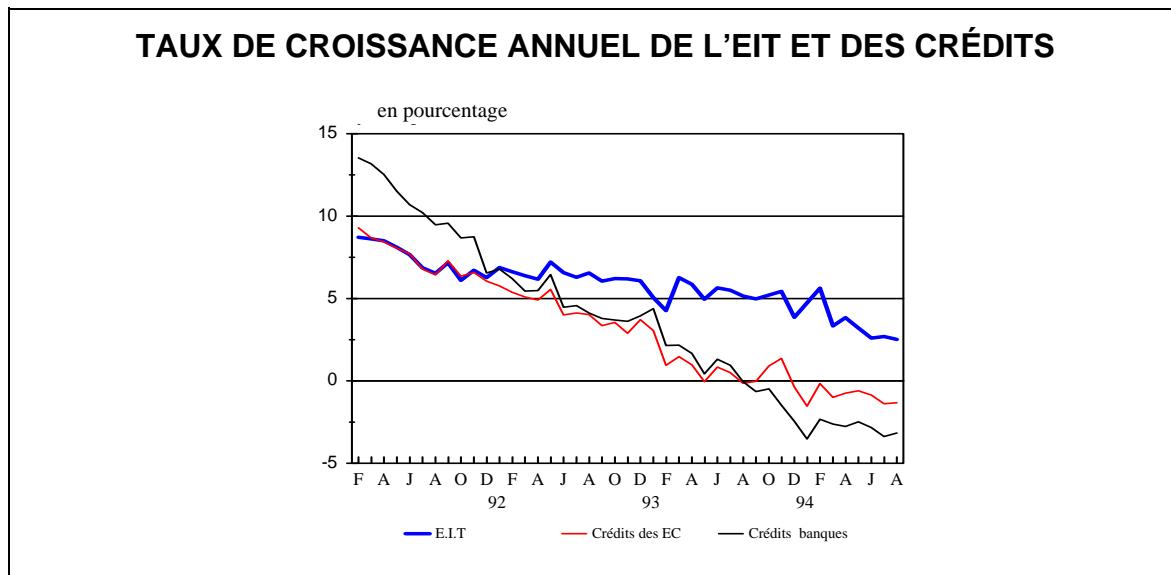
Le mouvement de hausse des crédits aux ménages se retrouve dans toutes ses composantes. Les crédits à l'habitat progressent de 0,3 %. Les crédits de trésorerie et les autres crédits s'accroissent respectivement de 0,2 % et de 0,1 %.

Après avoir diminué de 3 % en juillet, les crédits aux autres agents résidents progressent de 3 %. Sur un an, leur taux de variation redévient positif (1,7 % à fin août, après – 1,5 % à fin juillet).

6.2.2. Évolution de l'endettement intérieur total

(statistiques à fin août 1994)

Le rythme de croissance de l'endettement intérieur total s'est légèrement ralenti et s'établit à 2,5 % en glissement annuel à fin août, après 2,7 % à fin juillet. Cette diminution provient d'un repli plus marqué de l'endettement des sociétés (-3,8 %, après -3,5 % à fin juillet) et d'une moindre progression de celui de l'État (12,2 %, après 13,2 % à fin juillet). L'évolution de l'endettement des ménages a peu varié (-0,2 % en glissement annuel à fin août, après -0,3 % à fin juillet), tandis qu'une légère progression apparaît pour les autres agents (8,3 %, après 7,4 % à fin juillet).



Les crédits consentis aux sociétés et aux ménages se sont repliés, respectivement, de -4,9 % et de -0,2 % sur un an à fin août (après -4,8 % et -0,3 % un mois auparavant). En revanche, les crédits aux autres agents ont progressé de 6,2 % en glissement annuel à fin août, après 5,3 % à fin juillet.

Le développement des financements levés sur les marchés internes s'est accéléré (12,2 % en glissement annuel à fin août, après 10,7 % à fin juillet) en raison de la forte croissance de l'encours des titres émis sur le marché monétaire (11,8 % en un an à fin août, après 6,6 % à fin juillet) consécutive à l'augmentation du montant des bons du Trésor (14,4 % en un an, après 7,0 % à fin juillet). L'encours des billets de trésorerie a peu varié (+0,2 %, après +4,6 % à fin juillet).

La croissance des financements obtenus par les agents non financiers sur le marché obligataire domestique ressort en léger retrait (12,5 % sur un an à fin août, après 12,9 % à fin juillet), la dette obligataire de l'État et celle des sociétés ayant crû un peu moins rapidement en août qu'en juillet (respectivement 14,5 % et 2,5 %, après 15,1 % et 2,8 % à fin juillet).

La progression annuelle des crédits obtenus par les agents non financiers auprès des non-résidents s'est légèrement réduite (22,0 %, après 24,9 % à fin juillet), tandis que le mouvement de repli de l'encours des obligations émises sur les marchés internationaux se ralentissait (-6,8 %, après -8,9 %).

LES AGRÉGATS MONÉTAIRES
Le crédit et l'endettement intérieur total

ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) PAR AGENT					
(en données brutes – variations sur 12 mois, en pourcentage)					
	1992	1993	1994		
	Décembre	Décembre	Juin	Juillet	Août
ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (d)	6,1	3,9	2,6	2,7	2,5
– Sociétés.....	4,9	-4,4	-3,4	-3,5	-3,8
– Ménage	0,8	0,3	0,0	-0,3	-0,2
– État	13,8	20,2	12,2	13,2	12,2
– Autre	-11,1	12,9	7,9	7,4	8,3
CRÉDITS (a) (d)	2,8	0,0	-1,4	-0,6	-1,6
– Sociétés.....	4,2	-5,4	-4,1	-4,8	-4,9
– Ménage	0,8	0,3	0,0	-0,3	-0,2
– État	-26,8	17,1	-10,0	15,3	-5,6
– Autres.....	11,7	14,0	5,8	5,3	6,2
FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS INTERNES (b)	15,7	14,7	12,4	10,7	12,2
<i>Sur le marché monétaire</i>	<i>25,1</i>	<i>4,1</i>	<i>-1,0</i>	<i>6,6</i>	<i>11,8</i>
– Sociétés.....	13,2	-11,0	-7,4	4,6	0,2
– État	28,3	7,7	0,3	7,0	14,4
<i>Sur le marché obligataire.....</i>	<i>10,8</i>	<i>20,9</i>	<i>21,0</i>	<i>12,9</i>	<i>12,5</i>
– Sociétés.....	4,3	3,0	3,4	2,8	2,5
– État	14,5	28,7	26,3	15,1	14,5
– Autres (c)	-13,2	-11,3	58,4	55,5	59,2
CRÉDITS DES NON-RÉSIDENTS	7,5	8,0	23,1	24,9	22,0
– Sociétés.....	17,5	2,6	5,7	6,1	3,9
– État	-21,2	31,0	119,2	130,5	110,5
OBLIGATIONS ÉMISES À L'ÉTRANGER.....	20,2	0,7	-8,5	-8,9	-6,8
– Sociétés.....	20,2	0,7	-8,5	-8,9	-6,8

(a) Crédits accordés par les agents résidents aux agents non financiers résidents
(b) Obtenus auprès des résidents et des non-résidents
(c) Ce poste correspond pour l'essentiel à l'endettement des administrations publiques hors État et des assurances.
(d) Les glissements tiennent compte des opérations de défaisance.

Source et réalisation : Banque de France
DESM – SASM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 08

Mise à jour le 6 décembre 1994

Au sein des contreparties de l'EIT, l'impact négatif de la variation sur un an des placements inclus dans M3 s'est sensiblement réduit (- 0,7 point à fin août, après - 1,0 point à fin juillet et - 2,4 points à fin juin). Il en va de même des concours nets des non-résidents qui, après avoir contribué positivement à la progression globale en juin et en juillet — respectivement 2,2 points et 1,1 point —, ont exercé un effet restrictif en août (- 0,5 point).

En revanche, les placements stables ont apporté un concours positif à l'évolution annuelle des contreparties de l'EIT au cours des deux derniers mois : 1,5 point à fin août comme à fin juillet pour l'épargne contractuelle, et 1,6 point à fin août, après 2 points à fin juillet pour les placements de nature obligataire.

L'ENDETTEMENT INTÉRIEUR TOTAL (EIT) ET SES CONTREPARTIES Parts dans la progression annuelle

Tableau non disponible

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

POLITIQUE MONÉTAIRE : RÉSULTATS EN 1994 ET PERSPECTIVES POUR 1995

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
à Paris, le 15 décembre 1994

Avant de présenter le dispositif de politique monétaire adopté par le Conseil pour 1995, j'évoquerai les résultats de 1994.

1. Ces résultats sont en ligne avec les repères que nous nous étions fixés

La reprise de l'activité, qui s'est produite comme attendu, est intervenue dans un contexte d'inflation maîtrisée. En 1994, l'objectif final de la politique monétaire, c'est-à-dire la stabilité des prix, a été respecté. Le glissement annuel des prix est actuellement de 1,6 %. Il est ainsi inférieur de plus d'un point à la moyenne de l'Union européenne, et inférieur, également, à la limite des 2 % que nous nous étions fixée le 27 janvier dernier.

La stabilité du franc au sein du mécanisme de change européen a été assurée et cette stabilité a fortement contribué à limiter l'inflation.

Le système productif français a démontré sa compétitivité et, dans un environnement caractérisé par un raffermissement de la demande étrangère adressée à la France, nos exportations ont constitué une composante dynamique de l'activité. Il est très satisfaisant que — en dépit de l'augmentation des importations habituelle en phase de reprise économique — l'excédent des transactions courantes se soit maintenu à un haut niveau, atteignant 43,6 milliards de francs en données corrigées des variations saisonnières au terme des neuf premiers mois de 1994, montant légèrement supérieur à celui enregistré au cours de la période correspondante de 1993 (39,1 milliards).

Pour 1994, le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France a annoncé que M3 devrait désormais s'inscrire dans une tendance de croissance à moyen terme de l'ordre de 5 %.

On se souvient qu'en 1993, la vitesse de circulation de M3 avait été fortement perturbée, notamment par les changements de réglementation fiscale, les opérations de privatisation et le lancement du grand emprunt d'État, qui ont modifié les comportements de placement des agents économiques, en les incitant à procéder à des transferts de leurs placements liquides vers des produits d'épargne à plus long terme non recensés dans les agrégats monétaires.

L'évolution de M3 a continué à être affectée par l'incidence de ces mesures dans les premiers mois de 1994. Toutefois, depuis le milieu de l'année, cet effet s'est atténué et l'*évolution de M3 s'est très sensiblement raffermie. Elle s'inscrit désormais sur une tendance ascendante*. Négatif de 3,9 % en janvier, puis de 4,7 % en avril, le glissement annuel de M3, entre moyennes trimestrielles centrées, est revenu à -0,5 %. Sur douze mois, d'octobre 1993 à octobre 1994, l'évolution devient positive, confirmant un renversement récent de tendance. Ainsi, sur les six derniers mois connus, la progression annualisée de M3 s'établit à 3,3 %.

Cette reprise de la croissance de M3 s'explique, notamment, par la reprise de l'activité qui s'est accompagnée d'une reconstitution des encaisses de transaction : depuis plusieurs mois, l'agrégat M1, composé des moyens de paiement stricto sensu, progresse à un rythme annuel d'environ 4 %. En outre, en période d'incertitude accrue sur les marchés financiers, les dépôts à vue ont pu être momentanément accrus par des liquidités en attente de placement.

La Banque de France surveille aussi l'évolution des placements financiers non monétaires. À cet égard, la progression de l'agrégat de placement P1 (épargne contractuelle), extrêmement forte en 1993, est restée très soutenue en 1994 en dépit d'une légère décélération. Les plans d'épargne-logement se sont fortement développés et les plans d'épargne populaire ont conservé un rythme de croissance assez élevé, quoiqu'en retard sur 1993, année d'essor exceptionnel. En revanche, la progression des agrégats P2 (placements obligataires) et surtout P3 (placements en actions), particulièrement vive en 1993, s'est très nettement ralentie.

Du côté du financement de l'économie, la progression de l'endettement intérieur total (EIT) a décéléré, revenant de 3,9 % à la fin 1993 à 2,5 % en août 1994. Cet indicateur est suivi par la Banque de France car il regroupe tous les concours obtenus par les agents non financiers résidents (entreprises, particuliers et État) par voie d'endettement, que ce soit sous forme de crédit, ou par émission de titres, intérieurs et internationaux. La décélération du rythme de progression de cet agrégat trouve son origine dans un ralentissement apparent de la croissance de l'endettement de l'État et une légère contraction du crédit.

Le rythme annuel de progression de l'endettement de l'État, supérieur à 20 % en 1993, est revenu à 15 % environ au premier semestre de 1994. Cette décélération peut s'expliquer, d'une part, par l'apparition d'un supplément de recettes fiscales lié à la reprise de l'activité, d'autre part, parce qu'en 1993 l'État avait emprunté au-delà de ses besoins courants. Ce second phénomène semble être déterminant : le grand emprunt de juillet s'était traduit par un gonflement temporaire de l'endettement brut de l'État. En outre, cette même année, le volume des émissions de bons du Trésor avait été sensiblement accru.

Ces appels aux marchés, supérieurs aux besoins immédiats, sont donc à l'origine de l'apparition d'un effet de base qui a réduit la progression apparente de l'endettement de l'État en 1994. Cet effet de base est toutefois appelé à s'estomper progressivement.

Ce ralentissement apparent de la progression de l'endettement de l'État s'est accompagné d'une évolution annuelle toujours légèrement négative des crédits à l'économie.

Cette atonie est elle-même imputable à la conjonction de deux phénomènes principaux.

– Le processus de désendettement des agents économiques et de restructuration des bilans se poursuit, alors même qu'une nouvelle phase ascendante du cycle d'activité est amorcée. Le secteur des sociétés et quasi-sociétés non financières aura globalement dégagé en 1994, pour la troisième année consécutive, une capacité de financement. Ce phénomène ne s'était pas produit en France depuis la seconde guerre mondiale. Nombre de sociétés n'ont donc pas éprouvé le besoin de recourir

immédiatement au crédit pour financer la reprise de leur activité. D'autres, en revanche, ont recommencé à emprunter.

– En tout état de cause, cette reprise ne se traduira statistiquement par une augmentation des encours de crédit qu'avec un certain retard. En effet, toutes les statistiques de crédit retracent les évolutions des encours nets d'endettement et non la production brute de prêts nouveaux. Leur niveau est donc influencé par le montant des remboursements de prêts dont l'importance est proportionnelle à celle des crédits distribués les années précédentes : le remboursement des nombreux prêts contractés pendant les années de forte distribution du crédit (1987-1990) ralentit encore l'évolution des encours.

Il apparaît ainsi que les mécanismes à l'œuvre dans la décélération récente de la progression de l'EIT sont de nature provisoire et que l'économie française a bénéficié d'un volume de financement approprié.

Au total, la politique monétaire française a obéi en 1994 à trois principes directeurs : stabilité, crédibilité et continuité. Le Conseil de la politique monétaire a conduit une action de baisse graduelle de ses taux directeurs permettant d'accompagner la reprise économique, tout en assurant le maintien de la crédibilité et de la stabilité du franc.

À cet égard, il est remarquable de constater que, depuis la décision prise le 2 août 1993 d'élargir les marges de fluctuation tout en laissant inchangés les cours centraux au sein du SME, les banques centrales participant au mécanisme de change ont mené des politiques monétaires de stabilité et donc contribué à assurer la stabilité du SME.

Cette stratégie n'a pas empêché la poursuite d'une réduction graduelle mais substantielle de nos taux d'intervention. Prolongeant les baisses déjà intervenues l'année précédente, la Banque de France a pu procéder, depuis le début de l'année 1994, à une diminution sensible du taux des appels d'offres, revenu de 6,20 % à 5,00 % aujourd'hui. Ce taux aura ainsi été réduit de près de cinq points depuis la mi-1992.

Ce sont les pays à faible taux d'inflation pratiquant une politique de stabilité monétaire conformément à l'esprit de l'accord du 2 août 1993, qui ont le mieux résisté à la remontée récente des taux d'intérêt à long terme. Cette importante remontée mondiale des taux d'intérêt à long terme intervenue après une phase de baisse exceptionnelle dans son ampleur, trouve une explication partielle dans le fait que les marchés financiers percevaient un risque — aujourd'hui sans fondement dans la plupart des économies européennes et notamment en France — d'aggravation des tensions inflationnistes.

Comme les travaux de l'Institut monétaire européen l'ont bien montré, les taux d'intérêt à long terme dépendent dans une très large mesure de la crédibilité économique et monétaire progressivement acquise par les économies et les devises concernées : faible niveau d'inflation, stabilité de la valeur externe de la monnaie, maîtrise des déficits publics. Mener une politique de sagesse monétaire et budgétaire, c'est donner à l'économie les meilleures conditions de financement possible.

2. J'en viens maintenant à la présentation du dispositif de politique monétaire pour 1995

2.1. L'objectif final de la politique monétaire demeure la *stabilité des prix*, qui ne devront pas augmenter globalement de plus de 2 %, en 1995, comme dans une perspective de moyen terme.

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

– *un objectif de stabilité de la valeur externe de la monnaie* : comme c'est le cas depuis maintenant près de huit ans, la stabilité du franc continuera d'être assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– *un objectif intermédiaire interne de moyen terme de 5 % pour la croissance de l'agrégat monétaire M3* : M3, dont la vitesse de circulation a été perturbée à partir de 1993, devrait se rapprocher en 1995 de sa tendance de moyen terme de l'ordre de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas

2 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % à 3,0 % en volume, comprenant un rattrapage progressif du retard de production enregistré les années précédentes.

2.3. L'endettement intérieur total (EIT) continuera à être considéré comme un indicateur important. Il permet en effet le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques. À l'aide de cet indicateur, la Banque de France analysera les conditions de réalisation de son objectif interne et vérifiera que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires pour accompagner la croissance, tout en prévenant tout risque d'inflation.

La Banque de France continuera enfin de tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements.

Cette décision appelle les commentaires suivants.

– Ainsi que nous l'avions déjà affirmé au début de cette année, l'optique de moyen terme du dispositif monétaire français s'accompagne d'une analyse détaillée des facteurs d'évolution de M3 lors de la publication mensuelle des statistiques monétaires, avec le souci d'approcher au plus près l'évolution sous-jacente de la liquidité de l'économie. L'effet des facteurs qui ont fortement perturbé la vitesse de circulation de M3 à partir de la mi-1993 est d'ailleurs en train de s'atténuer et l'agrégat de référence devrait normalement progressivement se rapprocher en 1995 de sa tendance de croissance à moyen terme. Les arbitrages opérés entre placements, qui sont à l'origine de ce changement de la vitesse de circulation, sont suivis de manière très précise au travers du cadre d'analyse que constitue l'EIT. Cet indicateur permet, et c'est un des atouts originaux du système statistique français, le suivi simultané de l'évolution des financements ainsi que des placements monétaires et financiers qui en constituent la contrepartie, notamment ceux qui composent M3.

– Pour que la croissance économique qui a redémarré il y a un an soit durable, donc pour que cette croissance soit créatrice d'emplois durables, il faut qu'elle soit sans inflation. C'est la raison pour laquelle la politique monétaire française continuera d'être vigilante en 1995. La stabilité, la crédibilité et la continuité de la politique monétaire créent un climat propice à l'investissement et contribuent ainsi à renforcer notre potentiel de production.

– Mais la politique monétaire ne peut tout faire à elle seule. Comme le montre l'exemple de la désinflation française des années quatre-vingt, la politique monétaire, pour être pleinement efficace, doit pouvoir s'insérer dans un cadre macro-économique cohérent comprenant notamment un contrôle aussi ferme que possible du déficit des administrations publiques, une évolution modérée des coûts salariaux et une élimination progressive des rigidités structurelles. La promotion d'une croissance saine et créatrice d'emplois est, en effet, une œuvre commune qui suppose que chacun des agents économiques concernés consent les efforts nécessaires.

C'est pourquoi le Conseil de la politique monétaire a quatre messages essentiels pour 1995 et pour les années suivantes.

– Premier message, pour le gouvernement, et pour les futurs gouvernements : *nous leur demandons de réduire résolument les déficits publics*. Ceux-ci, chacun le sait, sont aujourd'hui trop élevés et entravent le plein développement de l'économie productive. Une chose est sûre : la France doit respecter son programme de convergence. En conséquence, les déficits totaux au sens de Maastricht ne doivent pas être supérieurs à 4,2 % du PIB l'année prochaine et à 3,0 % en 1996. Ce n'est pas là que nous conduit nécessairement l'évolution spontanée. Il faut et il faudra donc faire des efforts supplémentaires. D'abord les recettes supplémentaires provenant de la croissance doivent être affectées à la réduction du déficit : c'est ce que l'on appelle la réduction de la part « conjoncturelle » du déficit. Au-delà, il faut s'attacher à réduire la part structurelle du déficit en diminuant les dépenses improductives. Enfin, si les recettes supplémentaires et la réduction des dépenses n'y suffisaient pas — ce qui serait regrettable — il faudrait alors décider des recettes supplémentaires. En tout état de cause, l'objectif de 3 % de déficit public total pour 1996 devra être atteint.

– *Deuxième message*, pour les partenaires sociaux en général : *nous leur demandons de continuer résolument à faire preuve de responsabilité et de lucidité*, s’agissant des évolutions nominales des revenus qui doivent rester modérées. La loi demande à la Banque de France de veiller à la stabilité des prix. C’est ce que nous faisons, avec une détermination sans faille, particulièrement dans l’intérêt des salariés. Il est trop facile de donner d’une main, et de reprendre de l’autre par la hausse des prix. Mais ceci suppose que les évolutions des revenus soient elles-mêmes en ligne avec une hausse des prix de moins de 2 %. Sinon, on s’engagerait dans une spirale prix-salaires dans laquelle tout le monde serait perdant : les salariés naturellement au premier chef, mais aussi toute l’économie qui perdrat sa compétitivité et les chômeurs auxquels ne seraient pas offerts d’emplois du fait de cette perte de compétitivité. Ce deuxième message est un message serein, les évolutions récentes ne nous donnent aucune raison d’être inquiets. Mais en ce domaine aussi, il faut être constamment vigilant.

– *Troisième message*, pour les chefs d’entreprises et les responsables économiques en général, nous leur disons qu’une politique monétaire de stabilité et de crédibilité est le meilleur socle sur lequel on peut bâtir une croissance saine et durable parce que non inflationniste. Notre économie est compétitive. Notre crédibilité monétaire, garantie désormais par la loi après que la Constitution elle-même eut été amendée, lui donne un environnement financier qui se compare avantageusement à celui de nos partenaires économiques. N’oubliez pas que nous inscrivons nous-mêmes la politique monétaire dans le contexte d’une croissance de l’ordre de 3 % par an en volume à moyen terme. À vous de prendre les décisions appropriées dans vos domaines de responsabilité et d’investir. Ce faisant, vous contribuerez à ce que la croissance se déploie sans tension inflationniste, qu’elle soit durable et donc créatrice d’emplois.

– Enfin, *quatrième message*, pour l’ensemble des responsables du pays : il faut procéder à des réformes structurelles importantes dans notre pays, en particulier dans le domaine de l’éducation et de la formation, de la gestion de la protection sociale, du fonctionnement du marché du travail si nous voulons créer plus d’emplois pour chaque « point » de croissance économique supplémentaire. Le paradoxe de notre pays est qu’il possède une économie brillante — la quatrième du monde — efficace, productive, compétitive, mais qu’elle n’est pas encore assez créatrice d’emplois. Il faut enrichir le contenu en emplois de notre croissance. Ce n’est pas à la Banque de France de dire dans le détail ce qu’il faut faire. Mais c’est le devoir du Conseil de la politique monétaire d’indiquer que ces réformes constituent un indispensable « gisement » de création d’emplois au-delà de l’impact positif de la croissance durable et non inflationniste dont il s’emploie à assurer les conditions.

LA DÉFINITION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FRANCE POUR 1995

Communiqué de presse,
publié à l'issue de la conférence¹ de presse de Jean-Claude Trichet,
gouverneur de la Banque de France,
le 15 décembre 1994

1. L'objectif final de la politique monétaire demeure la *stabilité des prix*, qui ne devront pas augmenter globalement de plus de 2 %, en 1995 comme dans une perspective de moyen terme.

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

– un objectif de *stabilité de la valeur externe de la monnaie* : comme c'est le cas depuis maintenant près de huit ans, la stabilité du franc continuera d'être assurée vis-à-vis du groupe des monnaies les plus crédibles participant au mécanisme de change européen ;

– un objectif *intermédiaire interne de moyen terme de 5 % pour la croissance de l'agrégat monétaire M3* : M3, dont la vitesse de circulation a été perturbée à partir de 1993, devrait se rapprocher en 1995 de sa tendance de moyen terme de l'ordre de 5 %, compatible avec une hausse des prix qui n'excède pas 2 % et une croissance tendancielle du PIB non inflationniste d'environ 2,5 % à 3,0 % en volume, comprenant un rattrapage progressif du retard de production enregistré les années précédentes.

3. L'endettement intérieur total (EIT) continuera à être considéré comme un indicateur important. Il permet en effet le suivi simultané de l'évolution des financements des entreprises, des ménages et des administrations publiques. À l'aide de cet indicateur, la Banque de France analysera les conditions de réalisation de son objectif interne et vérifiera que notre économie dispose des moyens de financement nécessaires pour accompagner la croissance, tout en prévenant tout risque d'inflation.

La Banque de France continuera enfin de tenir compte de l'évolution des taux d'intérêt à long terme et de la balance des paiements.

¹ Cf. texte intégral dans ce Bulletin

LA BANQUE DE FRANCE ET L'INFORMATION

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

Enquête mensuelle de conjoncture – n° 129 – novembre 1994

DIRECTION DE LA CONJONCTURE

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

Cahier des titres de créances négociables – octobre 1994

DIRECTION DES MARCHÉS DE CAPITAUX

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

Analyses comparatives 1993

L'activité des établissements de crédit (volume 1)

Secrétariat général de la Commission bancaire

(Tél. : +33 (1) 42 92 59 31 – Télécopie : +33 (1) 42 92 59 40)

Prix du numéro : FRF 110 TTC

Note d'information n° 99 : Le régime de prévention et de répression de l'émission de chèques sans provision – Rôle du Fichier central des chèques

Service de l'Information

(Tél. : +33 (1) 42 92 39 08 – Télécopie : +33 (1) 42 92 39 40)

Cahiers régionaux Bretagne – septembre 1994 – n° 43

Étude financière du mareyage lorientais en 1993

Banque de France Lorient

Secrétariat régional Bretagne

(Tél. : +33 97 21 23 07 – Télécopie : +33 97 64 48 66)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

Cahiers régionaux Champagne-Ardenne – décembre 1994 – n° 36

Le textile-habillement en 1993

Banque de France Troyes

Secrétariat régional Champagne-Ardenne

(Tél. : +33 26 66 71 00 – Télécopie : +33 26 66 71 09)

Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Midi-Pyrénées
Conserveurs de foie gras – Aspects économiques et financiers –
Campagne 1993-1994**

Banque de France Auch
Secrétariat régional Midi-Pyrénées
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)
Prix du numéro : FRF 120 TTC

**Cahiers régionaux Midi-Pyrénées
Supplément à la Lettre de conjoncture : Foie gras**

Banque de France Auch
Secrétariat régional Midi-Pyrénées
(Tél. : +33 61 61 35 35 – Télécopie : +33 61 61 35 11)
Prix du numéro : FRF 50 TTC

**Cahiers régionaux Poitou-Charentes – novembre 1994
La construction navale de plaisance
dans les départements de Vendée et Charente-Maritime**

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

2. Contributions à des publications extérieures

La meilleure norme d'indépendance possible

Entretien avec Jean-Claude Trichet, gouverneur
(MTF – Marchés et techniques financières – n° 65 – novembre 1994)

***La stabilité des marchés de l'argent
Le rôle des banques centrales***

par Jean-Claude Trichet, gouverneur
(Futuribles – n° 192 – novembre 1994)

***Calcul des critères de convergence prévus par le traité de Maastricht
Rapport d'un groupe de travail du CNIS***

par Jean-Pierre Patat, adjoint au directeur général des Études (président)
et Christian Pfister, adjoint de direction à la direction générale des Études
et Philippe Domergue (rapporteurs)
(Conseil national de l'information statistique – INSEE – n° 18 – septembre 1994)

3. Communications des responsables de la Banque de France

Politique monétaire : résultats en 1994 et perspectives pour 1995

Conférence de presse de Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à Paris, le 15 décembre 1994¹

La définition de la politique monétaire de la France pour 1995

Communiqué de presse, publié à l'issue de la conférence de presse de
Jean-Claude Trichet, gouverneur,
à Paris, le 15 décembre 1994¹

¹ Texte publié intégralement dans le présent Bulletin

E T U D E S

LES TRANSACTIONS SUR VALEURS MOBILIÈRES EN 1993 SELON L'ENQUÊTE EN FLUX DE LA BANQUE DE FRANCE

La Banque de France collecte et exploite depuis de longues années, à travers ses enquêtes auprès des institutions financières, une importante gamme d'informations concernant les comportements de détention de valeurs mobilières. Ces enquêtes étaient principalement axées jusqu'à présent sur la connaissance des encours et du nombre de compte-titres à chaque fin de trimestre et ne permettaient donc de disposer que d'une série d'images instantanées des patrimoines en valeurs mobilières. C'est pourquoi il a paru très utile, et c'est l'objet de la nouvelle enquête présentée ci-après, de compléter cette approche par celle des transactions intervenues au cours de chaque période. Cette approche apporte, en effet, trois éclairages complémentaires importants.

- Elle permet en premier lieu de distinguer dans les variations des patrimoines les apports ou les retraits de fonds effectifs (les flux nets), des mouvements de valorisation dûs aux modifications de valeur boursière (ou de valeur liquidative, pour les titres d'OPCVM) des titres détenus.
- Elle fournit en deuxième lieu une décomposition des flux nets entre opérations d'acquisition (souscriptions, achats sur le marché secondaire) et de cession (ventes sur le marché secondaire, rachats par l'émetteur, amortissements) et, par là même, une évaluation des transactions brutes réalisées dans la période.
- Enfin le rapprochement des données d'encours et des données de transactions permet d'apprecier la durée approximative de détention des différents types de valeurs selon les secteurs et les réseaux gestionnaires ¹⁽¹⁾.

Basée sur les premières données collectées dans le cadre de la nouvelle enquête, la présente étude porte sur les transactions de l'ensemble de l'année 1993 et ne comporte pas d'éléments de comparaison temporelle. De telles comparaisons pourront en revanche être effectuées à partir des données trimestrielles qui seront présentées dès le début de 1995.

En 1993, selon l'étude, les titres d'OPCVM français ont concerné 70 % des transactions réalisées par l'ensemble des porteurs, contre 23 % pour les obligations françaises et 4 % pour les actions françaises cotées.

Les investisseurs institutionnels et les non-résidents sont à l'origine de la majeure partie des transactions sur actions et obligations. Toutefois, les ménages ont eu l'initiative de 30 % des flux relatifs aux actions alors que cette part n'atteignait que 15 % pour les titres d'OPCVM.

La hausse rapide des cours observée en 1993 sur le marché des actions a profité essentiellement aux non-résidents et aux sociétés. La bonne orientation du marché obligataire se retrouve dans la progression des portefeuilles des investisseurs institutionnels et des sociétés. Les gains des ménages ont été d'un niveau plus faible.

En moyenne, les ménages gardent leurs actions un peu plus de 4 ans et leurs obligations 5 ans. Leur comportement est différent pour les titres d'OPCVM qui sont conservés un peu plus de 2 ans au maximum.

Les sociétés utilisent leurs obligations, et plus encore leurs titres d'OPCVM, comme des instruments de placement à très court terme (respectivement 8 mois et 2 mois).

L'étude repose actuellement sur des informations fournies par une douzaine de banques dont une des trois grandes et quatre banques d'affaires ²⁽²⁾, mais elle est appelée à recenser une information beaucoup plus large. En attendant, les

données de cette étude doivent être interprétées avec une certaine prudence.

Comme les autres enquêtes, elle porte sur les opérations de la clientèle des banques à l'exclusion de celles que les établissements font pour leur propre compte.

Après un examen des évolutions globales, deux approches, par secteurs détenteurs (ménages, sociétés, non-résidents, " divers ") et par produits (actions, obligations, titres d'OPCVM) seront développées successivement.

Monique Chocron

Nadine Franc

Direction des Études et Statistiques monétaires

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

1. L'approche globale

Les encours de valeurs mobilières recensés dans l'enquête-transactions représentaient 2 065,6 milliards de francs à fin 1992 et 2 504,1 milliards de francs à fin 1993, soit respectivement 27 % et 26 % de la capitalisation boursière aux mêmes dates. La progression de l'encours observée en 1993 (438,5 milliards de francs) provient, à hauteur de 413,1 milliards (soit 18 % de l'encours moyen de la période) de la valorisation des portefeuilles, et à hauteur de 25,4 milliards (1,1 % de l'encours moyen) des apports d'épargne nouvelle (flux nets effectifs). Les transactions brutes se sont élevées dans la même période à environ 5 300 milliards.

APPROCHE GLOBALE Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en milliards de francs)

	Encours Déc. 1992	Encours Déc. 1993	Flux nets	Valorisation (a)	Transactions de l'année
Actions	543,1	756,5	- 1,1	214,5	260,2
Obligations	742,7	923,7	48,1	132,9	1 320,1
Titres d'OPCVM	779,8	823,9	- 21,6	65,7	3 721,6
TOTAL	2 065,6	2 504,1	25,4	413,1	5 301,9

(a) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

2. L'approche par secteurs

APPROCHE GLOBALE PAR SECTEURS Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en milliards de francs)

	Encours Déc. 1992 en montant	Encours Déc. 1993	Variation en% (b)	Flux nets Année 1993 en montant	Valorisation (a) Année 1993 en% (b)
Ménages	723,1	761,9	5,2	- 35,0	- 4,7
Sociétés	278,8	357,4	24,7	15,8	4,9
Non-résidents	409,9	550,4	29,3	15,0	3,1
Divers	653,8	834,4	24,3	29,7	4,0

(a) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant de la variation d'encours rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

(c) Montant du flux net rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

2.1. Les ménages

Sur l'ensemble des valeurs mobilières qu'ils détenaient en 1993, les *ménages* ont réalisé une plus-value relativement faible si on la compare à la moyenne de celle des autres secteurs (+ 10 % de l'encours moyen de la période, contre + 22 %).

Le désengagement important vis-à-vis des titres d'OPCVM monétaires observé au cours de l'année a concerné essentiellement les personnes physiques qui de ce fait sont apparues vendeurs nets. En effet, les flux nets positifs qui ont fait varier le patrimoine des ménages en titres d'OPCVM à moyen et long terme et en obligations françaises n'ont compensé que partiellement les désinvestissements opérés sur les titres monétaires. La part relative de ces valeurs n'a représenté que 36 % des entrées,³⁽³⁾ contre 52 % des ventes. La part relative des entrées et des ventes d'actions françaises cotées est par ailleurs équilibrée (environ 9 % du total) et les entrées d'obligations françaises ont été deux fois plus importantes que les sorties (11,3 %, contre 5,4 %). En observant ces derniers résultats, il faut prendre en compte le fait que 1993 a été l'année du lancement des privatisations (BNP, Rhône-Poulenc) et de l'émission du grand emprunt d'Etat.

Ainsi, 76 % des transactions effectuées par les ménages ont concerné des titres d'OPCVM français (44,4 % des titres d'OPCVM monétaires "maison" et 18,1 % des titres d'OPCVM à moyen et long terme "maison"), les transactions sur les actions françaises cotées ont été plus importantes que celles sur les obligations françaises (9,4 %, contre 8,2 %).

2.2. Les sociétés

Le portefeuille global des *sociétés* a progressé de 24,7 % en 1993. Cette augmentation s'est répartie à hauteur de 4,9 % pour les apports nets et de 19,7 % pour la valorisation.

Les entrées ont donc été légèrement supérieures aux ventes. La quasi-totalité des opérations ont concerné les titres d'OPCVM français, notamment les monétaires (92 % et 57 %). Il convient de souligner la faiblesse des entrées et des ventes d'actions françaises cotées (environ 1 % du total) et des obligations françaises (environ 6 %).

2.3. Les non-résidents

Parmi les secteurs étudiés dans cette note, les *non-résidents* ont enregistré la plus importante valorisation sur l'ensemble de leur portefeuille (26,1 %) alors que le volume de leurs acquisitions nettes n'a représenté que 3,1 % de l'encours moyen.

La variation du portefeuille des non-résidents est liée notamment à une activité importante sur les obligations françaises auxquelles il faut attribuer plus de 80 % des montants d'entrées et de ventes. Les flux sur actions françaises cotées (environ 8 %) ont devancé de peu ceux qui ont concerné les titres d'OPCVM français (environ 6 %).

2.4. Les " divers " ⁽⁴⁾⁽⁴⁾

L'évolution du portefeuille global des "divers" au cours de la période considérée résulte pour 20,3 % de la variation des cours en 1993 et pour 4 % seulement des acquisitions nettes réalisées.

Le groupe s'est caractérisé par une répartition relativement équilibrée des entrées et des ventes des différents types de titres. Les titres d'OPCVM français, avec un peu moins de 70 % des entrées et des ventes (plus de 50 % pour les OPCVM monétaires), ont relégué au second plan l'activité des investisseurs sur les autres valeurs (22 % sur les obligations françaises et à peine 4 % sur les actions françaises cotées).

STRUCTURE DES FLUX PAR PRODUITS EN 1993

(montants en millions de francs et structure en pourcentage)

	Entrées	Structure des entrées	Total des secteurs		Flux nets	Transactions	Structure des transactions
			Ventes	Structure des ventes			
ACTIONS	129 530	4,9	130 634	5,0	- 1 104	260 164	4,9
Françaises cotées	108 198	4,1	107 636	4,1	562	215 834	4,1
Etrangères	21 332	0,8	22 998	0,9	- 666	44 330	0,8
OBLIGATIONS	684 090	25,6	635 989	24,1	48 101	1 320 079	24,9
Françaises cotées	616 277	23,1	578 251	21,9	38 026	1 194 528	22,5
Etrangères	67 813	2,5	57 738	2,2	10 075	125 551	2,4
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	1 832 155	68,8	1 850 450	70,1	-18 295	3 682 605	69,5
OPCVM " maison "	1 449 246	54,4	1 476 418	55,9	- 27 172	2 925 664	55,2
<i>Court terme</i>							
Monétaires	1 207 494	45,3	1 289 434	48,9	- 81 940	2 496 928	47,1
Autres	50 015	1,9	43 382	1,6	6 633	93 397	1,8
<i>Moyen et long terme</i>							
Obligataires	100 495	3,8	62 760	2,4	37 735	163 255	3,1
Autres	91 242	3,4	80 842	3,0	10 400	172 084	3,2
Autres titres d'OPCVM	382 909	14,4	374 032	14,2	8 877	756 941	14,3
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	17 859	0,7	21 122	0,8	-3 263	38 981	0,7
TOTAL	2 663 634	100,0	2 638 195	100,0	25 439	5 301 829	100,0

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

STRUCTURE DES FLUX PAR PRODUITS EN 1993

(montants en millions de francs et structure en pourcentage)

	Entrées	Structure des entrées	Ventes	Ménages Structure des ventes	Flux nets	Transactions	Structure des transactions
ACTIONS	35 630	11,2	41 282	11,7	- 5 652	76 912	11,5
Françaises cotées	30 128	9,5	32 808	9,3	- 2 680	62 936	9,4
Etrangères	5 502	1,7	8 474	2,4	- 2 972	13 976	2,1
OBLIGATIONS	36 558	11,6	19 755	5,6	16 803	56 313	8,4
Françaises cotées	35 737	11,3	19 011	5,4	16 726	54 748	8,2
Etrangères	821	0,3	744	0,2	77	1 565	0,2
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	232 241	73,2	274 710	78,0	- 42 469	506 951	75,7
OPCVM " maison "	200 771	63,3	240 137	68,2	- 39 366	440 908	65,8
<i>Court terme</i>							
Monétaires	114 168	36,0	182 786	51,9	- 68 618	296 954	44,4
Autres	11 392	3,6	10 987	3,1	405	22 379	3,3
<i>Moyen et long terme</i>							
Obligataires	39 787	12,5	15 231	4,3	24 556	55 018	8,2
Autres	35 424	11,2	31 133	8,9	4 291	66 557	9,9
Autres titres d'OPCVM	31 470	9,9	34 573	9,8	- 3 103	66 043	9,9
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	12 788	4,0	16 427	4,7	- 3 639	29 215	4,4
TOTAL	317 217	100,0	352 174	100,0	- 34 957	669 391	100,0
				Sociétés			
	Entrées	Structure des entrées	Ventes	Structure des ventes	Flux nets	Transactions	Structure des transactions
ACTIONS	10 616	1,2	13 156	1,5	- 2 539	23 772	1,4
Françaises cotées	9 209	1,0	11 575	1,3	- 2 365	20 784	1,2
Etrangères	1 407	0,2	1 581	0,2	- 174	2 988	0,2
OBLIGATIONS	55 925	6,2	53 988	6,1	1 937	109 913	6,1
Françaises cotées	52 518	5,8	51 571	5,8	947	104 089	5,8
Etrangères	3 407	0,4	2 417	0,3	990	5 824	0,3
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	830 804	92,2	814 500	92,0	16 304	1 645 304	92,1
OPCVM " maison "	577 607	64,1	571 529	64,5	6 078	1 149 136	64,3
<i>Court terme</i>							
Monétaires	510 266	56,6	516 182	58,3	- 5 916	1 026 448	57,5
Autres	17 693	2,0	13 684	1,5	4 009	31 377	1,7
<i>Moyen et long terme</i>							
Obligataires	17 861	2,0	14 047	1,6	3 814	31 908	1,8
Autres	31 787	3,5	27 616	3,1	4 171	59 403	3,3
Autres titres d'OPCVM	253 197	28,1	242 971	27,5	10 226	496 168	27,8
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	3 264	0,4	3 200	0,4	64	6 464	0,4
TOTAL	900 609	100,0	884 844	100,0	15 766	1 785 453	100,0

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
 Mise à jour le 5 décembre 1994

STRUCTURE DES FLUX PAR PRODUITS EN 1993

(montants en millions de francs et structure en pourcentage)

	Entrées	Structure des entrées	Ventes	Non-résidents Structure des ventes	Flux nets	Transactions	Structure des transactions
ACTIONS	29 871	8,4	28 607	8,5	1 264	58 478	8,5
Françaises cotées	27 309	7,7	26 993	8,0	316	54 302	7,9
Etrangères	2 562	0,7	1 614	0,5	948	4 176	0,6
OBLIGATIONS	300 170	85,2	289 790	85,9	10 380	589 960	85,5
Françaises cotées	282 960	80,3	275 384	81,6	7 576	558 344	80,9
Etrangères	17 210	4,9	14 406	4,3	2 804	31 616	4,6
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	22 047	6,3	18 668	5,5	3 379	40 715	5,9
OPCVM " maison "	16 920	4,8	15 886	4,7	1 034	32 806	4,8
<i>Court terme</i>							
Monétaires	12 579	3,6	12 731	3,8	- 152	25 310	3,7
Autres	759	0,2	1 269	0,4	- 510	2 028	0,3
<i>Moyen et long terme</i>							
Obligataires	2 918	0,8	1 566	0,4	1 352	4 484	0,7
Autres	664	0,2	320	0,1	344	984	0,1
Autres titres d'OPCVM	5 127	1,5	2 782	0,8	2 345	7 909	1,1
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	329	0,1	395	0,1	- 66	724	0,1
TOTAL	352 417	100,0	337 460	100,0	14 957	689 877	100,0
				Divers			
	Entrées	Structure des entrées	Ventes	Structure des ventes	Flux nets	Transactions	Structure des transactions
ACTIONS	53 413	4,9	47 589	4,5	5 824	101 002	4,7
Françaises cotées	41 552	3,8	36 260	3,4	5 292	77 812	3,6
Etrangères	11 861	1,1	11 329	1,1	532	23 190	1,1
OBLIGATIONS	291 437	26,7	272 456	25,6	18 981	563 893	26,1
Françaises cotées	245 062	22,4	232 285	21,8	12 777	477 347	22,1
Etrangères	46 375	4,3	40 171	3,8	6 204	86 546	4,0
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	747 063	68,3	742 572	69,8	4 491	1 489 635	69,1
OPCVM " maison "	653 948	59,8	648 866	61,0	5 082	1 302 814	60,4
<i>Court terme</i>							
Monétaires	570 481	52,2	577 735	54,3	- 7 254	1 148 216	53,2
Autres	20 171	1,8	17 442	1,7	2 729	37 613	1,8
<i>Moyen et long terme</i>							
Obligataires	39 929	3,7	31 916	3,0	8 013	71 845	3,3
Autres	23 367	2,1	21 773	2,0	1 594	45 140	2,1
Autres titres d'OPCVM	93 115	8,5	93 706	8,8	- 591	186 821	8,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 478	0,1	1 100	0,1	378	2 578	0,1
TOTAL	1 093 391	100,0	1 063 717	100,0	29 674	2 157 108	100,0

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
 Mise à jour le 5 décembre 1994

3. L'approche par produits

3.1. Les actions

3.1.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes collectés dans cette enquête représentent environ 18 % du total des transactions sur actions françaises cotées pour l'année 1993.

Les encours cohérents avec ces flux atteignent 25 % de la capitalisation boursière des actions françaises cotées et 56 % des encours analysés dans l'enquête trimestrielle portant sur les portefeuilles " des principaux établissements dépositaires de titres " (enquête en stocks), à la même échéance. Il faut toutefois nuancer cette dernière information dans la mesure où les banques d'affaires sont mieux représentées dans l'enquête en flux, cette dernière couvrant 75 % des encours de l'enquête en stocks pour les banques d'affaires⁵⁽⁵⁾ et 45 % seulement pour les autres établissements (cf. annexe 1)⁶⁽⁶⁾.

3.1.2. Résultats globaux

ACTIONS
Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en millions de francs)

	Déc.1992 en montant	Encours Déc.1993 en montant	Variation en %(b)	Entrées en montant	Ventes en montant	Flux de l'année Flux nets en montant en %(c)	Valorisation de l'année (a) en montant	en % (b)
MÉNAGES								
Françaises cotées	121 192	151 097	22,0	30 128	32 808	- 2 680	- 1,9	32 585
Étrangères	23 677	26 581	11,6	5 502	8 474	- 2 972	- 11,8	5 876
SOCIÉTÉS								
Françaises cotées	72 493	105 062	36,7	9 209	11 575	- 2 366	- 2,7	34 935
Étrangères	29 786	35 972	18,8	1 407	1 581	- 174	- 0,5	6 360
NON-RÉSIDENTS								
Françaises cotées	203 274	310 189	41,6	27 309	26 993	316	0,1	106 599
Étrangères	3 474	5 571	46,4	2 562	1 614	948	21,0	1 149
DIVERS								
Françaises cotées	67 370	95 657	34,7	41 552	36 260	5 292	6,5	22 995
Étrangères	21 882	26 420	18,8	11 861	11 329	532	2,2	4 006
TOTAL	543 148	756 549	32,8	129 530	130 634	- 1 104	- 0,2	214 505
Françaises cotées	464 329	662 005	35,1	108 198	107 636	562	0,1	197 114
Étrangères	78 819	94 544	18,1	21 332	22 998	-1 666	-1,9	17 391

(a) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant de la variation d'encours rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

(c) Montant du flux net rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

En 1993, l'augmentation des portefeuilles d'actions cotées dans l'enquête est du même ordre que celle de la capitalisation boursière⁷⁽⁷⁾ (35,1 % et 38,2 %). L'accroissement de la valeur globale des portefeuilles n'est dû qu'à la progression des cours des différentes valeurs, en relation notamment avec la baisse régulière des taux d'intérêt, dans la mesure où les flux ne représentent que 0,1 % de l'évolution globale des portefeuilles (l'indice INSEE a progressé de 27,1 % au cours de l'année sous revue).

Les résultats apparaissent toutefois assez différents d'un secteur à l'autre. Ainsi, les ménages et les sociétés, vendeurs nets aussi bien sur les valeurs françaises qu'étrangères, ont réalisé des plus-values de niveaux très différents, plus de 15 points séparant leur taux de valorisation respectif des valeurs françaises (au détriment des ménages).

Il faut souligner que le portefeuille d'actions françaises cotées des non-résidents s'est apprécié de plus de 40 % en 1993 (41,6 %). À hauteur de 80 %, la progression des encours des " divers " est liée à la variation des cours.

RÉPARTITION DES FLUX D'ACTIONS EN FONCTION DES GROUPES DE PORTEURS EN 1993

(en pourcentage)

	Actions françaises cotées			Actions étrangères		
	Entrées	Ventes	Transactions	Entrées	Ventes	Transactions
Ménages	27,8	30,5	29,2	25,8	36,8	31,5
Sociétés	8,5	10,7	9,6	6,6	6,9	6,7
Non-résidents	25,3	25,1	25,2	12,0	7,0	9,4
Divers	38,4	33,7	36,0	55,6	49,3	52,4
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

On observe dans le tableau précédent que les "divers" ont été à l'origine de plus du tiers des transactions sur les actions françaises cotées et de la moitié des transactions sur actions étrangères.

Les *ménages* arrivent en deuxième position (30 % des transactions) et les *sociétés* ne représentent que 10 % environ des entrées et des ventes d'actions françaises.

Par ailleurs, les *non-résidents* ont représenté un quart de l'activité du marché des actions françaises cotées.

3.1.3. Durée moyenne de détention

Il est intéressant d'examiner les durées de détention moyennes des actions françaises cotées détenues par les différents types d'investisseurs.

On compare en premier lieu la durée de détention moyenne par secteur économique à la durée de détention moyenne des actions françaises⁸⁽⁸⁾ et, en second lieu, la durée de détention moyenne selon l'établissement gestionnaire.

DURÉE DE DÉTENTION DES ACTIONS FRANÇAISES COTÉES EN FONCTION DES GROUPES DE PORTEURS EN 1993

	Durée de détention moyenne		Durée de détention dans les Banques d'affaires		Durée de détention dans les Banques de dépôts	
Ménages	4 ans	4 mois	3 ans	5 mois	4 ans	6 mois
Sociétés	8 ans	7 mois	15 ans	11 mois	5 ans	5 mois
Non-résidents	9 ans	6 mois	12 ans	7 mois	5 ans	9 mois
Divers	2 ans	1 mois	2 ans	11 mois	1 an	10 mois
TOTAL DES SECTEURS DE L'ÉTUDE	5 ans	3 mois	8 ans	9 mois	3 ans	9 mois
ENSEMBLE DU MARCHÉ(a)			3 ans	10 mois		

(a) Durée de détention établie d'après les données de la Société des bourses françaises.

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

La durée de détention moyenne des actions françaises cotées qui, selon les données de la Société des bourses françaises, est de 3 ans 10 mois, apparaît plus élevée dans l'étude (5 ans 3 mois).

Cependant, de fortes disparités de comportement en fonction du type d'agent économique concerné et de la catégorie d'établissements dépositaires de valeurs sont observées. Ainsi :

- la durée de détention moyenne des actions françaises cotées par les *ménages* est de 4 ans 4 mois, ce qui signifie une certaine stabilité de l'actionnariat des petits porteurs ;
- les *sociétés*, dans une logique de participation, conservent en moyenne 8 ans 7 mois les actions qu'elles détiennent ;

- la durée de détention moyenne des *non-résidents* apparaît élevée (9 ans 6 mois) ;

- enfin, la durée de détention des actions par les " *divers* ", clientèle d'investisseurs institutionnels, est de 2 ans 1 mois ; on sait que dans ce groupe les entreprises d'assurance conservent probablement assez longtemps les titres qu'elles détiennent.

La durée de détention des portefeuilles d'actions des *ménages* déposés dans les *banques d'affaires* est inférieure d'environ 1 an à celle des portefeuilles conservés dans les *banques de dépôts* (3 ans 5 mois, contre 4 ans 6 mois). Il semble donc que les portefeuilles de moyenne ou faible importance des clients des banques de dépôts soient plus stables que les gros portefeuilles, qui sont plutôt déposés dans les banques d'affaires.

D'après les données de l'échantillon, le montant du portefeuille moyen des personnes physiques s'élève à 970 000 francs dans les banques d'affaires et à 154 000 francs dans les banques de dépôts. L'étude des durées de détention des portefeuilles-titres par établissement met donc simultanément en évidence les différences de comportement entre les petits porteurs et les détenteurs de portefeuilles plus importants.

Pour les *autres secteurs*, à l'inverse de ce qui est observé pour les ménages, les durées de conservation sont deux à trois fois supérieures dans les banques d'affaires à ce qu'elles sont dans les autres banques.

3.2. Les obligations

3.2.1. Représentativité de l'étude

Les flux d'achats et de ventes collectés dans l'enquête représentent un peu plus de 15 % du total des transactions sur obligations françaises en 1993.

Les encours cohérents avec ces flux couvrent 21 % de la capitalisation boursière des obligations françaises et 39 % des encours analysés dans l'enquête trimestrielle en stocks à la même échéance. Cependant, comme pour les actions, l'enquête en flux représente mieux la clientèle des banques d'affaires que celle des banques de dépôts (respectivement 73 % et 31 % si l'on compare les encours).

3.2.2. Résultats globaux

OBLIGATIONS Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en millions de francs)

	Décembre 1992 en montant	Encours Décembre 1993 en montant	Variation en % (c)	Entrées en montant	Sorties (a) en montant	Flux de l'année en montant	Flux nets en % (d)	Valorisation de l'année (b) en montant	% (c)
MÉNAGES									
Françaises	127 112	151 207	17,3	35 737	19 011	16 726	12,0	7 369	5,3
Étrangères	4 875	3 068	- 45,5	821	744	77	1,9	-1 884	- 47,4
SOCIÉTÉS									
Françaises	32 830	39 337	18,0	52 518	51 571	947	2,6	5 560	15,4
Étrangères	2 612	7 592	97,6	3 407	2 417	990	19,4	3 990	78,2
NON-RÉSIDENTS									
Françaises	152 102	171 135	11,8	282 960	275 384	7 576	4,7	11 457	7,1
Étrangères	43 247	52 635	19,6	17 210	14 406	2 804	5,8	6 584	13,7
DIVERS									
Françaises	353 128	450 316	24,2	245 062	232 285	12 777	3,2	84 411	21,0
Étrangères	26 808	48 424	57,5	46 375	40 171	6 204	16,4	15 412	41,0
TOTAL									
Françaises	742 714	923 714	21,7	684 090	635 989	48 101	5,8	132 899	16,0
Étrangères	665 172	811 995	19,9	616 277	578 251	38 026	5,1	108 797	14,7
	77 542	111 719	36,1	67 813	57 738	10 075	10,7	24 102	25,5

(a) Sorties = ventes + remboursements

(b) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(c) Montant de la variation d'encours rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

(d) Montant du flux net rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

En 1993, l'augmentation globale des portefeuilles d'obligations dans l'enquête est très proche de celle de la capitalisation boursière (respectivement 19,9 % et 19,3 %). Les flux nets positifs pour tous les secteurs représentent environ un tiers de cette évolution, les deux autres tiers résultant de la bonne orientation du marché obligataire tout au long de l'année, favorisée par la baisse des taux (indice Crédit Lyonnais : + 17,5 %).

Les portefeuilles en valeurs françaises des " divers " et des sociétés ont réalisé respectivement des plus-values de plus de 20 % et 15 % alors que celles-ci n'ont atteint que 7,1 % et 5,3 % pour les non-résidents et les ménages.

Les obligations étrangères présentes principalement dans les portefeuilles des non-résidents et des " divers " ont bénéficié de plus-values importantes (13,7 % et 41 %).

RÉPARTITION DES FLUX D'OBLIGATIONS EN FONCTION DES GROUPES DE PORTEURS EN 1993

(en pourcentage)

	Obligations françaises			Obligations étrangères		
	Entrées	Sorties (a)	Transactions	Entrées	Sorties (a)	Transactions
Ménages	5,8	3,3	4,6	1,2	1,3	1,2
Sociétés	8,5	8,9	8,7	5,0	4,2	4,6
Non-résidents	45,9	47,6	46,7	25,4	25,0	25,3
Divers	39,8	40,2	40,0	68,4	69,5	68,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(a) Sorties = ventes + remboursements

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

Du tableau précédent, il ressort notamment qu'en 1993 :

- les non-résidents ont réalisé près de la moitié des flux sur obligations françaises et un quart des flux sur obligations étrangères ;
- 40 % des mouvements sur les obligations françaises (et près de 70 % des flux sur obligations étrangères) ont été le fait des " divers " ;
- la part relative des sociétés et des ménages est restée faible (environ 13 % pour les obligations françaises et 6 % pour les obligations étrangères). Les ménages, qui détiennent dans cette étude 20 % des stocks d'obligations françaises, n'ont réalisé qu'à peine 5 % des transactions.

DURÉE DE DÉTENTION DES OBLIGATIONS FRANÇAISES EN FONCTION DES GROUPES DE PORTEURS EN 1993

	Durée de détention moyenne		Durée de détention dans les Banques d'affaires		Durée de détention dans les Banques de dépôts	
Ménages	5 ans	1 mois	1 an	11 mois	5 ans	4 mois
Sociétés	-	8 mois	1 an	9 mois	-	7 mois
Non-résidents	-	7 mois	-	7 mois	1 an	9 mois
Divers	1 an	8 mois	1 an	11 mois	1 an	7 mois
TOTAL DES SECTEURS DE L'ÉTUDE	1 an	3 mois	- 10 mois		1 an	10 mois
ENSEMBLE DU MARCHÉ (a)			11 mois			

(a) Durée de détention établie d'après les données de la Société des bourses françaises.

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 31 décembre 1994

La durée de détention moyenne des *obligations françaises* pour l'ensemble des détenteurs est extrêmement brève (11 mois selon les données de la Société des bourses françaises et 1 an 3 mois selon l'étude).

- Dans l'étude, comme le montre le tableau précédent, les *ménages* ont la durée de détention la plus longue (5 ans 1 mois).
- Les durées de détention des *sociétés* et des *non-résidents* (respectivement 8 mois et 7 mois) apparaissent beaucoup plus courtes, laissant à penser que ces secteurs utilisent les obligations comme un instrument de placement à court terme.
- Le groupe " *divers* " conserve 1 an 8 mois en moyenne ses obligations.

Les durées de détention apparaissent sensiblement différentes si l'on compare la clientèle des banques d'affaires, mieux représentée dans l'étude comme cela a été signalé précédemment, et la clientèle des banques de dépôts. Globalement la durée moyenne est plus courte dans les banques d'affaires (10 mois) que dans les autres banques (1 an 10 mois). Pour les *ménages*, et dans une moindre mesure pour les *non-résidents*, les écarts sont importants (respectivement 1 an 11 mois, contre 5 ans 4 mois et 7 mois, contre 1 an 9 mois).

Les *sociétés* et les " *divers* ", à l'inverse, conservent leurs obligations plus longtemps dans les banques d'affaires que dans les banques de dépôts (respectivement 1 an 9 mois, contre 7 mois et 1 an 11 mois, contre 1 an 7 mois).

3.3. Les titres d'OPCVM

3.3.1. Représentativité de l'étude

Les flux recensés dans cette enquête représentent près de 30 % des souscriptions et des rachats de titres d'OPCVM réalisés en 1993 (environ un quart des opérations sur les titres à court terme).

Les encours cohérents avec ces transactions représentent 28 % de l'actif net des OPCVM (27 % de l'actif net des OPCVM court terme)⁹⁽⁹⁾. Par rapport aux encours analysés dans l'enquête trimestrielle à la même échéance, la couverture de l'enquête en flux atteint 42 %. L'enquête en flux donne cependant des résultats plus proches du comportement de la clientèle des banques d'affaires détentrice de titres d'OPCVM que de celle des banques de dépôts (68 %, contre 39 % des encours de l'enquête trimestrielle sur les portefeuilles, cf. annexe 1).

3.3.2. Résultats globaux

Les portefeuilles en titres d'OPCVM français dans l'enquête ont évolué de 5,9 % au cours de l'année 1993, soit une progression inférieure de plus de la moitié à celle de l'actif net des OPCVM évalué selon la Commission des opérations de bourse (13,3 %)¹⁰⁽¹⁰⁾. Les titres de court terme ont régressé de 10,8 %, contre 2,9 % pour l'actif net. Le tableau suivant met en évidence :

- l'importance de l'évolution des flux nets d'OPCVM monétaires " maison " (- 21,5 %) et d'OPCVM obligataires (30,4 %) ;
- les performances très inégales des OPCVM en 1993. L'encours moyen de la période s'est valorisé en effet de 6,5 % pour les monétaires, 12,2 % pour les OPCVM obligataires et 30,8 % pour les OPCVM à moyen et long terme " autres " (essentiellement des OPCVM actions).

TITRES D'OPCVM
Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en millions de francs)

	Déc.1992	Encours		Total des secteurs				Valorisation		
		Déc.1993	Variation	Flux de l'année		Flux nets		de l'année (a)		
		en montant	en montant en % (b)	Sous-criptions	Rachats	en montant	en % (c)	en montant	en % (b)	
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS		749 236	794 721	5,9	1 832 155	1 850 450	- 18 295	-2,4	63 780	8,3
OPCVM " maison "	602 944	649 603	7,4	1 449 246	1 476 418	- 27 172	- 4,3	73 831	11,8	
<i>Court terme</i>										
Monétaires	409 576	352 380	- 15,0	1 207 494	1 289 434	- 81 940	- 21,5	24 744	6,5	
Autres	21 285	32 889	42,8	50 015	43 382	6 633	24,5	4 971	18,3	
<i>Moyen et long terme</i>										
Obligataires	97 797	150 742	42,6	100 495	62 760	37 735	30,4	15 210	12,2	
Autres	74 286	113 592	41,8	91 242	80 842	10 400	11,1	28 906	30,8	
Autres titres d'OPCVM	146 292	145 118	- 0,8	382 909	374 032	8 877	6,1	- 10 051	- 6,9	
dont court terme	27 421	25 968	- 5,4	189 681	196 453	- 6 772	- 25,4	5 319	19,9	
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	30 497	29 137	- 4,6	17 859	21 122	- 3 263	- 10,9	1 903	6,4	
TOTAL	779 733	823 858	5,5	1 850 014	1 871 572	- 21 558	- 2,7	65 683	8,2	

(a) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant de la variation d'encours rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

(c) Montant du flux net rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle " Valeurs mobilières " - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

TITRES D'OPCVM
Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en millions de francs)

	Ménages									
	Déc.1992	Encours en montant	Déc.1993 en montant	Variation en % (b)	Sous- criptions en montant	Flux de l'année Rachats en montant	Flux nets en montant	en% (c)	en montant	Valorisation de l'année (a) en% (b)
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	421 493	407 826		- 3,3	232 241	274 710	- 42 469	- 10,2	28 802	6,9
OPCVM " maison "	352 586	352 882		0,1	200 771	240 137	- 39 366	- 11,1	39 662	11,2
<i>Court terme</i>										
Monétaires	230 597	167 702		- 31,6	114 168	182 786	- 68 618	- 34,5	5 723	2,9
Autres	10 408	15 064		36,6	11 392	10 987	405	3,2	4 251	33,4
<i>Moyen et long terme</i>										
Obligataires	65 967	100 857		41,8	39 787	15 231	24 556	29,4	10 334	12,4
Autres	45 614	69 259		41,2	35 424	31 133	4 291	7,5	19 354	33,7
Autres titres d'OPCVM	68 907	54 944		- 22,4	31 470	34 573	- 3 103	- 5,0	- 10 860	- 17,4
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	24 738	22 125		- 11,1	12 788	16 427	- 3 639	- 15,5	1 026	4,4
TOTAL	446 231	429 951		- 3,7	245 029	291 137	- 46 108	- 10,5	29 828	6,8
	Sociétés									
	Déc.1992	Encours en montant	Déc.1993 en montant	Variation en % (b)	Sous- scriptions en montant	Flux de l'année Rachats en montant	Flux nets en montant	en% (c)	en montant	Valorisation de l'année (a) en% (b)
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	137 588	165 781		18,6	830 804	814 500	16 304	10,7	11 889	7,8
OPCVM " maison "	110 126	130 793		17,2	577 607	571 529	6 078	5,0	14 589	12,1
<i>Court terme</i>										
Monétaires	93 817	97 118		3,5	510 266	516 182	- 5 916	- 6,1	9 217	9,7
Autres	2 746	7 876		96,6	17 693	13 684	4 009	75,5	1 121	21,1
<i>Moyen et long terme</i>										
Obligataires	6 608	12 922		64,7	17 861	14 047	3 814	39,1	2 500	25,6
Autres	6 955	12 877		59,7	31 787	27 616	4 171	42,1	1 751	17,7
Autres titres d'OPCVM	27 462	34 988		24,1	253 197	242 971	10 226	32,7	- 2 700	- 8,6
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	3 483	3 664		5,1	3 264	3 200	64	1,8	117	3,3
TOTAL	141 071	169 445		18,3	834 068	817 700	16 368	10,5	12 006	7,7

(a) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant de la variation d'encours rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

(c) Montant du flux net rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

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

Mise à jour le 5 décembre 1994

TITRES D'OPCVM
Encours - Flux - Valorisation en 1993

(en millions de francs)

	Déc.1992 en montant	Encours Déc.1993 en montant	Variation en % (b)	Non-résidents			Valorisation de l'année (a)		
				Sous- scriptions en montant	Flux de l'année Rachats en montant	Flux nets montant	en% (c)	en montant	en% (b)
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	6 897	9 617	32,9	22 047	18 668	3 379	40,9	- 659	- 8,0
OPCVM " maison "	5 873	7 983	30,5	15 886	16 920	1 034	14,9	1 076	15,5
<i>Court terme</i>									
Monétaires	2 749	3 092	11,7	12 579	12 731	- 152	- 5,2	495	16,9
Autres	460	530	14,1	759	1 269	- 510	- 103,0	580	117,2
<i>Moyen et long terme</i>									
Obligataires	1 953	2 885	38,5	2 918	1 566	1 352	55,9	- 420	- 17,4
Autres	711	1 476	70,0	664	320	344	31,5	421	38,5
Autres titres d'OPCVM	1 024	1 634	45,9	5 127	2 782	2 345	176,5	- 1 735	- 130,5
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	881	1 213	31,7	329	395	- 66	- 6,3	398	38,0
TOTAL	7 778	10 830	32,8	22 376	19 063	3 313	35,6	- 261	- 2,8
	Déc.1992 en montant	Encours Déc.1993 en montant	Variation en % (b)	Divers			Valorisation de l'année (a)		
				Sous- scriptions en montant	Flux de l'année Rachats en montant	Flux nets montant	en% (c)	en montant	en% (b)
TITRES D'OPCVM FRANÇAIS	183 258	211 497	14,3	747 063	742 572	4 491	2,3	23 748	12,0
OPCVM " maison "	134 359	157 945	16,1	653 948	648 866	5 082	3,5	18 504	12,7
<i>Court terme</i>									
Monétaires	82 413	84 468	2,5	570 481	577 735	- 7 254	- 8,7	9 309	11,2
Autres	7 671	9 419	20,5	20 171	17 442	2 729	31,9	- 981	- 11,5
<i>Moyen et long terme</i>									
Obligataires	23 269	34 078	37,7	39 929	31 916	8 013	27,9	2 796	9,7
Autres	21 006	29 980	35,2	23 367	21 773	1 594	6,2	7 380	28,9
Autres titres d'OPCVM	48 899	53 552	9,1	93 115	93 706	- 591	- 1,1	5 244	10,2
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	1 395	2 135	41,9	1 478	1 100	378	21,4	362	20,5
TOTAL	184 653	213 632	14,6	748 541	743 672	4 869	2,4	24 110	12,1

(a) Construits par solde, les montants recensés dans cette colonne subissent l'impact des variations de population de l'échantillon et doivent donc être interprétés avec prudence.

(b) Montant de la variation d'encours rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

(c) Montant du flux net rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

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

Mise à jour le 5 décembre 1994

Le portefeuille des *ménages* en titres d'OPCVM français a diminué de 3,3 %. La performance enregistrée par ces titres (+ 6,9 %) n'a pas compensé l'évolution négative des flux (- 10,2 %).

La diminution des flux de titres d'OPCVM monétaires " maison " (- 34,5 %) a été compensée par une progression significative des OPCVM obligataires " maison " (29,4 %). Le mouvement de demandes de rachats a certainement été amplifié à la fin du deuxième trimestre par l'émission du grand emprunt d'État dont la souscription pouvait être assurée par la vente de titres d'OPCVM monétaires.

La progression du portefeuille en titres d'OPCVM des *sociétés*, composé dans cette étude de plus de 60 % de monétaires, recouvre en fait une diminution des flux de 6,1 % et une plus-value de près de 10 % (9,7 %).

Les titres d'OPCVM ne représentent qu'une faible part du portefeuille des *non-résidents* (environ 2 %). On observe que la progression des encours est due principalement aux souscriptions de titres d'OPCVM obligataires.

Le portefeuille en titres d'OPCVM français des " *divers* ", dans lequel les assurances représentent le secteur dominant, a progressé de 14,3 % en 1993, essentiellement grâce aux performances des marchés sur lesquels sont investis les OPCVM (+ 12 %).

RÉPARTITION DES FLUX DE TITRES D'OPCVM EN FONCTION DES GROUPES DE PORTEURS EN 1993

(en pourcentage)

	Titres d'OPCVM court terme		Titres d'OPCVM moyen et long terme		Titres d'OPCVM français	
	Souscriptions	Rachats	Souscriptions	Rachats	Souscriptions	Rachats
Ménages	9,3	13,4	25,3	21,8	12,7	14,8
Sociétés	46,3	43,9	41,7	44,5	45,3	44,0
Non-résidents	1,0	1,0	1,9	1,1	1,2	1,0
Divers	43,4	41,7	31,1	32,6	40,8	40,2
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

Près de la moitié des souscriptions et des rachats sur les titres d'OPCVM français a été réalisée par les *sociétés* en 1993 qui utilisent ces valeurs comme un instrument de trésorerie. Les *ménages*, détenteurs d'environ 50 % de ces titres dans l'étude, n'ont réalisé qu'à peine un sixième des transactions.

3.3.3. Durée moyenne de détention

DURÉE DE DÉTENTION DES TITRES D'OPCVM FRANÇAIS EN FONCTION DES GROUPES DE PORTEURS EN 1993

	Court terme			Durée de détention dans les Banques de dépôts		
	Durée de détention moyenne			Durée de détention dans les Banques d'affaires		
Ménages	1 an	3 mois	23 jours	1 an	2 mois	6 jours
Sociétés	-	1 mois	28 jours	-	1 mois	28 jours
Non-résidents	-	2 mois	28 jours	-	2 mois	2 jours
Divers	-	1 mois	28 jours	-	1 mois	17 jours
TOTAL DES SECTEURS DE L'ÉTUDE	- 3 mois 16 jours			- 2 mois 24 jours		
ENSEMBLE DU MARCHÉ (a)				3 mois 16 jours		
	Moyen et long terme			Durée de détention dans les Banques de dépôts		
	Durée de détention moyenne			Durée de détention dans les Banques d'affaires		
Ménages	2 ans	3 mois	16 jours	1 an	8 mois	26 jours
Sociétés	-	3 mois	20 jours	-	5 mois	18 jours
Non-résidents	-	10 mois	14 jours	-	6 mois	17 jours
Divers	-	10 mois	7 jours	-	8 mois	26 jours
TOTAL DES SECTEURS DE L'ÉTUDE	- 11 mois 20 jours			- 10 mois 3 jours		
ENSEMBLE DU MARCHÉ (a)				Non déterminé		
	Total des titres d'OPCVM français			Durée de détention dans les Banques de dépôts		
	Durée de détention moyenne			Durée de détention dans les Banques d'affaires		
Ménages	1 an	7 mois	24 jours	1 an	4 mois	8 jours
Sociétés	-	2 mois	6 jours	-	2 mois	13 jours
Non-résidents	-	5 mois	-	-	3 mois	9 jours
Divers	-	3 mois	9 jours	-	2 mois	20 jours
TOTAL DES SECTEURS DE L'ÉTUDE	- 5 mois 3 jours			- 4 mois -		
ENSEMBLE DU MARCHÉ (a)				5 mois 25 jours		

(a) Durée de détention établie d'après des chiffres de la Commission des opérations de bourse.

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
Mise à jour le 5 décembre 1994

La durée de détention moyenne des titres d'OPCVM français pour l'ensemble des investisseurs est, selon les données de la Commission des opérations de bourse, de 5 mois 25 jours (3 mois 16 jours pour les titres à court terme).

Dans l'étude, les résultats obtenus sont légèrement inférieurs pour les titres d'OPCVM toutes catégories confondues (5 mois) ; mais ils sont identiques pour les titres à court terme. L'analyse des durées de détention montre qu'il existe, comme pour les autres catégories de valeurs mobilières, de fortes disparités selon les secteurs détenteurs.

Les ménages conservent leurs OPCVM en moyenne 1 an 8 mois, soit comme un placement intermédiaire entre le court terme et le long terme. Les titres à court terme sont conservés 1 an 4 mois mais la durée de détention des titres à moyen et long terme atteint 2 ans 4 mois.

Le comportement de détenteur des sociétés apparaît très différent. Le taux de rotation des titres à court terme et à moyen et long terme (dans une moindre mesure) est très élevé puisqu'ils ne sont conservés respectivement que 2 mois et 4 mois.

Les *non-résidents* conservent en moyenne 5 mois leurs titres d'OPCVM (3 mois pour les valeurs à court terme).

Les " *divers* ", comme les non-résidents, ont une durée de conservation très proche de la durée moyenne calculée pour l'ensemble des investisseurs : 3 mois pour les titres d'OPCVM toutes valeurs confondues et 2 mois seulement pour les titres à court terme.

Si l'on compare au sein des *ménages*, le comportement de la clientèle des *banques d'affaires* (dont les portefeuilles moyens sont importants) et celui de la clientèle des *banques de dépôts* (dont les portefeuilles sont un peu plus modestes), on observe que la durée de détention est inférieure de 4 mois dans les banques d'affaires (1 an 4 mois, contre 1 an 8 mois). Cette différence est réduite à 2 mois pour les titres à court terme (1 an 2 mois, contre 1 an 4 mois).

REPRÉSENTATIVITÉ DE L'ENQUÊTE EN FLUX PAR RAPPORT À L'ENQUÊTE EN STOCKS EN 1993

(en pourcentage)

	Ménages	Sociétés	Non-résidents	" Divers "	TOTAL	Banques d'affaires	Banques de dépôts
ACTIONS	48,5	57,0	77,2	34,6	55,0	67,0	41,9
Françaises cotées	48,6	52,4	79,0	35,4	56,4	75,0	45,1
Étrangères	48,1	76,8	34,3	31,8	47,0	62,8	35,6
OBLIGATIONS	27,9	40,3	85,2	37,5	40,8	74,1	32,1
Françaises	28,0	37,6	83,5	36,8	39,1	72,5	31,4
Étrangères	25,6	63,9	91,0	46,1	59,8	63,0	24,7
TITRES D'OPCVM FRANçAIS	33,8	50,4	56,9	61,2	41,9	67,9	39,0
OPCVM " maison "							
<i>Court terme</i>	32,4	45,5	48,7	55,7	37,2	81,3	36,0
<i>Moyen et long terme</i>	36,1	53,9	82,4	68,0	42,8	75,0	38,6
Autres titres d'OPCVM	32,3	69,6	39,1	62,4	46,7	25,1	49,7
TITRES D'OPCVM ÉTRANGERS	97,5	91,2	91,1	59,0	92,0	79,4	94,5
TOTAL	36,1	53,3	79,8	41,0	45,4	72,5	37,8

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
 Mise à jour le 5 décembre 1994

TAUX DE ROTATION DES PORTEFEUILLES SELON LES SECTEURS EN 1993

(en millions de francs)

Secteurs	Actions françaises cotées			
	Décembre 1992	Encours Décembre 1993	Année 1993	Transactions En pourcentage de l'encours (a)
Ménages	121 192	151 097	62 936	46,2
Sociétés	72 493	105 062	20 784	23,4
Non-résidents	203 274	310 189	54 302	21,2
Divers	67 370	95 657	77 812	95,5
TOTAL	464 329	662 005	215 834	38,3
	Obligations françaises			
	Décembre 1992	Encours Décembre 1993	Année 1993	Transactions En pourcentage de l'encours (a)
Ménages	127 112	151 207	54 748	39,3
Sociétés	32 830	39 337	104 089	288,5
Non-résidents	152 102	171 135	558 344	345,5
Divers	353 128	450 316	477 347	118,8
TOTAL	665 172	811 995	1 194 528	161,7
	Titres d'OPCVM français			
	Décembre 1992	Encours Décembre 1993	Année 1993	Transactions En pourcentage de l'encours (a)
Ménages	421 493	407 826	506 951	122,3
Sociétés	137 588	165 781	1 645 304	425,4
Non-résidents	6 897	9 617	40 715	493,1
Divers	183 258	211 497	1 489 635	754,7
TOTAL	749 236	794 721	3 682 605	477,0

(a) Montant rapporté à la moyenne des encours de début et de fin de période

Réalisation : Banque de France DESM - Pôle "Valeurs mobilières" - Tél. : +33 (1) 42 92 28 82
 Mise à jour le 5 décembre 1994

Notes

1 (Commentaire déroulant - Popup)

¹ La méthode adoptée est analogue à celle de la Commission des opérations de bourse dans l'étude " La durée de détention des portefeuilles de valeurs mobilières en 1991 " parue dans le Bulletin mensuel de la Commission des opérations de bourse n° 262 d'octobre 1992.

2 (Commentaire déroulant - Popup)

² Classification par groupe homogène de la Commission bancaire. Les banques d'affaires sont mieux représentées dans cette enquête que dans l'enquête en stocks, l'inverse étant observé pour les banques de dépôts (cf. annexe 1).

3 (Commentaire déroulant - Popup)

³ Entrées = souscriptions + achats

4 (Commentaire déroulant - Popup)

⁴ Associations et groupements divers, établissements de crédit, entreprises d'assurance et caisses de retraite et OPCVM. Ces deux derniers secteurs représentent les secteurs dominants. Les établissements de crédit, inclus dans cette catégorie, représentent des intermédiaires financiers, en principe résidents, qui n'assurent pas eux-mêmes la conservation des titres de leurs clients.

5 (Commentaire déroulant - Popup)

⁵ Comprenant, outre les banques d'affaires, sept sociétés de bourse dans l'enquête trimestrielle en stocks.

6 (Commentaire déroulant - Popup)

⁶ Comprenant, outre les banques de dépôts, la Poste et les Caisses d'épargne dans l'enquête trimestrielle en stocks.

7 (Commentaire déroulant - Popup)

⁷ Montant rapporté comme pour l'enquête à la moyenne de la capitalisation boursière de début et de fin de période.

8 (Commentaire déroulant - Popup)

⁸ Source : Société des bourses françaises -- niveau des transactions en bourse en 1993 rapporté à la capitalisation boursière.

9 (Commentaire déroulant - Popup)

⁹ Source : Commission des opérations de bourse

10 (Commentaire déroulant - Popup)

¹⁰ La composition de cet échantillon, dans lequel les banques à réseaux sont très peu représentées, explique pour une large part cette différence de représentativité.

ESTIMATION DES DÉLAIS DE PAIEMENT ET DU SOLDE DU CRÉDIT INTERENTREPRISES EN 1993

Marquée par l'entrée en vigueur, le 1^{er} juillet, de la loi n° 92-1442 du 31 décembre 1992 et par la récession, l'année 1993 s'inscrit cependant en continuité avec les années précédentes : le mouvement de baisse des délais de paiement se poursuit et le poids du crédit interentreprises, en moyenne, s'alourdit.

ÉLISABETH KREMP

CLAUDE TRUY

Direction des Entreprises

Observatoire des entreprises

À la demande de l'Observatoire des délais de paiement, l'Observatoire des entreprises de la Banque de France a mis en place une structure permettant d'estimer les délais de paiement d'une année donnée le plus rapidement possible au cours de l'année suivante¹. Ces travaux, réalisés pour la deuxième année consécutive, permettent de fournir une estimation des délais de paiement et du crédit interentreprises en 1993. Ils ont été effectués à partir du fichier Fiben sur la base d'un échantillon annuel de 100 000 à 120 000 bilans pour la période 1988-1992 et de 80 000 pour l'estimation 1993². Les entreprises appartiennent à l'ensemble des secteurs économiques.

L'année 1993 a été une année difficile, marquée par la récession, mais au cours de laquelle les entreprises paraissent avoir renforcé leurs structures financières. Le ralentissement de l'activité économique a des effets contradictoires sur l'évolution des délais de paiement. Leur niveau est le résultat de deux phénomènes principaux : relations privilégiées entre clients et fournisseurs (rallongement des délais), volonté de se prémunir du risque client de la part des fournisseurs (raccourcissement des délais). L'année 1993 a aussi été caractérisée par l'entrée en vigueur le 1^{er} juillet 1993 de la loi n° 92-1442 du 31 décembre 1992 rendant obligatoire sur la facture la mention des délais et des pénalités en cas de retard de paiement et limitant les délais de paiement pour certains produits (produits alimentaires périssables et certaines boissons alcoolisées).

¹ L'estimation des données 1992 a été publiée en juin 1993, cf. rapport du Conseil national du crédit (1993). L'étude actualisée a été publiée en janvier 1994, cf. Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade (1994a et 1994b).

² Fiben (Fichier bancaire des entreprises) est un fichier de renseignements créé et géré par la Banque de France pour répondre à ses propres besoins et à ceux des établissements de crédit. Il recense des informations de diverse nature (données comptables et descriptives) sur 1 300 000 entreprises et compte environ 120 000 bilans annuels ; ces bilans représentent 96 % des sociétés anonymes et 65 % des SARL existantes en France.

Dans ce contexte, cette étude vise à décrire les délais de paiement et le crédit interentreprises en 1993, en insistant plus particulièrement sur les modifications récentes au regard des tendances sur plus longue période. L'ensemble des caractéristiques des délais de paiement et du crédit interentreprises par secteur d'activité et par taille n'est pas repris ici (cf. Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade, 1994a et 1994b).

Quelques définitions

Le ratio délais clients rapporte les créances clients (effets escomptés non échus inclus) au chiffre d'affaires TTC.

Le ratio délais fournisseurs rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC.

Ces deux ratios sont multipliés par 360, pour être exprimés en nombre de jours de chiffre d'affaires pour les délais clients, en nombre de jours d'achats pour les délais fournisseurs.

Le solde du crédit interentreprises, aussi appelé solde commercial, est calculé comme la différence entre le poste créances clients (y compris les effets escomptés non échus) et le poste dettes fournisseurs, exprimée en jours de chiffre d'affaires TTC.

Ces ratios sont calculés en rapportant un stock de créances ou de dettes de fin de période à un flux de chiffre d'affaires (ou d'achats) se rapportant à l'ensemble de l'année. Des données comptables annuelles sont donc utilisées pour appréhender une réalité infra-annuelle, et le calcul des délais de paiement à partir de données annuelles, peut comporter un biais. Il a été montré par ailleurs (cf. Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade, 1994a) que la mesure de l'évolution des délais de paiement peut être perturbée par la modification de l'ampleur de ce biais et que, en cas de ralentissement de l'activité économique, ceci peut conduire à amplifier la mesure de la baisse des délais de paiement.

Tous les chiffres donnés dans le texte correspondent à des moyennes de ratios individuels (qui tiennent mieux compte de la diversité des situations individuelles) et non à des ratios moyens (calculés à partir de valeurs agrégées par taille et/ou par secteur et qui donnent un poids plus important aux grandes entreprises). Les évolutions correspondent à des différences de moyennes de ratios individuels.

1. La baisse des délais de paiement se poursuit

1.1. Un mouvement modéré entre 1992 et 1993

Tous secteurs confondus, la diminution des délais clients serait de faible ampleur et inférieure à un jour et celle des délais fournisseurs serait de l'ordre de deux jours (graphique 1)¹. En 1993, les moyennes sur l'ensemble des secteurs seraient de soixante-et-un jours pour les délais clients et de soixante-huit jours pour les délais fournisseurs.

Dans l'industrie, la diminution des délais clients et fournisseurs serait respectivement légèrement supérieure à un et deux jours. En 1993, les moyennes s'établiraient à soixante-seize jours et soixante-quatorze jours.

1.2. Des baisses dans les industries agro-alimentaires, les services marchands et le bâtiment, où la stabilité avait plutôt prévalu

Parmi les dix secteurs étudiés au niveau de la NAP 15², trois secteurs semblent se distinguer par rapport à l'évolution depuis 1988 (graphiques 3 et 4). Le secteur des industries agro-alimentaires, pour lequel aucune baisse significative des délais de paiement n'avait pu être mise en évidence jusqu'en 1992, connaît une diminution notable, supérieure à trois jours, à la fois de ses délais clients et de ses délais fournisseurs en 1993. Les délais de paiement du secteur des services marchands semblent poursuivre leur baisse amorcée en 1991³. Enfin les délais clients du secteur du bâtiment, stables de 1988 à 1991, continueraient à baisser en 1993, comme en 1992. Cette baisse serait de l'ordre de deux jours de chiffre d'affaires. Néanmoins, dans ce secteur, comme dans celui des biens intermédiaires, des délais de paiement supérieurs à quatre-vingt jours persistent en 1993.

1.3. Les délais clients du commerce de gros alimentaire commencerait aussi à diminuer

Les délais clients des entreprises du commerce de gros non alimentaire paraissent connaître des baisses entre 1992 et 1993 de même ampleur que celles observées les années précédentes ; les délais clients des entreprises du commerce de gros alimentaire, stables depuis 1988, commencerait à diminuer (de l'ordre de deux jours). Les délais fournisseurs des quatre secteurs du commerce continueraient à se contracter (de l'ordre de deux à trois jours), (graphiques 3.2 et 4.2)⁴.

1.4. Sur cinq ans, une baisse importante dans la plupart des secteurs

Depuis 1988, la baisse des délais clients et fournisseurs de l'ensemble de l'économie serait de l'ordre de trois et huit jours. Pour l'industrie, elle serait respectivement de l'ordre de cinq et dix jours. Ce mouvement sur longue période se constate dans tous les secteurs au niveau de la NAP 15 pour les délais fournisseurs et dans tous les secteurs, excepté l'agriculture, pour les délais clients (graphique 2).

¹ Un ensemble de graphiques et de statistiques est fourni en annexes. Les statistiques sur les délais de paiement et le solde du crédit interentreprises comportent le nombre d'entreprises, la moyenne de ratios, l'écart-type de la moyenne, le ratio moyen et la médiane. Ces données sont calculées tous secteurs confondus, pour l'ensemble de l'industrie, pour 11 secteurs de la NAP 15 et 27 secteurs de la NAP 40. Pour l'industrie, le détail par tranche d'effectifs est fourni sur la période 1988-1993. Sauf mention contraire, tous les chiffres dans les graphiques et ceux donnés dans le texte correspondent à des moyennes de ratios individuels et à des différences de moyennes de ratios individuels.

² Le secteur du commerce (U08) n'est pas inclus ici. En effet, du fait des disparités importantes entre les quatre secteurs de la NAP 40 le composant : commerce de gros alimentaire (T25), commerce de gros non alimentaire (T26), commerce de détail alimentaire (T27), commerce de détail non alimentaire (T28), la plupart des résultats concernant ce secteur sont présentés au niveau le plus détaillé.

³ Dans ce secteur, du fait de la forte proportion de très petites entreprises et de la forte hétérogénéité de leur comportement, l'estimation en juin 1993 des niveaux 1992 avait surestimé la baisse des délais de paiement dans ce secteur (voir annexe). Les résultats de ce secteur en 1993 doivent donc être interprétés avec précaution.

⁴ L'évolution des délais clients des entreprises du commerce de détail (alimentaire et non alimentaire) n'est guère significative, dans la mesure où elles vendent essentiellement à des non-entreprises.

Ainsi, en 1988, six secteurs avaient des délais fournisseurs supérieurs à quatre-vingt jours d'achats dont deux secteurs supérieurs à quatre-vingt-dix jours d'achats. En 1993, seuls deux secteurs auraient des délais fournisseurs légèrement supérieurs à quatre-vingt jours d'achats : les biens d'équipement professionnels et les industries du bâtiment.

Enfin, cette baisse des délais de paiement apparaît plus importante là où le niveau des délais était plus élevé en 1988, conduisant à une légère diminution de la disparité intersectorielle aussi bien des délais fournisseurs que des délais clients.

2. Délais : la distinction selon la taille devient plus importante

2.1. *Délais clients : dans quatre secteurs, une baisse d'autant plus forte que l'entreprise est grande*

Une série de tests économétriques réalisés sur la période 1988-1992 avait montré que, dans trois secteurs, la baisse des délais clients était différente suivant la taille des entreprises, la diminution étant d'autant plus forte que l'entreprise est grande (cf. Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade, 1994a et 1994b). Cet effet « tendanciel » est confirmé avec les données provisoires de 1993 dans le secteur des services marchands, dans les industries de biens d'équipement professionnels et dans les industries de biens intermédiaires. Il est maintenant aussi vérifié dans le secteur du commerce de gros (alimentaire et non alimentaire).

2.2. *Délais fournisseurs : dans trois secteurs, une baisse d'ampleur différente suivant la taille des entreprises*

Sur la période 1988-1992, cet effet « tendanciel » n'avait pu être mis en évidence pour les délais fournisseurs que dans le secteur du commerce, le mouvement étant là encore, d'autant plus fort que l'entreprise est grande. Sur la période 1988-1993, avec les données provisoires de 1993, cette différenciation de comportement suivant la taille est maintenant aussi significative dans les industries de biens intermédiaires et les industries de biens de consommation courante. Cependant, dans ces deux secteurs, la hiérarchie selon la taille est ici inversée, la baisse des délais fournisseurs étant d'autant plus faible que l'entreprise est grande.

Ainsi, dans deux secteurs importants par le nombre de leurs entreprises, les industries de biens intermédiaires et les industries de biens de consommation courante, plus les entreprises sont grandes, plus elles imposent à leurs clients un raccourcissement du règlement des factures et, par contre, limitent la diminution des délais accordés par leurs fournisseurs.

3. Crédit : une atténuation des écarts selon la taille

3.1. *En moyenne, la charge du crédit interentreprises continue à s'alourdir*

Comme les années précédentes, le solde du crédit interentreprises resterait en moyenne une charge pour les entreprises et cette moyenne continuerait à légèrement augmenter (graphique 1). Le solde du crédit interentreprises représenterait en 1993 près de dix-huit jours de chiffre d'affaires pour l'ensemble des secteurs et trente et un jours pour les entreprises de l'industrie, soit une augmentation de l'ordre de deux jours et un jour respectivement.

Ainsi, entre 1988 et 1993, le solde du crédit interentreprises aurait augmenté dans sept des onze secteurs de la NAP 15 (graphique 2). Il serait resté stable dans le secteur des industries agro-alimentaires, aurait baissé dans deux secteurs : les industries des biens d'équipement ménager et les

transports. Dans le secteur du commerce de détail, structurellement emprunteur, les entreprises bénéficieraient de moins en moins du crédit interentreprises.

3.2. Une évolution différenciée du crédit interentreprises suivant la taille des entreprises

Cependant, en 1993, les écarts entre le solde du crédit interentreprises des très petites entreprises et les soldes des PME et des grandes entreprises continueraient à se réduire, même si les très petites entreprises restent, dans l'ensemble, dans une situation moins défavorable. Pour tous les secteurs de la NAP 15, le solde du crédit interentreprises des très petites entreprises serait plus élevé en 1993 qu'en 1988. Néanmoins, dans les industries agro-alimentaires, le bâtiment et les biens intermédiaires, la situation n'aurait pas évolué entre 1992 et 1993 (graphique 6.1).

Les PME connaîtraient une relative stabilité de leur solde aussi bien par rapport à 1988 que par rapport à 1992. Par contre, les grandes entreprises, dont la mesure précise de l'évolution est toujours difficile du fait de la forte hétérogénéité de leur comportement à l'intérieur de chaque secteur, enregistreraient une baisse importante dans les industries des biens d'équipement professionnels (trois jours depuis 1992, six jours et demi depuis 1988), les services marchands (neuf jours depuis 1992, dix-sept jours depuis 1988) et les industries agro-alimentaires (de l'ordre de six jours depuis 1992, et neuf jours depuis 1988). Dans ce dernier secteur, directement touché par la mise en place en juillet 1993 de la loi de décembre 1992, la diminution importante signalée ci-dessus, tant des délais clients que des délais fournisseurs, paraît avoir été très profitable aux grandes entreprises et celles-ci auraient atteint, en 1993, un solde du crédit interentreprises inférieur à celui des très petites entreprises et des PME.

Références bibliographiques

Conseil national du crédit (1993) : Rapport de l'Observatoire des délais de paiement, juin.

Kremp (Élisabeth) et Boissonade (Dominique), 1994a : « Caractéristiques des délais de paiement de 1988 à 1992 », *Collection Entreprises*, Observatoire des entreprises, B 94-04, Banque de France, 66 p., janvier.

Kremp (Élisabeth) et Boissonade (Dominique), 1994b : « Le crédit interentreprises reste une charge pour les PME malgré la diminution des délais de paiement », *Économie et Statistique*, n° 271-272, p. 115-128.

Description des données

Les données utilisées pour cette étude proviennent du fichier Fiben de la Banque de France. La base constituée à partir de ce fichier comprend les bilans disponibles sur la période 1988-1993. Est appelé bilan de l'année n tout bilan dont la durée de l'exercice est de douze mois et dont la date de clôture de l'exercice se situe parmi les douze mois de cette année n.

NOMBRE DE BILANS DU FICHIER D'ÉTUDE PAR ANNÉE						
	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Nombre de bilans.....	99 903	107 755	115 396	121 357	127 242	80 331
Source et réalisation :	Banque de France Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24					
	Mise à jour le 6 juin 1994					

Les résultats sur la période 1988-1991 sont identiques à ceux déjà publiés (cf. Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade, 1994a). Pour l'année 1992, plus de 14 000 bilans supplémentaires étaient disponibles en juin 1994 par rapport à novembre 1993¹. C'est pourquoi l'ensemble des résultats pour l'année 1992 sont à nouveau donnés ici. Ceux de 1988 sont fournis pour permettre une vision sur une plus longue période. La construction du fichier d'étude est expliquée en détail dans Élisabeth Kremp et Dominique Boissonade (1994a).

L'estimation des points 1993

Lors des premiers travaux pour l'Observatoire des délais de paiement en juin 1993, deux méthodes différentes avaient été employées pour estimer les délais de paiement en 1992. Elles donnaient des résultats très proches. C'est pourquoi une seule méthode a été utilisée ici. Elle consiste à calculer, pour chaque secteur, les délais en 1993 pour les entreprises déjà disponibles en stratifiant selon les deux critères : date de clôture de l'exercice et taille, et à repondérer ces données par secteur en utilisant la structure moyenne de l'échantillon selon ces deux critères sur la période 1988-1992. Cette méthode n'impose pas comme hypothèse que les délais pour un secteur donné évoluent de la même façon, quelle que soit la taille des entreprises.

¹ Ceci représente une augmentation d'environ 13 % de l'ensemble des bilans. Cette augmentation est plus forte dans les services, conduisant à un accroissement de près de 20 % du nombre de bilans de l'ensemble du secteur des services et de 26 % pour les entreprises de ce secteur de moins de 20 salariés. La révision des délais de paiement entre novembre 1993 et juin 1994 a été dans l'ensemble négligeable. Elle est cependant importante pour le niveau des délais fournisseurs du secteur des services (estimation de juin 1993 à partir de 9 840 entreprises : 62 jours ; chiffre de novembre 1993 à partir de 21 060 entreprises : 64,4 jours ; chiffre de juin 1994 à partir de 25 264 entreprises : 65,6 jours).

LISTE DES ANNEXES

Graphiques

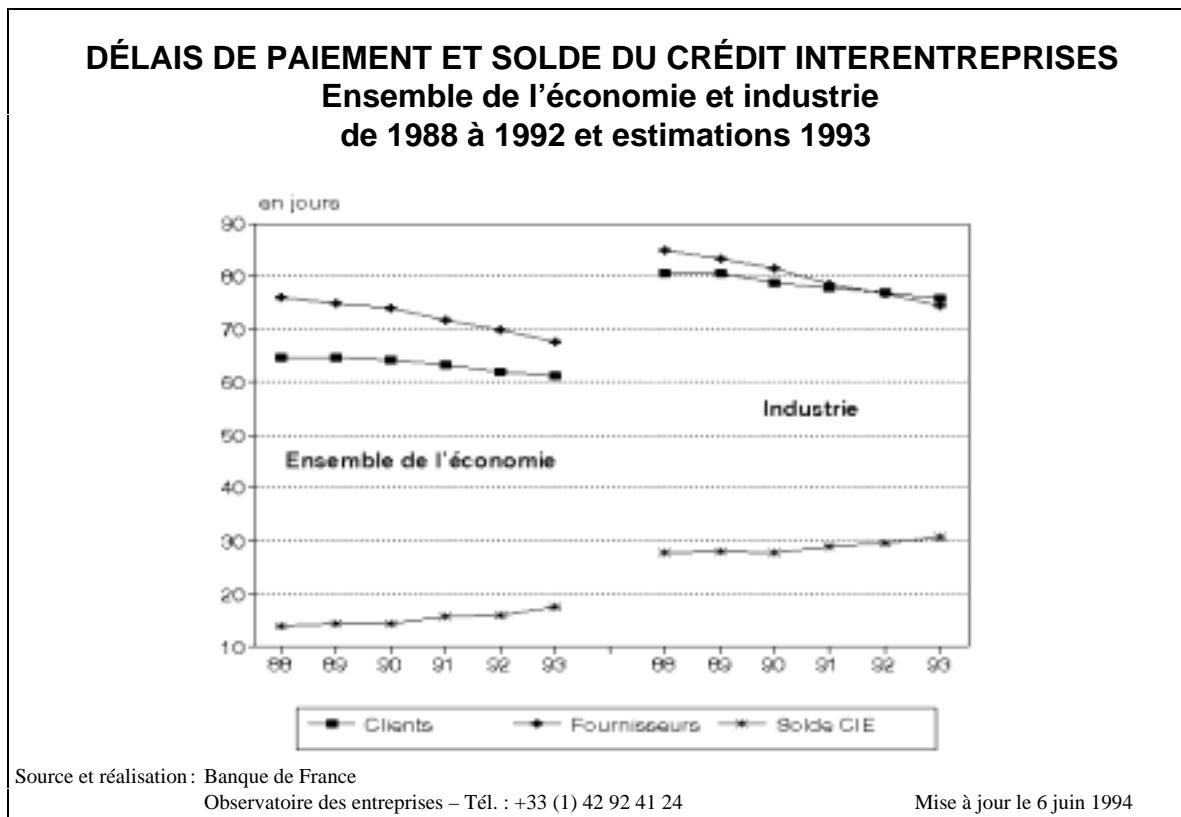
- Graphique 1 Délais de paiement et solde du crédit interentreprises
Ensemble de l'économie et industrie, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 2 Disparités intersectorielles des délais de paiement et
du solde du crédit interentreprises en 1988 et 1993
- Graphique 3.1 Délais clients
Par secteur, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 3.2 Délais clients
Secteurs du commerce, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 4.1 Délais fournisseurs
Par secteur, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 4.2 Délais fournisseurs
Secteurs du commerce, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 5.1 Solde du crédit interentreprises, de 1988 à 1992 et estimations 1993
Par secteur, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 5.2 Solde du crédit interentreprises
Secteurs du commerce, de 1988 à 1992 et estimations 1993
- Graphique 6.1 Solde du crédit interentreprises
Par secteur et par taille, 1988, 1992 et estimations 1993
- Graphique 6.2 Solde du crédit interentreprises
Secteurs du commerce par taille, 1988, 1992 et estimations 1993

Tableaux¹

- Tableau 1 Délais clients, délais fournisseurs et solde commercial
Pour l'ensemble de l'économie
- Tableau 2 Délais clients et fournisseurs pour l'industrie
Toutes tailles et par taille
- Tableau 3 Solde commercial pour l'industrie
Toutes tailles et par taille
- Tableau 4 Délais clients et délais fournisseurs par secteur en NAP 15
- Tableau 5 Solde commercial par secteur en NAP 15
- Tableau 6 Délais clients et délais fournisseurs par secteur en NAP 40
- Tableau 7 Solde commercial par secteur en NAP 40

¹ Les données dans chaque tableau correspondent aux années 1988, 1992 et à une estimation pour 1993.
Dans tous les tableaux, le nombre d'entreprises intervenant dans le calcul des délais clients, des délais fournisseurs et du solde commercial est le même. Pour alléger la lecture des tableaux, ce chiffre n'est donné que pour les délais clients.

Graphique 1

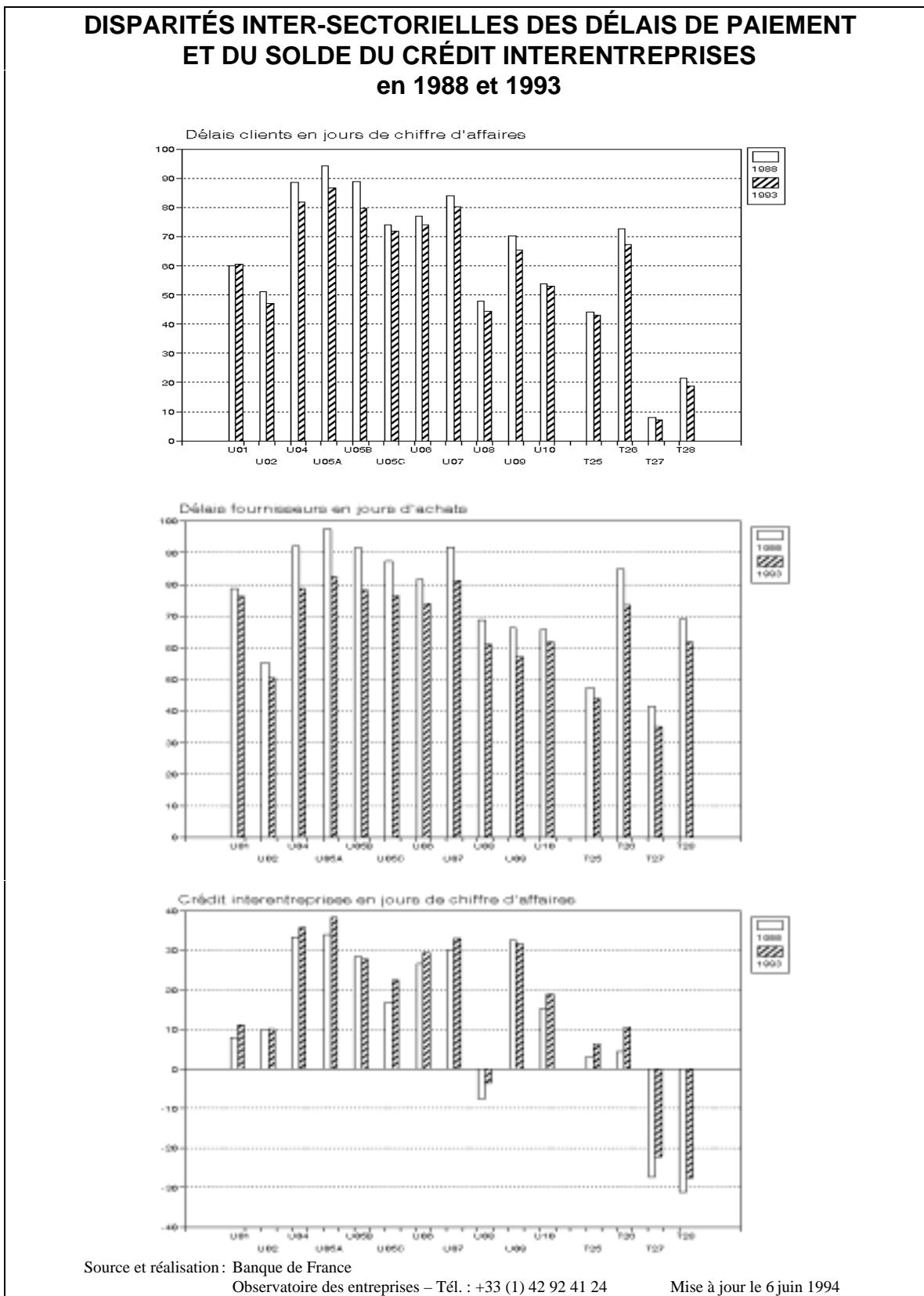


Lecture du Graphique 2***Liste des secteurs***

- U01 Agriculture – Sylviculture – Pêche
- U02 Industries agricoles et alimentaires
- U04 Industries des biens intermédiaires
- U05A Industries des biens d'équipement professionnels
- U05B Industries des biens d'équipement ménager
- U05C Construction automobile, autres matériels de transport
- U06 Industries des biens de consommation courante
- U07 Industries de mise en œuvre du bâtiment
- U08 Commerce
- U09 Transports – Télécommunications
- U10 Services marchands

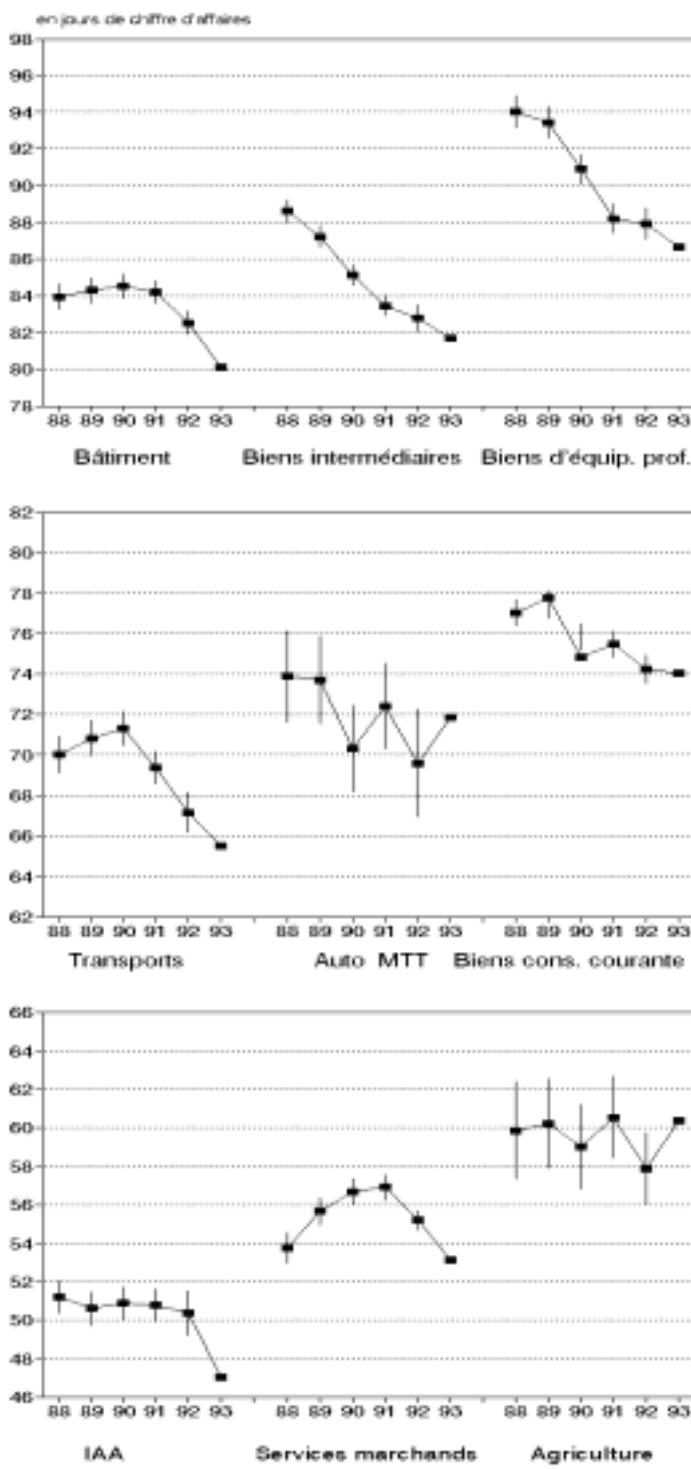
- T25 Commerce de gros alimentaire
- T26 Commerce de gros non alimentaire
- T27 Commerce de détail alimentaire
- T28 Commerce de détail non alimentaire

Graphique 2



Graphique 3.1

DÉLAIS CLIENTS PAR SECTEUR 1988 à 1992 et estimations 1993

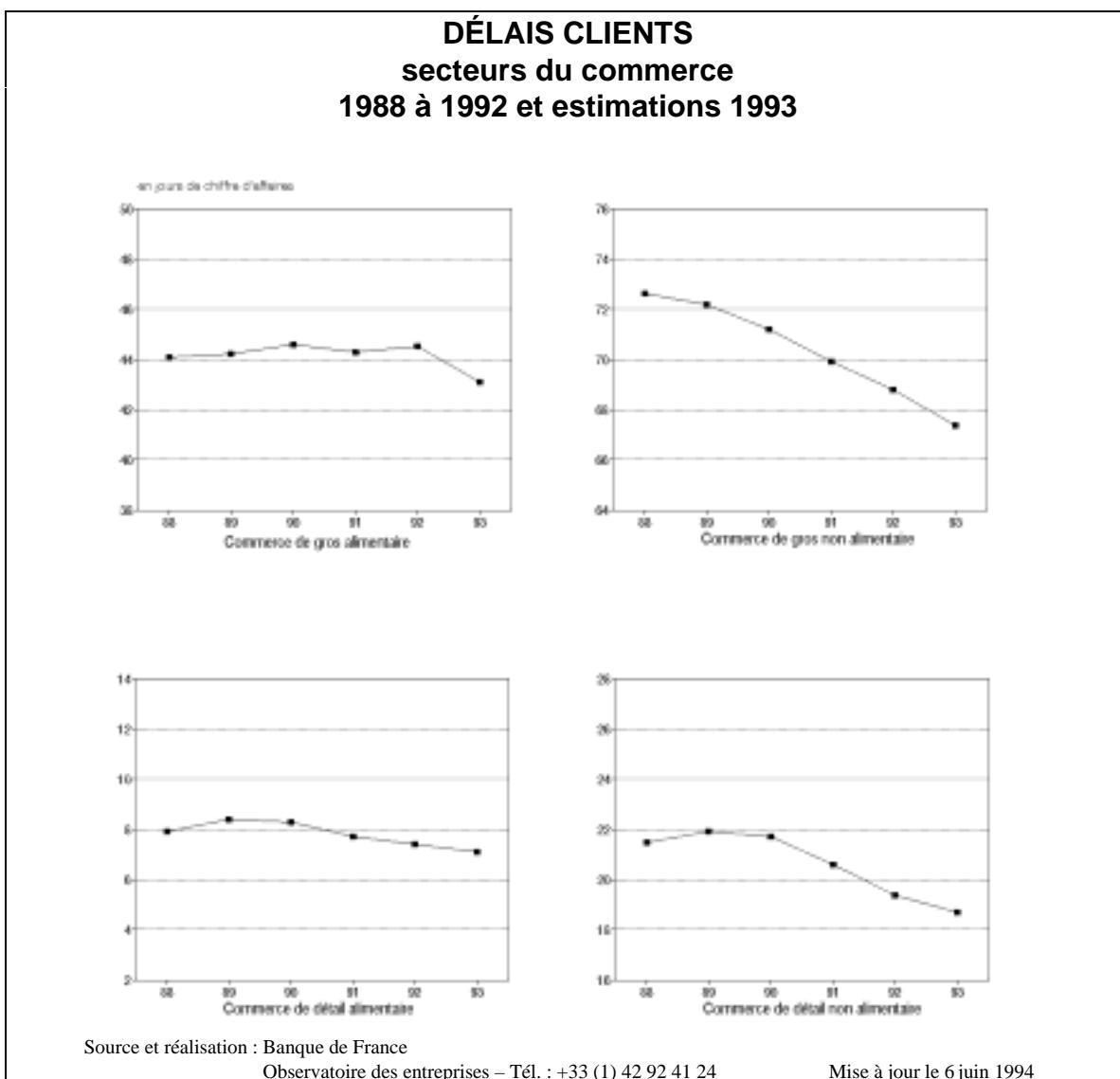


Source et réalisation : Banque de France

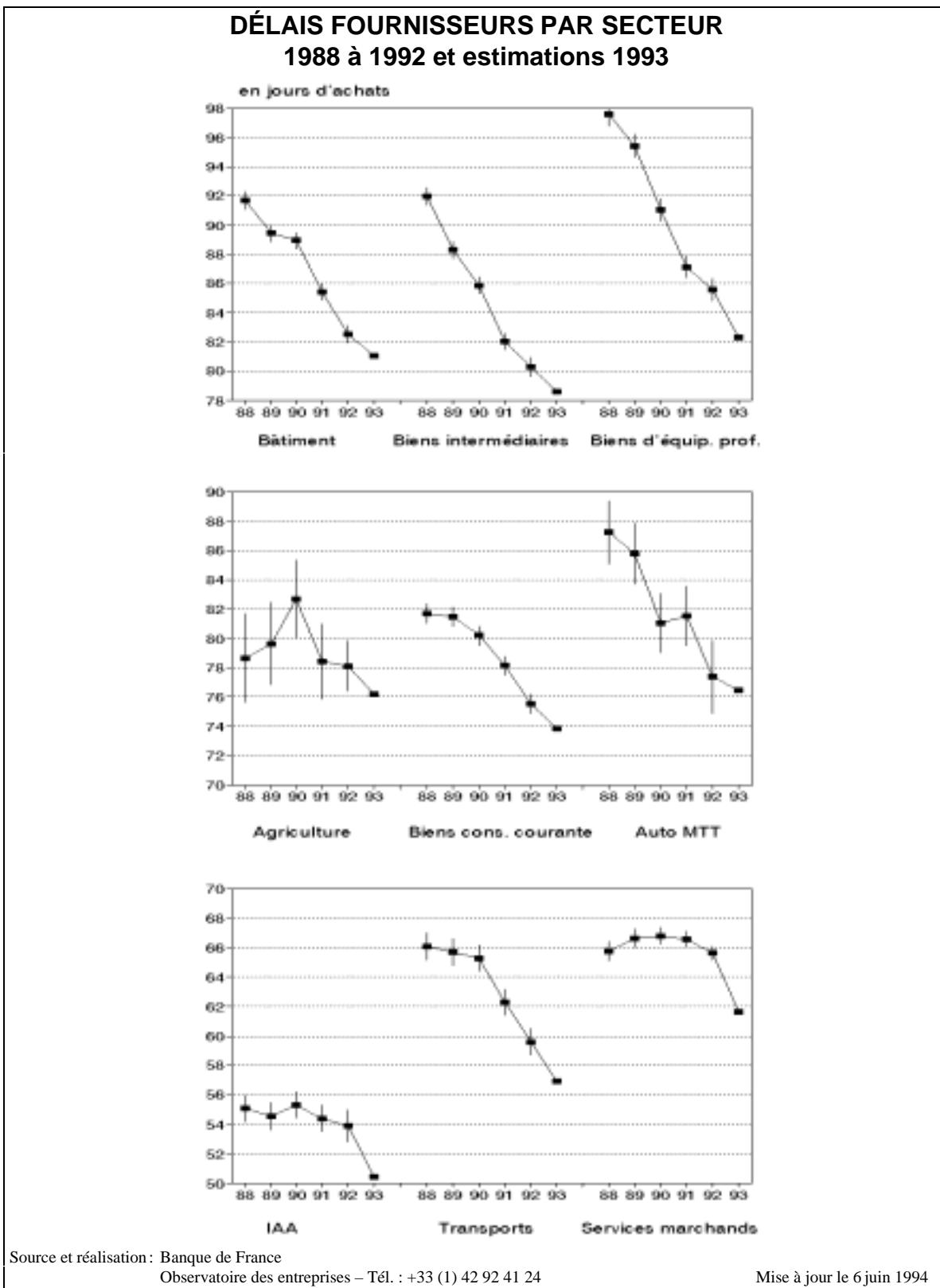
Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

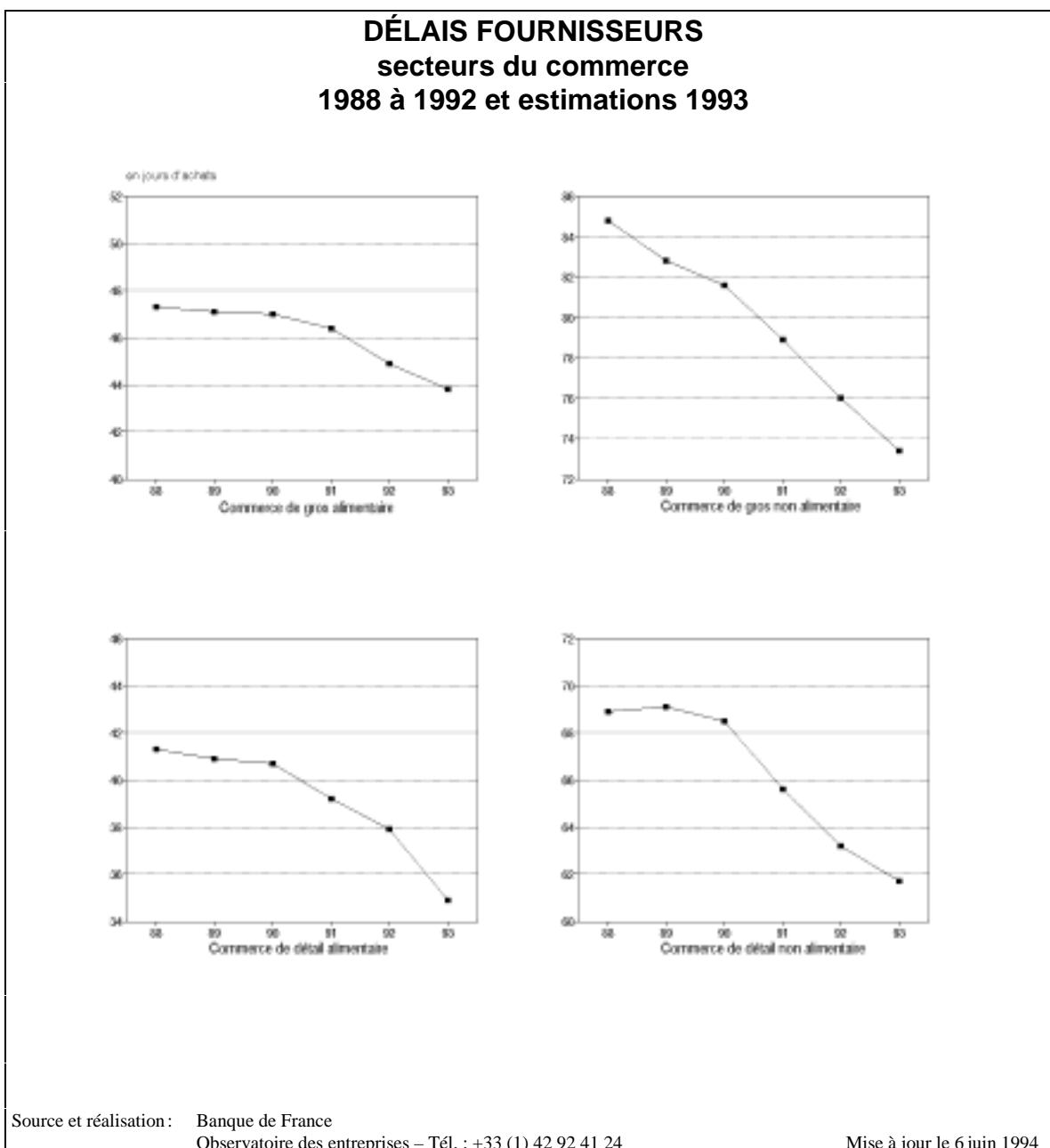
Graphique 3.2



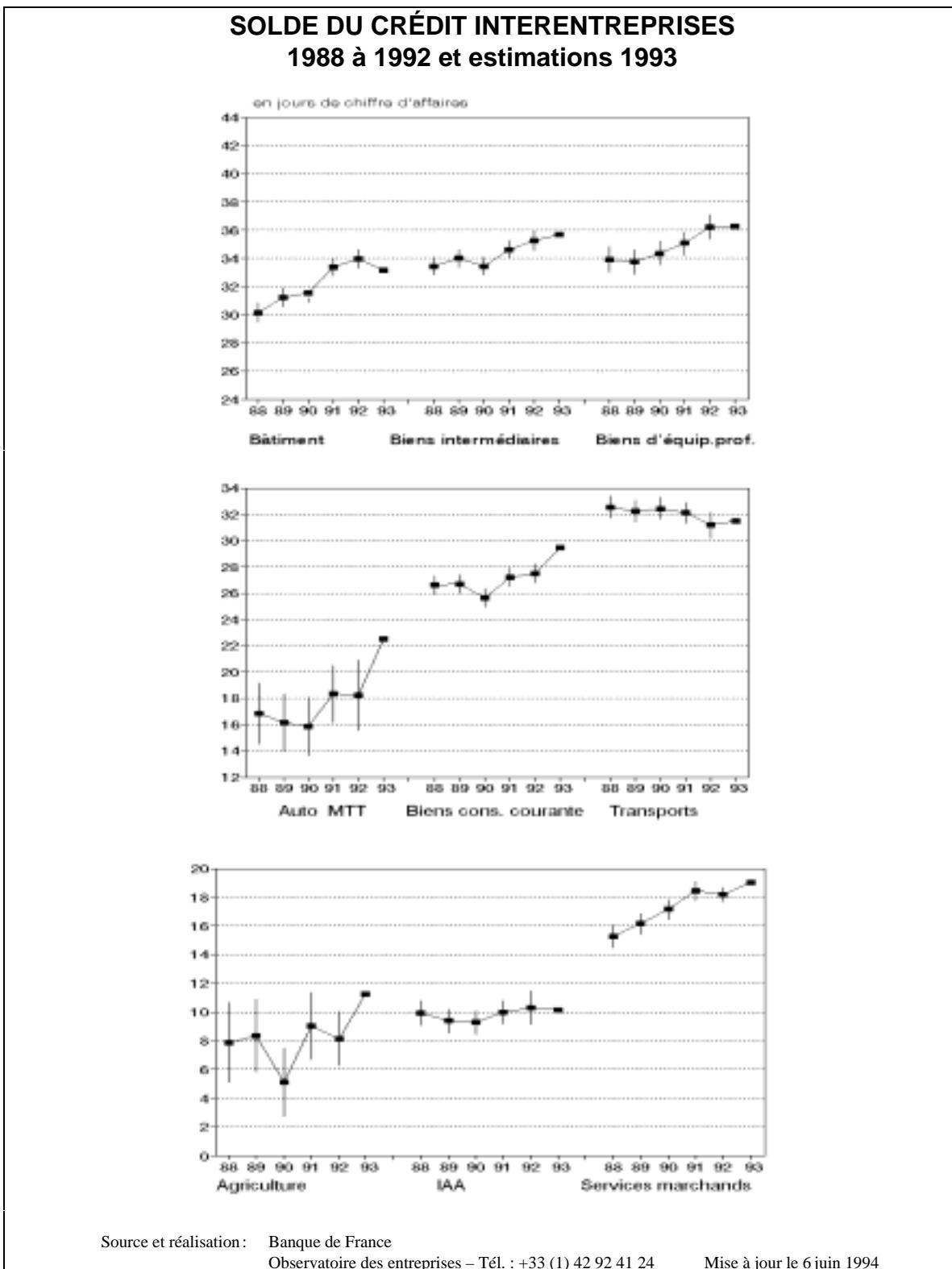
Graphique 4.1



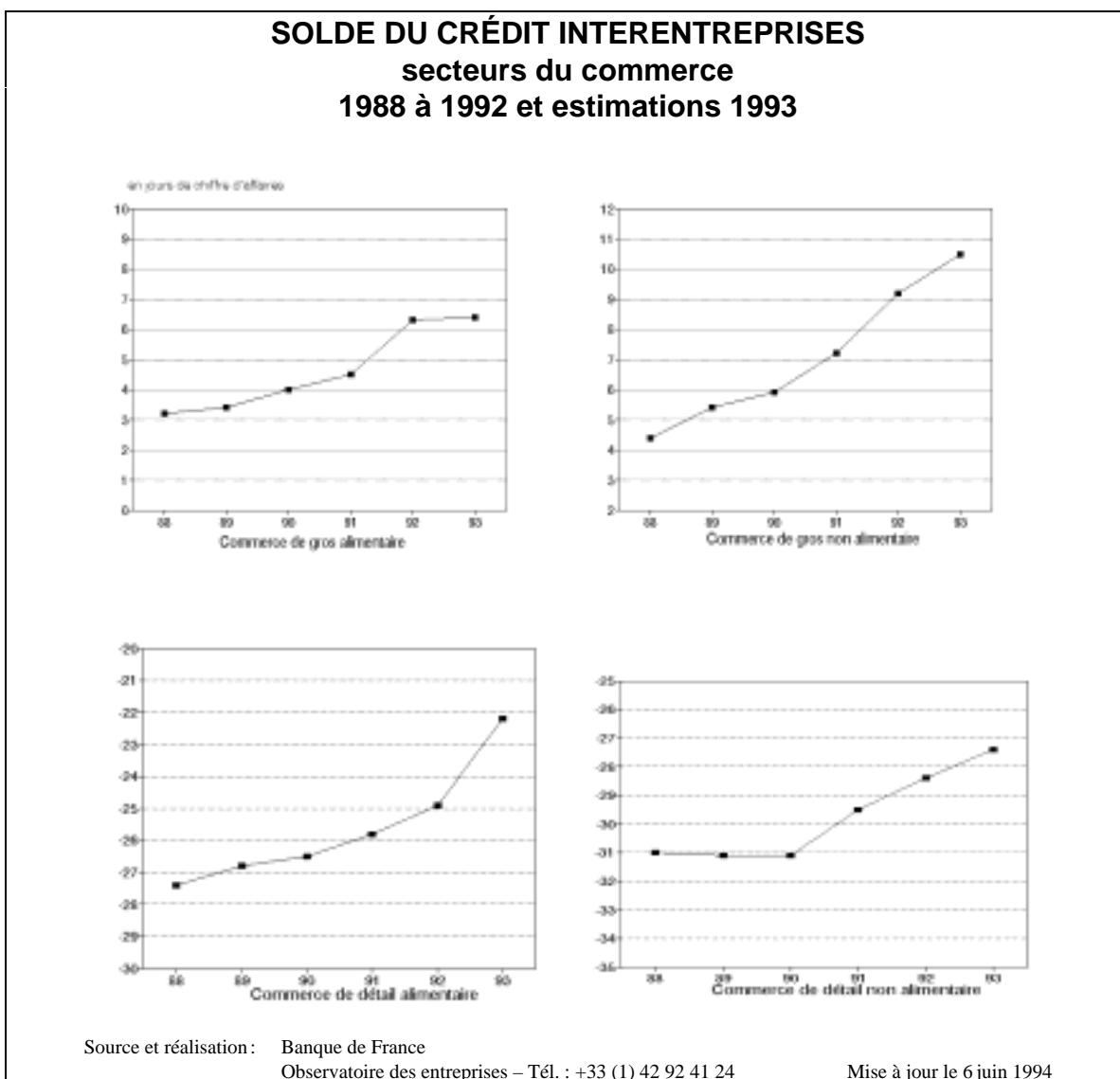
Graphique 4.2



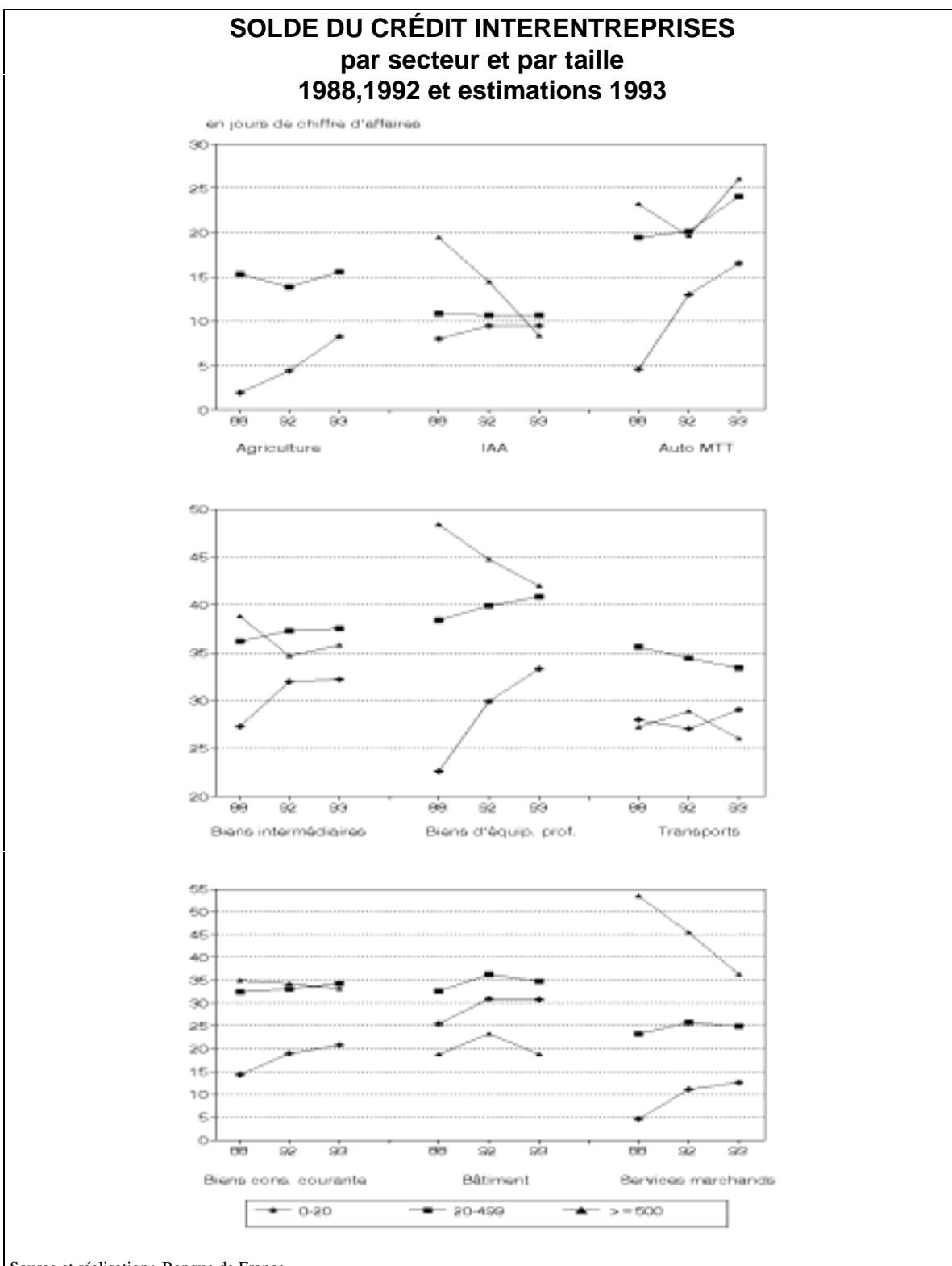
Graphique 5.1



Graphique 5.2



Graphique 6.1



Source et réalisation: Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Graphique 6.2

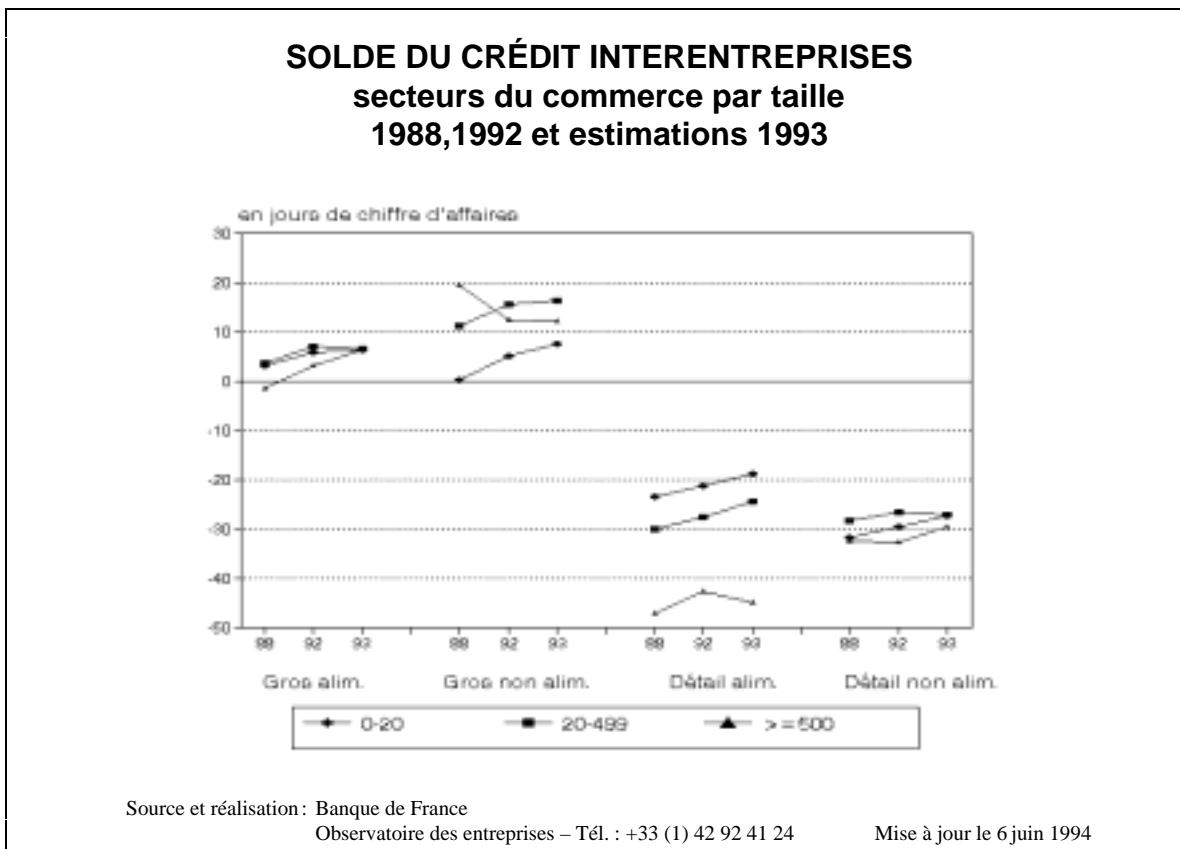


Tableau 1

**DÉLAIS CLIENTS, DÉLAIS FOURNISSEURS ET SOLDE COMMERCIAL
POUR L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE
1988, 1992 et estimations 1993**

Année	Nature des données	Délais clients	Délais fournisseurs	Solde commercial
1988	Nombre.....	99 903		
	Moyenne.....	64,6	75,9	13,9
	Écart type.....	0,1	0,1	0,1
	Ratio moyen.....	64,7	69,5	13,8
	Médiane.....	63,3	73,3	12,1
1992	Nombre.....	127 242		
	Moyenne.....	61,8	69,9	16,0
	Écart type.....	0,1	0,1	0,1
	Ratio moyen.....	60,1	64,5	12,6
	Médiane.....	60,3	66,1	14,0
1993	Nombre.....	80 331		
	Moyenne estimée.....	61,2	67,6	17,6

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Tableau 2

DÉLAIS CLIENTS ET FOURNISSEURS POUR L'INDUSTRIE
1988, 1992 et estimations 1993
toutes tailles et par taille

Année	Nature des données	Délais clients					Délais fournisseurs					
		Toutes tailles	< 20	20-499	≥ 500	500-1999	≥ 2000	Toutes tailles	< 20	20-499	≥ 500	500-1999
1988	Nombre	32 201	10 320	20 968	913	752	161					
	Moyenne	80,6	75,1	83,2	84,9	84,8	85,4	84,8	83,9	85,5	77,5	77,0
	Écart type	0,2	0,4	0,2	1,1	1,2	2,5	0,2	0,4	0,2	0,9	1,0
	Ratio moyen	77,2	72,4	80,2	75,3	80,0	72,4	74,4	76,2	75,3	73,4	69,2
	Médiane	80,6	73,5	83,3	84,8	84,3	87,1	83,3	81,8	84,2	76,3	76,4
1992	Nombre	37 294	14 187	22 184	923	788	135					
	Moyenne	77,0	73,6	79,1	78,9	78,5	81,1	76,7	76,6	77,0	71,3	70,6
	Écart type	0,2	0,3	0,2	1,1	1,1	3,3	0,2	0,3	0,2	0,9	0,9
	Ratio moyen	72,5	70,8	76,1	69,8	72,9	67,4	69,3	71,1	68,8	69,5	64,4
	Médiane	76,3	71,8	78,8	77,7	78,0	75,3	74,1	73,2	74,7	68,8	68,4
1993	Nombre	23 873	9 560	13 854	459							
	Moyenne estimée	75,8	72,3	77,7	76,5			74,3	73,6	74,9	70,7	

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Tableau 3

SOLDE COMMERCIAL POUR L' INDUSTRIE
1988, 1992 et estimations 1993
toutes tailles et par taille

Année	Nature des données	Toutes tailles	< 20	20-499	≥ 500	500-1999	≥ 2000
1988	Nombre	32 201	10 320	20 968	913	752	161
	Moyenne.....	27,8	18,6	32,0	35,8	35,9	35,3
	Écart type	0,2	0,4	0,2	1,0	1,1	2,5
	Ratio moyen.....	26,1	14,5	27,1	26,1	31,8	22,7
	Médiane	27,8	18,0	31,6	35,5	35,5	35,3
1992	Nombre	37 294	14 187	22 184	923	788	135
	Moyenne.....	29,6	24,0	33,0	32,8	32,8	32,5
	Écart type	0,2	0,3	0,2	1,0	1,1	3,0
	Ratio moyen.....	23,6	19,6	27,5	20,9	26,9	16,2
	Médiane	29,5	23,4	32,9	31,6	31,8	29,6
1993	Nombre	23 873	9 560	13 854	459		
	Moyenne estimée.....	30,7	25,3	33,7	32,3		

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Tableau 4

DÉLAIS CLIENTS ET DÉLAIS FOURNISSEURS
par secteur en NAP 15
1988, 1992 et estimations 1993

	Secteurs	Nature des données	Délais clients			Délais fournisseurs		
			1988	1992	1993	1988	1992	1993
U01	Agriculture sylviculture pêche	Nombre.....	1 176	1 724	1 222			
		Moyenne.....	59,9	57,9	60,3	78,7	78,1	76,2
		Écart type.....	1,3	1,0		1,5	1,3	
		Ratio moyen.....	57,4	57,8		64,9	63,4	
		Médiane.....	54,1	50,9		70,0	66,2	
U02	Industries agricoles et alimentaires	Nombre.....	4 272	4 492	3 154			
		Moyenne.....	51,2	50,3	47,0	55,1	53,9	50,4
		Écart type.....	0,4	0,4		0,5	0,5	
		Ratio moyen.....	52,9	50,1		50,5	50,5	
		Médiane.....	46,8	45,9		49,2	47,7	
U04	Industries des biens intermédiaires	Nombre.....	9 955	11 768	7 422			
		Moyenne.....	88,6	82,8	81,7	92,0	80,3	78,6
		Écart type.....	0,3	0,3		0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	84,9	76,9		76,4	68,3	
		Médiane.....	88,9	82,9		89,8	77,5	
U05A	Industries des biens d'équipement professionnel	Nombre.....	6 582	8 197	5 088			
		Moyenne.....	94,0	87,9	86,7	97,6	85,6	82,3
		Écart type.....	0,5	0,4		0,4	0,4	
		Ratio moyen.....	105,1	100,2		95,6	89,8	
		Médiane.....	93,4	86,1		95,4	82,6	
U05B	Industries des biens d'équipement ménager	Nombre.....	151	172	89			
		Moyenne.....	88,7	84,9	79,6	91,6	80,7	78,0
		Écart type.....	3,3	3,4		2,9	2,6	
		Ratio moyen.....	80,3	71,1		75,3	71,2	
		Médiane.....	89,1	82,1		88,6	77,3	
U05C	Construction automobile, autre matériel de transport	Nombre.....	712	837	532			
		Moyenne.....	73,9	69,6	71,9	87,2	77,4	76,4
		Écart type.....	1,2	1,1		1,2	1,0	
		Ratio moyen.....	47,2	45,2		77,3	70,9	
		Médiane.....	74,0	68,5		85,5	75,9	
U06	Industries des biens de consommation courante	Nombre.....	10 529	11 828	7 588			
		Moyenne.....	77,0	74,2	74,0	81,7	75,5	73,8
		Écart type.....	0,3	0,3		0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	78,7	75,9		73,7	68,6	
		Médiane.....	76,8	73,2		79,1	72,6	
U07	Industries mise en œuvre bâtiment	Nombre.....	10 989	14 344	9 487			
		Moyenne.....	83,9	82,5	80,1	91,7	82,5	81,0
		Écart type.....	0,4	0,3		0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	89,3	85,1		104,4	93,2	
		Médiane.....	81,8	80,1		89,2	79,4	
U08	Commerce	Nombre.....	34 289	42 276	27 582			
		Moyenne.....	47,8	44,7	44,2	68,6	63,3	61,0
		Écart type.....	0,2	0,2		0,2	0,2	
		Ratio moyen.....	47,7	42,7		63,1	57,1	
		Médiane.....	42,2	39,0		65,4	58,7	
U09	Transports télécommu- nications	Nombre.....	4 886	6 340	3 958			
		Moyenne.....	70,0	67,1	65,5	66,1	59,6	56,9
		Écart type.....	0,5	0,4		0,5	0,4	
		Ratio moyen.....	55,9	55,8		73,3	69,5	
		Médiane.....	69,2	65,6		60,2	53,7	
U10	Services marchands	Nombre.....	16 362	25 264	14 209			
		Moyenne.....	53,7	55,2	53,1	65,8	65,6	61,6
		Écart type.....	0,4	0,3		0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	55,0	53,8		56,8	58,2	
		Médiane.....	41,5	43,4		56,5	56,1	

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Tableau 5

**SOLDE COMMERCIAL
par secteur en NAP 15
1988, 1992 et estimations 1993**

Secteurs		Nature des données	1988	1992	1993
U01	Agriculture sylviculture pêche	Nombre.....	1 176	1 724	1 222
		Moyenne.....	7,9	8,2	11,2
		Écart type.....	1,4	1,2	
		Ratio moyen.....	8,9	11,2	
		Médiane.....	5,8	5,4	
U02	Industries agricoles alimentaires	Nombre.....	4 272	4 492	3 154
		Moyenne.....	9,9	10,3	10,1
		Écart type.....	0,4	0,4	
		Ratio moyen.....	13,2	10,4	
		Médiane.....	9,3	9,2	
U04	Industries des biens intermédiaires	Nombre.....	9 955	11 768	7 422
		Moyenne.....	33,5	35,3	35,7
		Écart type.....	0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	33,8	31,2	
		Médiane.....	33,9	36,2	
U05A	Industries des biens d'équipement professionnel	Nombre.....	6 582	8 197	5 088
		Moyenne.....	33,9	36,2	38,3
		Écart type.....	0,5	0,4	
		Ratio moyen.....	45,6	42,8	
		Médiane.....	34,1	36,4	
U05B	Industries des biens d'équipement ménager	Nombre.....	151	172	89
		Moyenne.....	28,4	28,9	27,7
		Écart type.....	3,3	3,5	
		Ratio moyen.....	26,2	17,3	
		Médiane.....	30,5	23,6	
U05C	Construction automobile, autre matériel de transport	Nombre.....	712	837	532
		Moyenne.....	16,8	18,2	22,5
		Écart type.....	1,2	1,1	
		Ratio moyen.....	-8,6	-11,1	
		Médiane.....	16,9	19,5	
U06	Industries des biens de consommation courante	Nombre.....	10 529	11 828	7 588
		Moyenne.....	26,6	27,5	29,4
		Écart type.....	0,4	0,3	
		Ratio moyen.....	29,4	28,9	
		Médiane.....	27,8	28,1	
U07	Industries mise en œuvre bâtiment	Nombre.....	10 989	14 344	9 487
		Moyenne.....	30,2	34,0	33,1
		Écart type.....	0,4	0,3	
		Ratio moyen.....	23,3	26,5	
		Médiane.....	30,1	33,3	
U08	Commerce	Nombre.....	34 289	42 276	27 582
		Moyenne.....	-7,5	-5,5	-3,5
		Écart type.....	0,2	0,2	
		Ratio moyen.....	-7,0	-6,0	
		Médiane.....	-7,1	-6,1	
U09	Transports télécommunications	Nombre.....	4 886	6 340	3 958
		Moyenne.....	32,5	31,2	31,5
		Écart type.....	0,4	0,4	
		Ratio moyen.....	15,6	14,8	
		Médiane.....	33,2	31,5	
U10	Services marchands	Nombre.....	16 362	25 264	14 209
		Moyenne.....	15,3	18,2	19,0
		Écart type.....	0,4	0,3	

Ratio moyen.....	16,9	14,6	
Médiane.....	4,0	7,6	

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Tableau 6

DÉLAIS CLIENTS ET DÉLAIS FOURNISSEURS
par secteur en NAP 40
1988, 1992 et estimations 1993

	Secteurs	Nature des données	Délais clients			Délais fournisseurs		
			1988	1992	1993	1988	1992	1993
T02	Industries de la viande et du lait	Nombre	1 674	1 666	1 169			
		Moyenne.....	45,1	45,1	40,9	47,7	47,7	43,8
		Écart type.....	0,5	0,5		0,6	0,6	
		Ratio moyen.....	46,5	42,7		41,1	42,3	
		Médiane	42,6	42,3		43,7	42,7	
T03	Autres industries agricoles et alimentaires	Nombre	2 598	2 826	1 895			
		Moyenne.....	55,1	53,4	51,0	59,8	57,5	54,8
		Écart type.....	0,6	0,6		0,7	0,6	
		Ratio moyen.....	58,0	55,8		59,9	58,2	
		Médiane	52,1	50,4		54,6	51,8	
T07	Production minéraux, métaux ferreux	Nombre	205	232	121			
		Moyenne.....	95,7	77,3	82,2	96,9	75,6	78,8
		Écart type.....	1,8	1,5		2,2	1,7	
		Ratio moyen.....	98,2	77,3		79,6	65,0	
		Médiane	98,4	78,6		94,0	72,5	
T08	Production minéraux, métaux, demi-produits non ferreux	Nombre	154	159	83			
		Moyenne.....	79,4	71,2	72,9	69,2	60,1	61,4
		Écart type.....	2,5	2,5		2,7	2,5	
		Ratio moyen.....	68,8	56,9		55,4	48,5	
		Médiane	79,3	74,1		61,9	56,9	
T09-	Production matériaux construction minéraux divers	Nombre	1 897	1 992	1 218			
		Moyenne.....	81,4	77,2	76,9	88,1	79,6	80,1
		Écart type.....	0,7	0,7		0,7	0,7	
		Ratio moyen.....	82,9	78,3		82,2	74,5	
		Médiane	81,0	77,1		84,6	75,5	
T10	Industrie du verre	Nombre	223	262	178			
		Moyenne.....	84,0	77,0	76,9	83,7	75,4	71,4
		Écart type.....	1,8	1,9		2,1	1,7	
		Ratio moyen.....	77,2	71,6		72,0	69,1	
		Médiane	83,5	78,3		79,1	72,8	
T11	Chimie de base, production fils artificiels	Nombre	449	475	278			
		Moyenne.....	77,6	72,2	75,2	74,3	68,5	71,6
		Écart type.....	1,5	1,6		1,5	1,3	
		Ratio moyen	70,5	63,0		59,8	53,1	
		Médiane	75,0	68,1		68,9	64,9	
T12	Parachimie, industrie pharmaceutique	Nombre	949	1 045	569			
		Moyenne.....	82,4	79,0	77,5	79,0	74,5	71,3
		Écart type.....	1,0	1,0		0,9	0,9	
		Ratio moyen.....	78,9	73,9		71,4	67,7	
		Médiane	82,7	79,1		76,0	70,4	
T13	Fonderie, travail des métaux	Nombre	4 748	5 871	3 700			
		Moyenne.....	93,3	86,5	85,0	97,4	82,3	80,5
		Écart type.....	0,5	0,4		0,5	0,4	
		Ratio moyen.....	94,5	85,9		94,3	80,5	
		Médiane	94,2	86,6		95,6	79,6	
T14	Construction mécanique	Nombre	4 264	5 216	3 311			
		Moyenne.....	90,8	85,0	83,6	96,3	83,0	79,6
		Écart type.....	0,5	0,5		0,5	0,5	
		Ratio moyen.....	99,8	85,9		96,3	81,0	
		Médiane	90,3	82,8		94,2	79,7	
T15A	Construction	Nombre	2 114	2 721	1 626			

matériel électrique et électronique	Moyenne.....	100,1	93,0	91,5	100,1	90,1	86,7
	Écart type.....	0,8	0,7		0,8	0,7	
	Ratio moyen.....	99,7	99,0		87,8	86,9	
	Médiane.....	99,3	91,9		97,8	87,2	

Tableau 6 (suite)

DÉLAIS CLIENTS ET DÉLAIS FOURNISSEURS
par secteur en NAP 40
1988, 1992 et estimations 1993

Secteurs	Nature des données	Délais clients			Délais fournisseurs		
		1988	1992	1993	1988	1992	1993
T17	Nombre.....	204	260	151			
	Moyenne.....	98,6	93,4	100,3	99,4	89,5	91,2
	Écart type.....	3,3	2,8		2,7	2,4	
	Ratio moyen.....	140,7	134,4		122,0	116,6	
	Médiane.....	100,2	96,0		97,2	84,3	
T18	Nombre.....	3 397	3 465	2 224			
	Moyenne.....	70,5	68,7	70,0	73,7	67,9	66,7
	Écart type.....	0,6	0,6		0,6	0,6	
	Ratio moyen.....	75,4	75,6		69,2	64,8	
	Médiane.....	68,8	65,6		70,6	65,2	
T19	Nombre.....	659	644	417			
	Moyenne.....	74,1	73,1	75,3	73,4	69,4	70,6
	Écart type.....	1,4	1,3		1,3	1,2	
	Ratio moyen.....	70,0	72,9		67,0	58,4	
	Médiane.....	73,1	73,2		71,4	67,9	
T20	Nombre.....	3 274	3 792	2 561			
	Moyenne.....	74,9	70,3	70,4	86,6	79,2	78,7
	Écart type.....	0,6	0,6		0,6	0,6	
	Ratio moyen.....	82,2	78,3		78,9	71,0	
	Médiane.....	75,2	70,2		84,0	75,5	
T21	Nombre.....	765	863	556			
	Moyenne.....	86,6	81,8	81,0	89,4	79,7	78,2
	Écart type.....	1,0	0,9		1,1	0,9	
	Ratio moyen.....	86,7	79,8		77,5	68,9	
	Médiane.....	88,2	83,1		88,0	78,0	
T22	Nombre.....	2 250	2 882	1 817			
	Moyenne.....	88,5	84,6	82,6	90,2	81,6	78,3
	Écart type.....	0,7	0,6		0,7	0,6	
	Ratio moyen.....	82,1	78,5		82,0	76,0	
	Médiane.....	87,4	82,8		88,4	78,4	
T23	Nombre.....	1 514	1 914	1 288			
	Moyenne.....	88,1	82,6	80,4	89,0	80,7	76,6
	Écart type.....	0,7	0,7		0,8	0,7	
	Ratio moyen.....	92,4	86,0		85,5	78,0	
	Médiane.....	88,3	83,3		87,1	78,3	
T25	Nombre.....	7 323	7 775	5 310			
	Moyenne.....	44,1	44,8	43,1	47,3	45,6	43,8
	Écart type.....	0,3	0,3		0,4	0,4	
	Ratio moyen.....	44,1	45,8		45,2	43,5	
	Médiane.....	39,0	39,8		40,8	38,8	
T26	Nombre.....	15 361	18 761	11 395			
	Moyenne.....	72,6	68,8	67,4	84,8	76,7	73,4
	Écart type.....	0,3	0,3		0,3	0,3	
	Ratio moyen.....	73,5	64,7		75,8	66,1	
	Médiane.....	70,0	66,4		83,2	74,2	
T27	Nombre.....	3 507	4 668	2 917			
	Moyenne.....	7,9	7,4	7,1	41,3	37,7	34,9
	Écart type.....	0,3	0,2		0,4	0,3	
	Ratio moyen.....	6,0	5,1		54,9	49,5	
	Médiane.....	1,2	1,2		36,7	32,9	

Tableau 6 (fin)

DÉLAIS CLIENTS ET DÉLAIS FOURNISSEURS
par secteur en NAP 40
1988, 1992 et estimations 1993

	Secteurs	Nature des données	Délais clients			Délais fournisseurs		
			1988	1992	1993	1988	1992	1993
T28	Commerce de détail non alimentaire	Nombre	8 098	11 072	7 960			
		Moyenne	21,5	19,4	18,7	68,9	63,8	61,7
		Écart type	0,3	0,3		0,4	0,3	
		Ratio moyen	21,9	18,3		67,2	62,4	
		Médiane	11,1	10,1		65,5	58,4	
T29	Réparation, commerce automobile	Nombre	5 124	6 468	3 842			
		Moyenne	24,7	24,2	24,5	46,1	45,6	45,7
		Écart type	0,3	0,3		0,4	0,3	
		Ratio moyen	24,1	24,3		39,4	42,7	
		Médiane	15,6	14,7		41,3	40,8	
T30	Hôtels, cafés restaurants	Nombre	1 511	2 669	1 467			
		Moyenne	13,4	13,3	13,2	58,2	59,1	52,9
		Écart type	0,5	0,4		0,9	0,7	
		Ratio moyen	26,1	25,2		59,6	58,6	
		Médiane	6,6	6,3		52,2	51,0	
T31	Transports	Nombre	4 854	6 276	3 923			
		Moyenne	69,9	66,9	65,3	65,9	59,3	56,7
		Écart type	0,5	0,4		0,5	0,4	
		Ratio moyen	55,7	54,8		73,2	68,3	
		Médiane	69,2	65,5		60,1	53,4	
T33	Services marchands rendus principalement aux entreprises	Nombre	7 293	12 668	6 971			
		Moyenne	81,5	80,0	78,3	78,4	75,7	71,7
		Écart type	0,6	0,5		0,6	0,4	
		Ratio moyen	84,5	76,1		78,3	70,9	
		Médiane	77,6	75,4		71,9	67,2	
T34	Services marchands rendus principalement aux particuliers	Nombre	2 434	3 459	1 929			
		Moyenne	56,6	54,6	51,1	74,1	71,1	64,4
		Écart type	0,8	0,7		0,8	0,7	
		Ratio moyen	76,1	60,0		80,8	77,5	
		Médiane	53,1	49,1		67,3	63,8	
		Médiane	53,1	49,1		67,3	63,8	

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

Tableau 7

**SOLDE COMMERCIAL
par secteur en NAP 40**
1988, 1992 et estimations 1993

Secteurs		Nature des données	1988	1992	1993
T02	Industries de la viande et du lait	Nombre.....	1 674	1 666	1 169
		Moyenne.....	7,4	7,1	6,4
		Écart type.....	0,5	0,5	
		Ratio moyen.....	10,3	5,3	
		Médiane.....	7,2	6,9	
T03	Autres Industries agricoles et alimentaires	Nombre.....	2 598	2 826	1 985
		Moyenne.....	11,5	12,2	12,5
		Écart type.....	0,6	0,6	
		Ratio moyen.....	15,6	14,2	
		Médiane.....	11,3	11,5	
T07	Production minéraux, métaux ferreux	Nombre.....	205	232	121
		Moyenne.....	25,5	27,0	28,9
		Écart type.....	2,3	1,7	
		Ratio moyen.....	43,8	30,8	
		Médiane.....	27,8	28,6	
T08	Production minéraux, métaux, demi-produits non ferreux	Nombre.....	154	159	83
		Moyenne.....	30,8	29,1	32,2
		Écart type.....	2,6	2,8	
		Ratio moyen.....	25,3	19,1	
		Médiane.....	30,2	34,2	
T09	Production matériaux de construction minéraux divers	Nombre.....	1 897	1 992	1 218
		Moyenne.....	27,1	27,9	27,5
		Écart type	0,7	0,7	
		Ratio moyen	32,9	31,4	
		Médiane.....	27,2	28,2	
T10	Industrie du verre	Nombre.....	223	262	178
		Moyenne.....	33,0	32,8	36,4
		Écart type.....	2,0	1,9	
		Ratio moyen.....	36,2	30,6	
		Médiane.....	35,4	35,1	
T11	Chimie de base, production fils artificiels	Nombre.....	449	475	278
		Moyenne.....	24,3	23,3	25,7
		Écart type.....	1,7	1,6	
		Ratio moyen.....	27,5	24,0	
		Médiane.....	22,5	23,4	
T12	Parachimie, industries pharmaceutique	Nombre.....	949	1 045	569
		Moyenne.....	28,2	27,7	30,0
		Écart type.....	1,1	1,1	
		Ratio moyen.....	27,9	24,4	
		Médiane.....	31,8	29,1	
T13	Fonderie, travail des métaux	Nombre.....	4 748	5 871	3 700
		Moyenne.....	39,3	41,6	41,5
		Écart type.....	0,5	0,4	
		Ratio moyen.....	36,4	36,8	
		Médiane.....	40,4	42,5	
T14	Construction mécanique	Nombre.....	4 264	5 216	3 311
		Moyenne.....	31,1	34,7	36,5
		Écart type.....	0,6	0,5	
		Ratio moyen.....	37,5	33,2	
		Médiane.....	31,2	35,2	
T15A	Construction matériel	Nombre.....	2 114	2 721	1 626
		Moyenne.....	39,0	38,7	40,6

DOSSIERS

Estimation des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1993

électrique et électronique	Écart type.....	0,9	0,7
	Ratio moyen.....	46,6	44,7
	Médiane	39,9	38,9

Tableau 7 (suite)

**SOLDE COMMERCIAL
par secteur en NAP 40
1988, 1992 et estimations 1993**

Secteurs		Nature des données	1988	1992	1993
T17	Construction navale, aéronautique, armement	Nombre.....	204	260	151
		Moyenne.....	41,2	42,1	52,2
		Écart type.....	3,3	2,7	
		Ratio moyen.....	64,7	57,4	
		Médiane.....	41,7	44,9	
T18	Industries du textile habillement	Nombre.....	3 397	3 465	2 224
		Moyenne.....	24,7	26,3	30,0
		Écart type.....	0,7	0,7	
		Ratio moyen.....	29,5	31,1	
		Médiane.....	26,4	26,1	
T19	Industries du cuir et de la chaussure	Nombre.....	659	644	417
		Moyenne.....	31,0	32,3	34,2
		Écart type.....	1,4	1,4	
		Ratio moyen.....	27,3	35,9	
		Médiane.....	30,7	33,1	
T20-	Industries bois, ameublement, industries diverses	Nombre.....	3 274	3 792	2 561
		Moyenne.....	19,9	20,3	20,9
		Écart type.....	0,7	0,6	
		Ratio moyen.....	30,7	31,4	
		Médiane.....	20,9	21,4	
T21-	Industries du papier et du carton	Nombre.....	765	863	556
		Moyenne.....	27,8	29,1	31,7
		Écart type.....	1,1	1,0	
		Ratio moyen	32,5	30,9	
		Médiane	28,8	29,9	
T22-	Imprimerie, presse, édition	Nombre.....	2 250	2 882	1 817
		Moyenne.....	37,3	37,2	38,7
		Écart type.....	0,7	0,7	
		Ratio moyen.....	31,2	30,8	
		Médiane.....	37,3	36,9	
T23	Industries du caoutchouc, transformation matières plastiques	Nombre	1 514	1 914	1 288
		Moyenne.....	30,2	31,3	32,6
		Écart type.....	0,8	0,7	
		Ratio moyen.....	36,9	36,4	
		Médiane	31,6	33,2	
T25	Commerce de gros alimentaire	Nombre	7 323	7 775	5 310
		Moyenne.....	3,2	6,0	6,4
		Écart type.....	0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	2,6	6,6	
		Médiane	3,0	5,1	
T26	Commerce de gros non alimentaire	Nombre	15 361	18 761	11 395
		Moyenne.....	4,4	8,4	10,5
		Écart type.....	0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	9,1	9,3	
		Médiane	2,8	7,0	
T27	Commerce de détail alimentaire	Nombre.....	3 507	4 668	2 917
		Moyenne.....	-27,4	-24,9	-22,2
		Écart type.....	0,4	0,3	
		Ratio moyen.....	-42,5	-38,5	
		Médiane.....	-26,6	-24,0	
T28	Commerce de détail non alimentaire	Nombre.....	8 098	11 072	7 960
		Moyenne.....	-31,0	-29,0	-27,4
		Écart type.....	0,4	0,3	

DOSSIERS

Estimation des délais de paiement et du solde du crédit interentreprises en 1993

Ratiomoyen.....	-31,7	-30,8	
Médiane	-29,8	-27,3	

Tableau 7 (fin)

**SOLDE COMMERCIAL
par secteur en NAP 40
1988, 1992 et estimations 1993**

Secteurs		Nature des données	1988	1992	1993
T29	Réparation, commerce automobile	Nombre.....	5 124	6 468	3 842
		Moyenne.....	-13,0	-12,8	-11,8
		Écart type.....	0,3	0,3	
		Ratio moyen.....	-9,0	-13,2	
		Médiane.....	-14,6	-14,1	
T30	Hôtels, cafés, restaurants	Nombre.....	1 511	2 669	1 467
		Moyenne.....	-15,8	-17,7	-13,6
		Écart type.....	0,6	0,5	
		Ratio moyen.....	-5,1	-6,7	
		Médiane.....	-14,2	-15,1	
T31	Transports	Nombre.....	4 854	6 276	3 923
		Moyenne.....	32,5	31,2	31,5
		Écart type.....	0,4	0,4	
		Ratio moyen.....	15,6	14,7	
		Médiane.....	33,2	31,4	
T33	Services marchands rendus principalement aux entreprises	Nombre.....	7 293	12 668	6 971
		Moyenne.....	37,9	40,0	42,1
		Écart type.....	0,7	0,5	
		Ratio moyen.....	39,8	34,0	
		Médiane.....	34,6	36,6	
T34	Services marchands rendus principalement aux particuliers	Nombre.....	2 434	3 459	1 929
		Moyenne.....	26,2	23,7	24,0
		Écart type.....	0,8	0,7	
		Ratio moyen.....	42,1	24,9	
		Médiane.....	26,7	22,1	

Source et réalisation : Banque de France

Observatoire des entreprises – Tél. : +33 (1) 42 92 41 24

Mise à jour le 6 juin 1994

ÉVOLUTION DES OPÉRATIONS DE CHANGE À TERME DES BANQUES RÉSIDENTES EN 1993 ET AU PREMIER SEMESTRE 1994

Les opérations de change à terme réalisées par les banques sont enregistrées dans leurs livres au hors bilan sous la forme de devises à livrer (ventes à terme) ou de devises à recevoir (achats à terme), contre francs ou devises. Les banques résidentes adressent en outre à la Banque de France (direction de la Balance des paiements) leurs encours de change à terme avec une ventilation par contrepartie et par monnaies. La présente note a pour objet d'appréhender la dimension du marché ainsi que les positions à terme¹ au cours de la période sous revue.

Les encours recensés comprennent, sans que l'on puisse les distinguer, le terme sec, les opérations d'échanges de trésorerie (« swaps » cambistes) ainsi que les opérations d'échanges financiers (« swaps » longs de devises).

CORINNE GOURRICHON
*Direction de la Balance des paiements
 Service des Capitaux monétaires extérieurs*

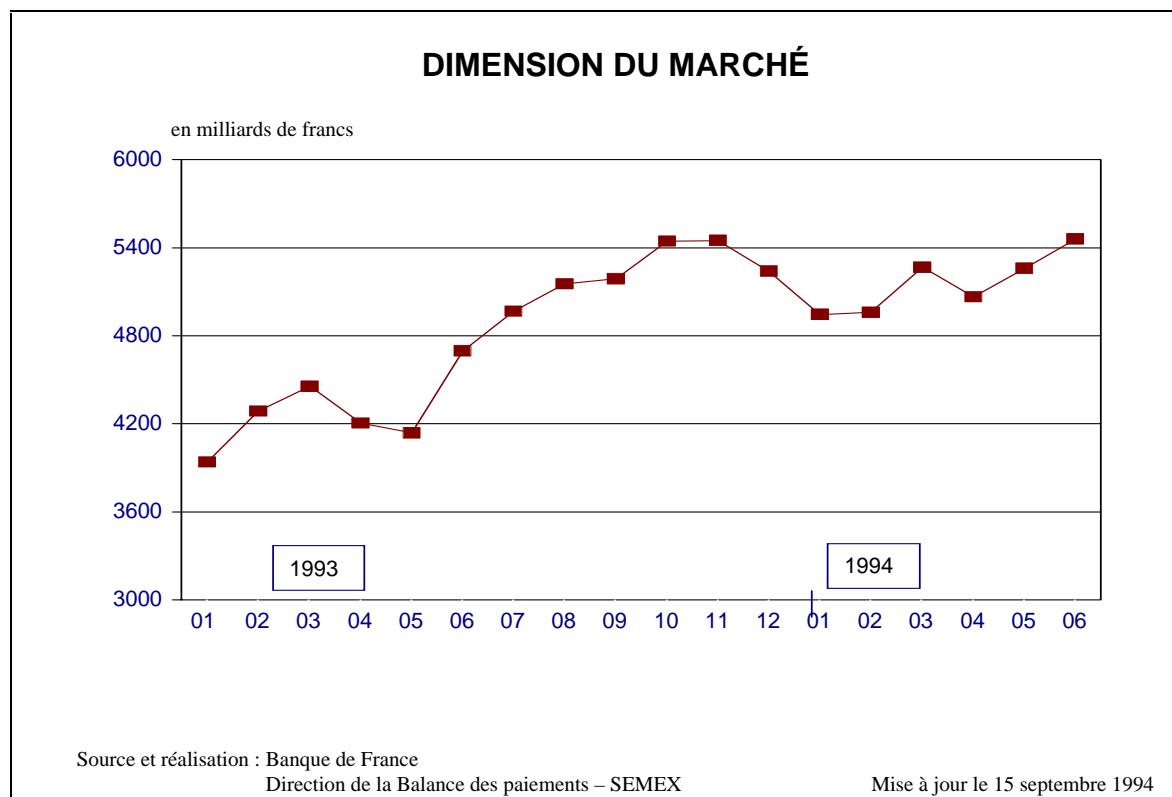
¹ Mesurées pour la première par la somme des encours d'achats et de ventes à terme et pour les secondes par la différence entre ces mêmes achats et ventes

1. Dimension et structure du marché

1.1. Dimension du marché

Le graphique ci-après a été élaboré à partir des déclarations d'encours de change à terme que les établissements de crédit résidents adressent chaque mois à la direction de la Balance des paiements.

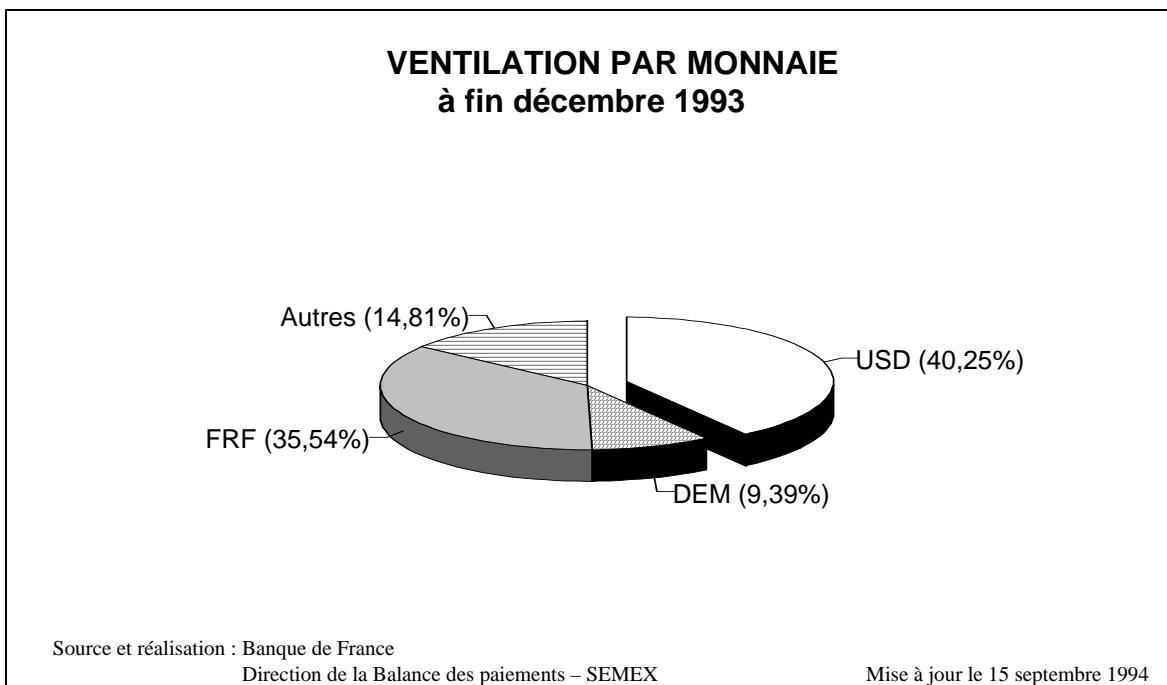
La dimension du marché est mesurée par le cumul, pour chaque couple de monnaies, des encours d'achats et de ventes à terme à une date donnée. Ces encours sont retraités comptablement pour éliminer les doubles déclarations des opérations des banques résidentes entre elles.



De fin 1992 au 30 juin 1994, l'activité a fortement progressé, les encours passant de 3 940 milliards de francs à plus de 5 460 milliards, soit une augmentation de 38,5 %.

1.2. Ventilation par monnaie

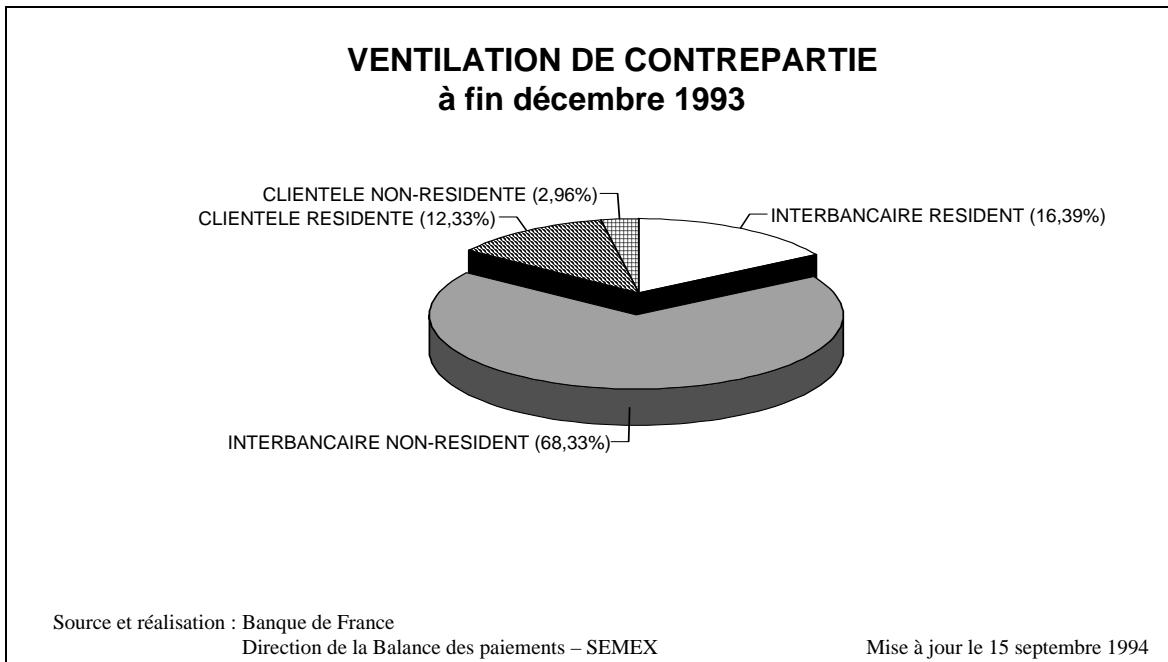
La répartition des opérations de change à terme par couples de monnaies est retracée dans le graphique suivant.



Pour tous les couples de monnaies, aussi bien les devises contre francs que les arbitrages de devises contre devises, la répartition par monnaies du total des encours à terme confirme le rôle prépondérant du dollar (40,3 %), le poids du franc français (35,5 % des encours) et l'importance moins marquée du deutschemark (9,4 %).

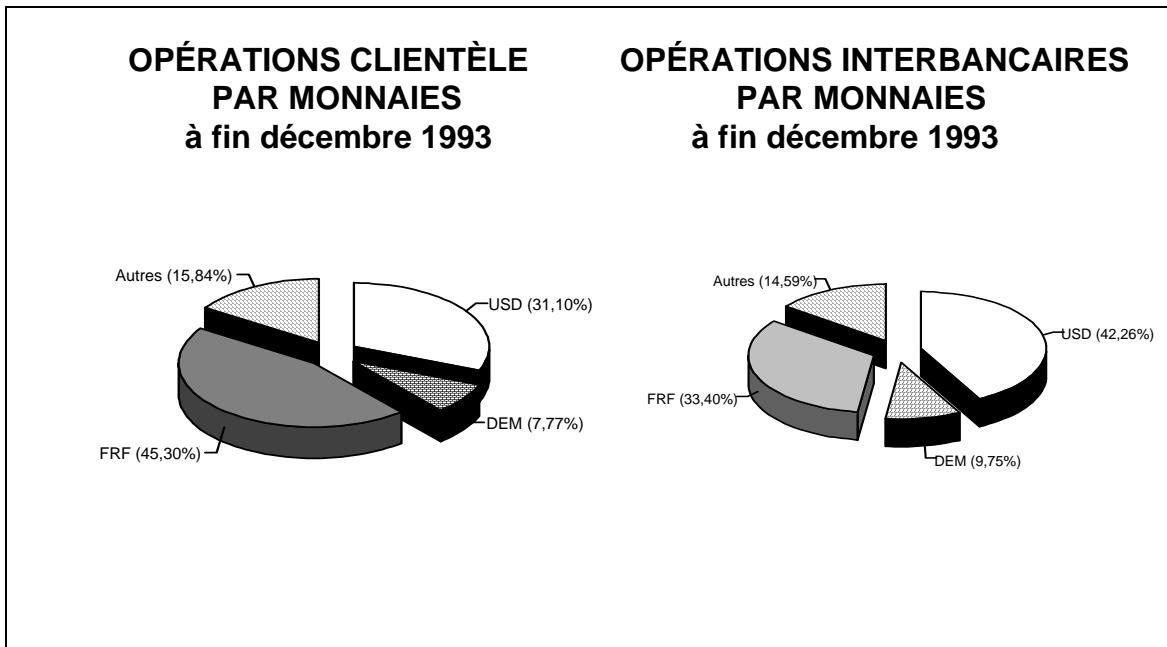
1.3. Ventilation par contrepartie

La répartition par contrepartie met en évidence le rôle majeur des opérations interbancaires avec des banques non résidentes qui représentent plus des deux tiers des encours. Les opérations interbancaires entre établissements résidents, qui incluent les transactions avec les OPCVM, sont du même ordre de grandeur (16,4 %) que les opérations avec la clientèle, française ou étrangère (15,3%).



1.4. Ventilation par monnaie et contrepartie

Ces graphiques permettent d'appréhender la différence de structure entre les opérations de la clientèle et les opérations interbancaires.



Tandis que la part des opérations en deutschemarks est sensiblement équivalente pour chacune des contreparties, la clientèle réalise presque la moitié de ses opérations en francs alors que, dans les négociations interbancaires, les transactions en dollars sont privilégiées.

2. Positions à terme

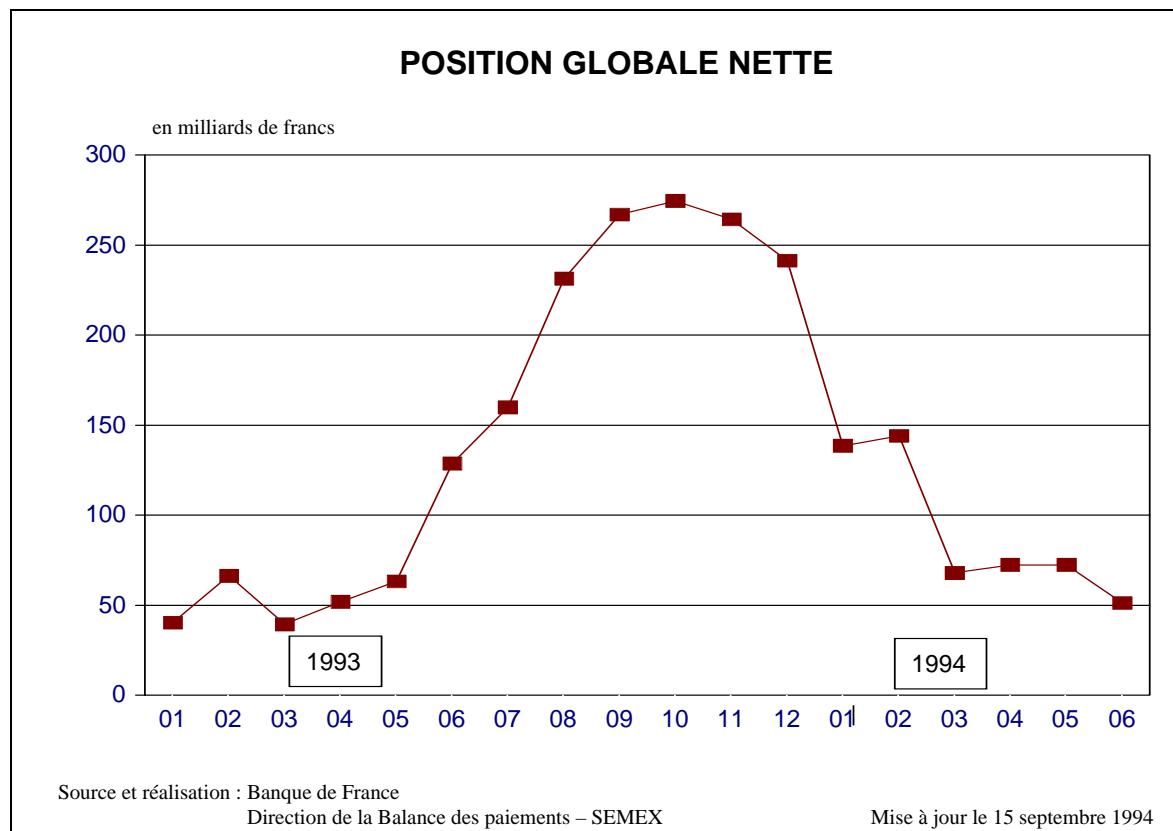
Le calcul des positions de change à terme équivaut à la différence des achats et des ventes de devises. Par principe, les arbitrages devises contre devises, repris dans le hors bilan des banques, devraient se compenser, les écarts subsistant ne pouvant provenir que de différences de valorisation.

Seront examinées successivement :

- la position globale nette à terme
- la position à terme contre francs des non-résidents
- la position à terme contre francs de la clientèle résidente
- la position à terme des OPCVM résidents

2.1. Position globale nette à terme

La position globale nette des banques résidentes s'est fortement accentuée à compter du mois de juin 1993 du fait d'achats à terme massifs de devises et notamment de dollars contre francs des non-résidents. Elle a atteint son maximum en octobre 1993, puis s'est dégonflée en fin d'année et surtout au premier trimestre 1994.



Les opérations devises contre devises étant en principe équilibrées, le tableau suivant retrace la position des opérations contre francs.

Globalement, sur la période, les banques résidentes ont une position d'acheteurs nets de francs.

POSITION DES BANQUES RÉSIDENTES DEVISES CONTRE FRANCS

(en milliards de francs)

	Décembre 1992	Juin 1993	Décembre 1993	Juin 1994
OPÉRATIONS AVEC LES NON-RÉSIDENTS				
- Achats à terme de francs des non-résidents (a).....	- 409,0	- 480,0	- 555,4	- 695,5
- Ventes à terme de francs des non-résidents (b).....	668,5	788,6	1 059,8	1 013,9
- Net.....	259,5	308,6	504,3	318,4
OPÉRATIONS AVEC LA CLIENTÈLE RÉSIDENTE				
- Ventes à terme de devises de la clientèle contre francs (a)	- 340,8	- 399,1	- 370,0	- 364,3
- Achats à terme de devises de la clientèle contre francs (b)	285,6	326,1	238,7	267,2
- Net.....	- 55,2	- 73,0	- 131,3	- 97,1

- (a) Signe négatif : francs à livrer par les banques résidentes
 (b) Sans signe : francs à recevoir par les banques résidentes

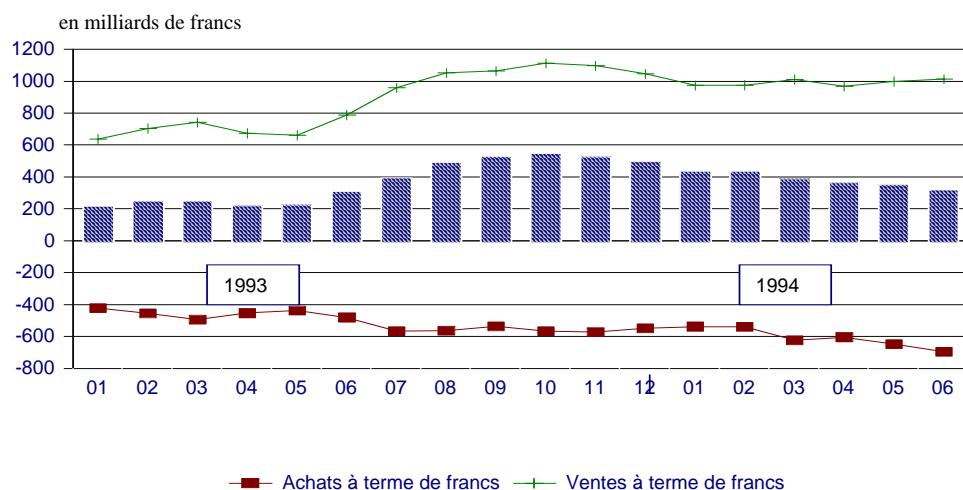
Ce tableau met en lumière deux aspects structurels :

- la position de vendeurs nets à terme de francs des non-résidents,
- et, à un degré moindre, une position d'acheteurs nets à terme de francs de la clientèle résidente.

2.2. Position à terme en francs des non-résidents

Les non-résidents sont vendeurs à terme de francs sur toute la période. Cette position est due aux opérations entre correspondants qui représentent environ 97 % des opérations globales, les opérations avec la clientèle étrangère étant faibles. Cette position s'accentue, là encore, dès le mois de juin 1993 pour atteindre un maximum de 548 milliards de francs au mois d'octobre 1993.

POSITION EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS



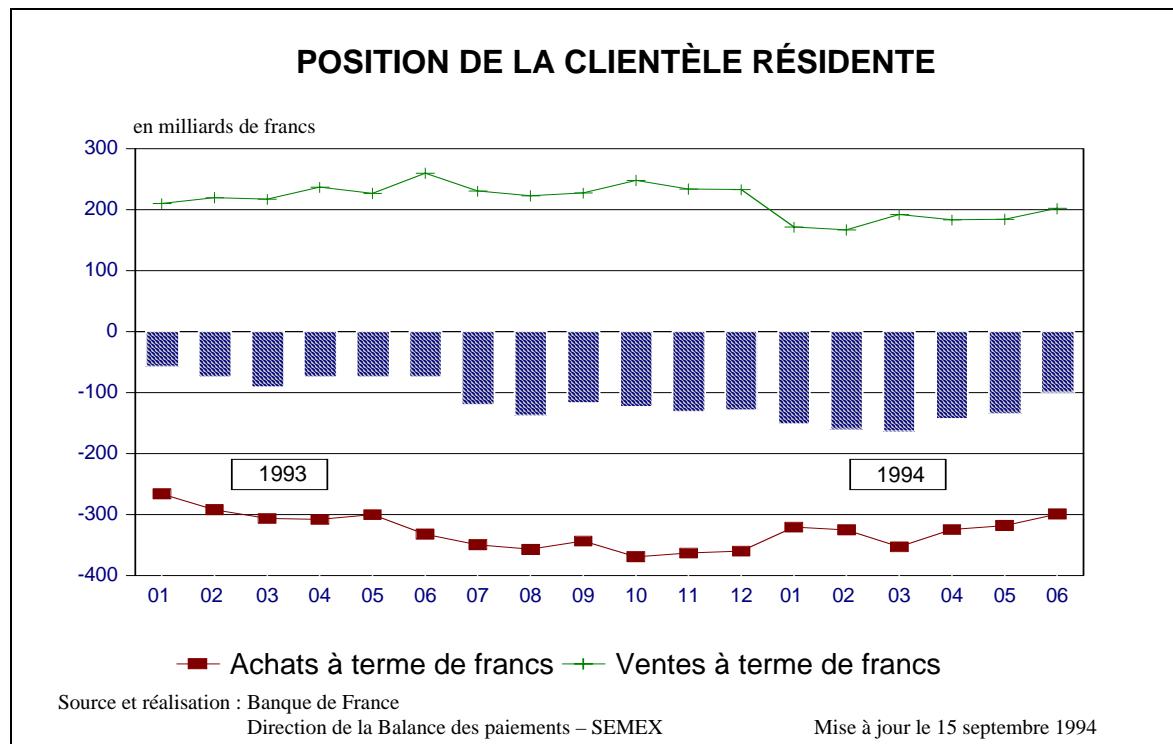
Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements – SEMEX

Mise à jour le 15 septembre 1994

Depuis le début de l'année 1994, dans un contexte de baisse sensible du dollar, le flux d'achats à terme en francs s'est accru, les ventes se sont stabilisées et la position vendeuse a, de ce fait, nettement diminué.

2.3. Position à terme en francs de la clientèle résidente

À l'inverse de celle des non-résidents, la clientèle résidente est acheteuse nette à terme de francs sur la période avec des pointes en août 1993 et au premier trimestre 1994.



2.4. Position à terme des OPCVM résidents

Depuis 1990, les opérations des OPCVM (Sicav et FCP) résidents sont devenues une composante importante des opérations de change à terme. En effet, les OPCVM font exécuter des opérations de change à terme afin de couvrir leur portefeuille de titres en devises, notamment de titres de créances négociables libellés en dollars.

POSITION TRIMESTRIELLE DES OPCVM AU COURS DE L'ANNÉE 1993

Achats nets à terme de francs

(en milliards de francs)

Décembre 1992	Mars 1993	Juin 1993	Septembre 1993	Décembre 1993
99,5	112,4	101,7	119,5	104,7

Les OPCVM résidents sont ainsi acheteurs nets à terme de francs pour des encours dépassant 100 milliards de francs depuis 1992.

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

TEXTES RÉGLEMENTAIRES

Bulletin officiel Banque de France

Textes publiés en application de la loi du 17 juillet 1978

Communiqué de la Banque de France – Adjudication d'obligations assimilables du Trésor 8,50 % avril 2003, 7,50 % avril 2005 et 8,50 % octobre 2008

– en date du 2 novembre 1994

Le jeudi 3 novembre 1994, à 11 heures, il sera procédé à l'émission, par voie d'adjudication « au prix demandé », d'obligations assimilables du Trésor appartenant aux trois tranches désignées ci-après.

Le montant global émis pour ces trois tranches sera compris entre 18 et 20 milliards de francs avec un minimum de 1 milliard par tranche.

1. OAT 8,50 % avril 2003 de 2 000 francs

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 avril de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2003.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1994 au 25 novembre 1994, soit 99,68 francs par obligation.

2. OAT 7,50 % avril 2005 de 2 000 francs

Jouissance du 25 avril 1994. Coupon annuel : 150 francs payable le 25 avril de chaque année.

Remboursement en totalité au pair le 25 avril 2005.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 avril 1994 au 25 novembre 1994, soit 87,94 francs par obligation.

3. OAT 8,50 % octobre 2008 de 2 000 francs

Jouissance du 25 octobre 1994. Coupon annuel : 170 francs payable le 25 octobre de chaque année. Remboursement en totalité au pair le 25 octobre 2008.

Prix d'acquisition des titres majoré du coupon couru du 25 octobre 1994 au 25 novembre 1994, soit 14,44 francs par obligation.

Pour ces trois tranches, règlement des fonds et cotation le 25 novembre 1994.

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

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

- jusqu'au jeudi 3 novembre 10 heures 55 pour la première tranche de 10 %,
- jusqu'au vendredi 4 novembre 16 heures pour la deuxième tranche de 15 %.

OAT 8,50 % AVRIL 2003			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
100,40	1 000 000 000	1 000 000 000	100,40
100,36	1 800 000 000	2 800 000 000	100,37
100,34	1 200 000 000	4 000 000 000	100,36
100,32	2 500 000 000	6 500 000 000	100,35
100,30	1 850 000 000	8 350 000 000	100,34
100,28	2 050 000 000	10 400 000 000	100,33
100,26	1 100 000 000	11 500 000 000	100,32
100,24	400 000 000	11 900 000 000	100,32
100,22	250 000 000	12 150 000 000	100,31
100,20	1 000 000 000	13 150 000 000	100,31
100,16	500 000 000	13 650 000 000	100,30
100,12	600 000 000	14 250 000 000	100,29
100,02	300 000 000	14 550 000 000	100,29
100,00	500 000 000	15 050 000 000	100,28
99,90	500 000 000	15 550 000 000	100,27
Prix limite retenu : 100,32 % (taux de rendement : 8,43 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 100,35 % (taux de rendement : 8,43 %)			

OAT 7,50 % AVRIL 2005			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
93,32	50 000 000	50 000 000	93,32
93,30	350 000 000	400 000 000	93,30
93,28	800 000 000	1 200 000 000	93,29
93,26	2 800 000 000	4 000 000 000	93,27
93,24	3 700 000 000	7 700 000 000	93,25
93,22	1 700 000 000	9 400 000 000	93,25
93,20	350 000 000	9 750 000 000	93,25
93,18	500 000 000	10 250 000 000	93,24
93,16	450 000 000	10 700 000 000	93,24
93,14	400 000 000	11 100 000 000	93,24
93,12	550 000 000	11 650 000 000	93,23
93,10	2 100 000 000	13 750 000 000	93,21
93,08	1 000 000 000	14 750 000 000	93,20
93,04	500 000 000	15 250 000 000	93,20
93,02	100 000 000	15 350 000 000	93,20
92,90	2 000 000 000	17 350 000 000	93,16
Prix limite retenu : 93,18 % (taux de rendement : 8,50 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 93,24 % (taux de rendement : 8,49 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 6 octobre 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	18 750	10 250	- 8 500
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	8,29	8,50	0,21
– au prix moyen pondéré.....	8,28	8,49	0,21

OAT 8,50 % OCTOBRE 2008			
Prix	Montant demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix de soumission moyen pondéré
99,06	50 000 000	50 000 000	99,06
99,04	150 000 000	200 000 000	99,05
99,02	500 000 000	700 000 000	99,03
99,00	900 000 000	1 600 000 000	99,01
98,98	750 000 000	2 350 000 000	99,00
98,96	400 000 000	2 750 000 000	99,00
98,92	100 000 000	2 850 000 000	98,99
98,90	150 000 000	3 000 000 000	98,99
98,88	400 000 000	3 400 000 000	98,98
98,86	400 000 000	3 800 000 000	98,96
98,82	100 000 000	3 900 000 000	98,96
98,80	200 000 000	4 100 000 000	98,95
98,78	100 000 000	4 200 000 000	98,95
98,74	100 000 000	4 300 000 000	98,94
98,72	200 000 000	4 500 000 000	98,93
98,70	200 000 000	4 700 000 000	98,92
98,50	500 000 000	5 200 000 000	98,88
Prix limite retenu : 98,98 % (taux de rendement : 8,63 %) Demandes servies à ce prix limite : 100,00 % Prix moyen pondéré des titres adjugés : 99,00 % (taux de rendement : 8,62 %)			

COMPARAISON AVEC LA PRÉCÉDENTE ADJUDICATION			
	Séance du 4 août 1994	Séance de ce jour	Différence
MONTANT ÉMIS (en millions de francs)	2 950	2 350	- 600
TAUX ACTUARIEL CORRESPONDANT (en pourcentage)			
– au prix limite retenu	7,42	8,63	1,21
– au prix moyen pondéré.....	7,42	8,62	1,20

*– Résultat global de l'adjudication
du 4 novembre 1994*

Dans le cadre de l'adjudication d'obligations assimilables du Trésor (OAT) du 3 novembre 1994, les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) ont présenté des soumissions non compétitives à concurrence de 382 millions de francs pour les offres d'avant séance et 2 799 millions de francs pour les offres consécutives à la séance.

Ces soumissions ont été servies au prix moyen pondéré des obligations assimilables du Trésor de même catégorie souscrites par voie de soumissions compétitives pour un montant global de 19 100 millions de francs.

Le montant nominal global des OAT émises s'élève donc au total à 22 281 millions de francs se répartissant comme suit :

	Soumissions compétitives retenues	Soumissions non compétitives		Total
		Avant séance	Après séance	
OAT 8,50 % avril 2003	6 500	133	954	7 587
OAT 7,50 % avril 2005	10 250	30	1 472	11 752
OAT 8,50 % octobre 2008	2 350	219	373	2 942
TOTAL	19 100	3 181		22 281

Source et réalisation : Banque de France
SATGTCN – Tél. : +33 (1) 42 92 41 67

**Journal officiel du 22 septembre 1994 –
Seuils de l'usure applicables à compter du
1^{er} octobre 1994**

**COÛT DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES :
TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 3 ^e trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} octobre 1994
DÉCOUVERTS EN COMPTE		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	11,89	15,85
AUTRES PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE ≤ À 2 ANS		
montant unitaire ≤ à 500 000 francs	10,66	14,21
PRÊTS CONSENTEIS EN VUE D'ACHATS OU DE VENTES À TEMPÉRAMENT		
montant unitaire ≤ à 300 000 francs	11,35	15,13
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX FIXE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	9,13	12,17
PRÊTS D'UNE DURÉE INITIALE > À 2 ANS À TAUX VARIABLE		
montant unitaire ≤ à 1 million de francs	8,56	11,41

Note : Les taux moyens ainsi que la commission de plus fort découvert ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux entreprises effectuée par la Banque de France.

Commissions de plus fort découvert :

Ces taux ne comprennent pas les éventuelles commissions sur le plus fort découvert du mois. Le taux moyen observé des commissions effectivement prélevées au cours du mois d'avril 1994 s'est élevé à 0,05 % du plus fort découvert du mois.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

**COÛT DU CRÉDIT AUX PARTICULIERS :
TAUX MOYENS ET TAUX D'USURE**

(en pourcentage)

	Taux effectifs pratiqués au 3 ^e trimestre 1994	Seuils de l'usure applicables à compter du 1 ^{er} octobre 1994
CRÉDITS DE TRÉSORERIE		
– Prêts de toutes catégories d'un montant ≤ à 10 000 francs	16,18	21,57
– Ventes à tempérament, comptes permanents et autorisations contractuelles de découvert d'un montant > à 10 000 francs	13,11	17,48
– Prêts personnels et autres prêts d'un montant > à 10 000 francs	11,92	15,89
CRÉDITS IMMOBILIERS		
– Prêts relais	9,68	12,91
– Prêts immobiliers à taux fixe	8,88	11,84
– Prêts immobiliers à taux variable	8,80	11,73

Note : Les taux moyens ont été calculés à partir des données de l'enquête sur le coût du crédit aux particuliers effectuée par la Banque de France.

Source : Journal officiel

Réalisation : Banque de France – Direction générale des Études

LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES DANS LE PROCESSUS D'UNION MONÉTAIRE¹

Les pays européens sont engagés dans un processus historique d'intégration monétaire. Depuis le 1^{er} janvier 1994, la phase 2 de ce processus a débuté avec la création de l'Institut monétaire européen. Pour préparer le passage à la phase ultime, en 1997 ou 1999, les banques centrales ont un rôle déterminant.

JEAN-PIERRE PATAT
Direction générale des Services étrangers

■ Le passage à la phase 3 de l'Union monétaire est conditionné par le respect, par les pays européens, de critères de convergence. Les banques centrales doivent contribuer à l'accomplissement par les États membres de leurs obligations en menant une politique axée sur la stabilité monétaire et en œuvrant pour que soit menée par les gouvernements une politique budgétaire compatible avec cet objectif.

■ Les banques centrales doivent en outre créer les conditions techniques nécessaires à l'émission et à la circulation de la monnaie unique et à la mise en œuvre de la politique monétaire commune en se guidant sur le principe de subsidiarité.

¹ Cet article reprend de larges extraits de l'intervention de Jean-Pierre Patat, adjoint au directeur général des Services étrangers de la Banque de France, à la Third City of London Central Banking Conference (21-22 novembre 1994).

Les pays européens sont engagés dans un processus historique d'intégration monétaire. L'objectif ultime de cette démarche est une monnaie unique et une politique monétaire unique conçue et mise en œuvre par un Système européen de banques centrales, composé d'une Banque centrale européenne et des banques centrales nationales des pays participant à l'Union.

Depuis le 1^{er} janvier 1994, la phase 2 de ce processus a débuté avec la création de l'Institut monétaire européen (IME). Dans cette phase, durant laquelle les politiques monétaires restent de la compétence des nations, le rôle des banques centrales est déterminant pour permettre un démarrage satisfaisant de la phase 3, c'est-à-dire la phase de la politique monétaire unique et de la monnaie unique.

Ce rôle a deux aspects.

D'abord, les banques centrales doivent mener une politique de stabilité monétaire et œuvrer pour que les gouvernements mènent des politiques budgétaires en harmonie avec cet objectif de stabilité ; ceci afin de créer les conditions propices à la réalisation de l'union monétaire.

Ensuite, sur un plan plus technique, mais tout aussi important, les banques centrales doivent préparer les conditions de l'émission et de la circulation de la monnaie unique, ainsi que de la conception et de la mise en œuvre de la politique monétaire unique.

1. Les banques centrales doivent œuvrer pour créer les conditions propices à la réalisation de l'Union monétaire

Le passage à la phase ultime de l'union monétaire, en 1997 ou en 1999, est conditionné par le respect, par les pays européens, de critères de convergence concernant les prix, les taux de change, les taux à long terme, les déficits des administrations publiques et la dette publique.

Le respect de ces critères est impératif : une monnaie unique implique des conditions économiques fondamentales harmonisées ; faute de quoi les déséquilibres surgissant dans les pays ou régions de l'Union pour lesquelles la monnaie unique serait sur ou sous-évaluée pourraient provoquer l'explosion du système.

En déterminant les critères, le Traité a prévu que tous les pays ne les respecteraient pas en même temps et que, par conséquent, l'union monétaire s'effectuerait par extensions progressives de ses limites.

Les banques centrales ont la tâche de contribuer au respect de ces critères de convergence, en menant de manière permanente une politique axée sur la stabilité monétaire et en œuvrant pour que soit menée par les gouvernements une politique budgétaire compatible avec cet objectif de stabilité.

1.1. Une politique monétaire appropriée est nécessaire pour prévenir les risques d'inflation, assurer la stabilité des taux de change ainsi que les taux à long terme les plus bas possibles

1.1.1. L'inflation

Aujourd'hui, sept pays sur les douze de l'Union européenne respectent le critère de hausse des prix (une inflation qui ne soit pas supérieure de plus de 1,5 % à la hausse des prix des trois pays les moins inflationnistes).

Les risques de dérapage des prix paraissent faibles, au moins chez la plupart des pays ayant signé le Traité. On peut même voir des études affirmant que l'inflation est désormais définitivement éradiquée, compte tenu de la part beaucoup plus faible que par le passé des matières premières dans les coûts de production et, compte tenu également des mécanismes désinflationnistes existants, avec notamment la globalisation mondiale, voire, en Europe, la nouvelle politique agricole commune. Mais il est d'autres

facteurs, plus circonstanciels qui limitent les pressions inflationnistes : d'une part, la modération salariale, d'autre part, le comportement des agents économiques, ménages et entreprises, qui, après les excès d'endettement des années antérieures, ont été incités, par une politique monétaire appropriée, à assainir leur situation financière. La reprise de la croissance, désormais tangible, peut compromettre la modération salariale. Parallèlement, une politique monétaire moins vigilante et permettant de nouveau un essor exagéré de l'endettement et le déclenchement de comportements spéculatifs, sur les actifs réels comme sur les actifs financiers, créerait les conditions du retour de l'inflation, ce qui menacerait la poursuite de la croissance. C'est parce que, dans certains pays, la politique monétaire n'avait pas réagi suffisamment tôt aux excès spéculatifs de la fin des années quatre-vingt que nous avons subi un retournement conjoncturel brutal avec une très dure récession. Si une telle conjoncture se produisait en 1997 ou 1998, c'est-à-dire près des échéances de la phase 3 de l'Union monétaire, la mise en œuvre de celle-ci pourrait être compromise.

1.1.2. Le taux de change

La stabilité du taux de change est un facteur de modération des coûts et d'amélioration structurelle de la compétitivité. Mais elle doit être elle-même la résultante d'une politique économique et monétaire appropriée. À cet égard, l'expérience du Système monétaire européen (SME) depuis août 1993 est particulièrement éclairante. Après une très grave crise dans le système, accusé par certains de contraindre artificiellement les taux de change, les autorités monétaires avaient décidé à la fois de maintenir les taux-pivots existants, car ils étaient économiquement fondés, et d'élargir à 15 % les marges de fluctuation afin de créer un risque à deux sens pour les spéculateurs. Il est remarquable de constater que, par la suite, un tropisme a spontanément rassemblé les cours des monnaies des pays dont les facteurs fondamentaux sont sains et a reconstitué en fait une étroite bande de fluctuation des changes. Ce résultat doit évidemment être préservé. On constate d'ailleurs que, au-delà de ce groupe de pays, les autres pays membres de l'Union européenne et certains de ceux qui sont candidats à y entrer, après avoir accepté les dépréciations du taux de change de leur monnaie rendues nécessaires pour corriger les déséquilibres passés, privilégient désormais la stabilité ; mais encore une fois, cette stabilité doit être la résultante d'une politique et de résultats économiques en harmonie.

1.1.3. Les taux à long terme

Les taux à long terme sont les seuls véritables taux de marché et reflètent la crédibilité des conditions économiques et monétaires des pays.

Dans les pays qui avaient maintenu une politique monétaire prudente — je pense par exemple à l'action de la Banque de France qui, après avril 1993, n'a que très progressivement abaissé ses taux à court terme en veillant à ce que la stabilité des taux de change soit préservé —, les taux à long terme avaient atteint, en début d'année, un niveau historiquement bas : 5,7 % environ en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. Une hausse forte et générale dans tous les pays industrialisés a, par la suite, été observée ; elle a en grande partie résulté d'un effet de contagion de la hausse des taux à long terme américains, elle-même liée à la faiblesse du dollar et à l'amoindrissement de la crédibilité de la politique monétaire américaine. Mais les évolutions récentes des marchés obligataires européens doivent également être reliées à la situation des finances publiques de nombreux pays. Ainsi se trouve posée la question d'un dosage satisfaisant des politiques économiques.

1.2. Les banques centrales s'efforcent de favoriser la mise en œuvre, par les gouvernements, de politiques budgétaires compatibles avec l'objectif global de stabilité

Actuellement, seulement deux pays sur les douze de l'Union européenne respectent le critère de déficit public (limitant à 3 % le ratio déficit des administrations publiques/PIB) et cinq respectent le critère de dette publique (60 % du PIB). Parmi les pays candidats à entrer dans l'Union européenne,

plusieurs sont également très loin de ces niveaux souhaitables. Certes, la reprise économique devrait permettre une amélioration spontanée ; mais elle ne dispense pas d'une action en profondeur pour réduire les déficits structurels, en particulier dans les comptes sociaux.

Les banques centrales ne sont pas des acteurs directs dans ce processus de nécessaire assainissement, mais la mise en œuvre du traité de Maastricht a renforcé leur influence dans ce domaine :

- par l'interdiction, effective dès le début de la phase 2 chez tous les signataires du Traité, de toute forme de financement de la banque centrale aux administrations publiques ;

- par l'évolution, programmée par le Traité, vers l'indépendance des banques centrales des pays signataires. L'indépendance ne signifie nullement un droit d'ingérence de la banque centrale dans la mise en œuvre de la politique économique du gouvernement ; mais, en permettant aux banques centrales de mener en permanence une politique monétaire axée sur la stabilité des prix, elle leur donne une influence sur la qualité de l'équilibre entre les différentes composantes de la politique économique (*policy mix*).

En France, le Gouvernement a préféré donner rapidement un statut d'indépendance à la Banque de France, avant même le terme exigé par le Traité (c'est-à-dire le début de la phase 3). Il a en effet considéré que cette action, en renforçant la crédibilité de la politique monétaire, ne pouvait qu'être favorable à l'efficacité globale de la politique de stabilité nécessitée par la marche vers la monnaie unique.

Le nouveau statut de la Banque de France a été mis en œuvre par les lois des 4 août et 31 décembre 1993. Il concilie le principe de l'indépendance de la politique monétaire avec les exigences démocratiques :

- il donne pleine indépendance à la Banque de France en ce qui concerne la politique monétaire, et seulement la politique monétaire ;

- il instaure la collégialité des décisions, avec la mise en place du Conseil de la politique monétaire, et la transparence de la politique monétaire, avec l'obligation d'une action permanente d'information et de communication.

2. Les banques centrales doivent créer les conditions techniques nécessaires à la création de la monnaie unique

Cette tâche est du ressort de l'Institut monétaire européen, mais il est en fait l'œuvre de toutes les banques centrales européennes ; en effet, d'une part, ces dernières, y compris désormais celles des pays dont l'entrée dans l'Union européenne est prévue prochainement, participent à tous les groupes de travail en charge des questions techniques ; d'autre part, aucune orientation, aucune décision de l'IME ne peut en pratique entrer en conflit avec les banques centrales puisque leurs dirigeants composent le Conseil de cet organisme.

Ces tâches techniques ont deux aspects principaux : l'émission et la circulation de la monnaie unique et la mise en œuvre de la politique monétaire commune.

Un principe général doit guider les experts et les décideurs dans ces avancées techniques : celui dit « de subsidiarité », ce qui signifie que les diverses missions de banques centrales seront exercées par le Système européen de banques centrales (SEBC), c'est-à-dire par la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN). L'application effective de cette conception décentralisée est un enjeu capital pour le bon fonctionnement de l'union monétaire et de la politique monétaire commune.

2.1. L'émission et la circulation de la monnaie unique

2.1.1. L'émission de la monnaie unique

Le stade ultime de l'union monétaire sera celui où les banques commerciales européennes, en développant leurs actifs en écus, créeront de la monnaie scripturale-écu ; les agents économiques détiendront divers placements financiers auprès des intermédiaires financiers, ou négociables sur les marchés, tous libellés en écus. Le Système européen de banques centrales émettra de la monnaie de banque centrale-écus dont une large part sera constituée par des billets libellés en écus et circulant dans le public.

On estime généralement qu'un certain nombre d'étapes seront nécessaires pour parvenir à cette forme achevée de l'union monétaire.

La première sera, au début de la phase 3, la fixation irrévocable des parités entre les monnaies des pays participant à l'Union et la mise en œuvre d'une politique monétaire commune par le SEBC.

La dernière étape sera la circulation exclusive dans le public de billets libellés en écus et ayant cours légal. Il semble en effet y avoir désormais un agrément pour considérer qu'il faudra un certain temps pour arriver à ce résultat, ne serait-ce que pour des raisons matérielles, mais aussi, largement, pour des raisons tenant à la psychologie et aux habitudes du public qu'il faudra accoutumer progressivement à la nouvelle unité monétaire.

Entre ces deux étapes se situe celle représentée par l'introduction de l'écu dans les transactions scripturales, la comptabilité des banques et des entreprises, les libellés des actifs et des passifs financiers.

Sur ce point, certains estiment qu'il faudrait un « Big Bang », d'autres estiment que là-aussi il faudra procéder progressivement. Il faudra en tout cas donner immédiatement une existence internationale à l'écu.

Quelle que soit l'option retenue, les banques centrales devront faire en sorte que soit correctement effectuée ce qui est leur mission de base : la circulation rapide et fiable des moyens de règlement.

2.1.2. La circulation de la monnaie européenne

Les banques centrales européennes et l'Institut monétaire européen doivent mettre en place un système de paiements européen permettant que les règlements en écu de gros montant soit effectués le jour-même à l'intérieur de chaque pays et d'un pays à l'autre de la zone constituée par les pays de l'Union européenne.

Cette construction est indispensable pour l'utilisation de la monnaie unique et la mise en œuvre de la politique monétaire commune.

2.2. La mise en œuvre de la politique commune

Les banques centrales et l'Institut monétaire européen doivent concevoir le cadre d'analyse et les instruments nécessaires à cette politique monétaire.

2.2.1. Le cadre d'analyse

C'est essentiellement un travail statistique qui est nécessaire afin de bâtir des concepts monétaires représentatifs et fiables.

L'innovation financière et la globalisation des marchés a, dans la plupart des pays, affaibli la signification des agrégats monétaires nationaux. Pourtant la monnaie n'en a pas perdu pour autant son rôle ou son importance. Ce qu'il faut, c'est bien la mesurer. L'élargissement européen, en atténuant les

risques de délocalisation, devrait favoriser la conception d'agrégats monétaires européens. Cela implique un important travail d'harmonisation et de recherche. Il n'est pas exclu d'ailleurs que des concepts complémentaires soient jugés utiles (tel l'endettement intérieur total qui est un agrégat par nature peu sensible à l'innovation financière).

En matière de balance des paiements, toutes les banques centrales ne sont pas aussi exclusivement impliquées qu'en ce qui concerne les agrégats de monnaie et de crédit. Elles n'en jouent pas moins un rôle essentiel, grâce à leur expertise méthodologique. Dans ce domaine, il faudra constituer la balance des paiements de l'Union vis-à-vis de l'extérieur, selon des techniques statistiques à mettre au point, et également maintenir des balances nationales compatibles avec les comptabilités nationales qui subsisteront.

2.2.2. Les instruments de la politique monétaire

Le bon fonctionnement du système de règlement journalier de gros montant à l'échelle européenne créera un marché intégré de la monnaie centrale ; cela est déjà une condition de base à l'application de la politique monétaire commune.

La détermination des instruments et procédures de mise en œuvre de la politique monétaire commune est un enjeu essentiel, d'abord pour l'efficacité de la politique monétaire de l'Union, ensuite pour le fonctionnement effectif du Système européen de banques centrales sur une base décentralisée, conformément au principe de subsidiarité.

La politique monétaire européenne sera évidemment menée par des techniques de marché.

S'agissant de la politique monétaire interne, les réserves obligatoires et les interventions du marché monétaire en sont les instruments essentiels.

Les réserves obligatoires ont vu leur rôle monétaire affaibli par les innovations financières et la mobilité croissante des capitaux. Dans un espace européen non unifié, les pays où elles sont en usage ont, dans une certaine mesure, vu leur système bancaire pénalisé avec les risques de délocalisation qu'elles provoquaient.

Les risques de délocalisation seront réduits en union monétaire et les réserves obligatoires devraient jouer un rôle dans la politique monétaire ainsi que dans la stabilisation de la demande de monnaie centrale.

Les interventions de marché peuvent, principalement, utiliser soit les procédures d'appel d'offres et de pensions, comme c'est le cas en Allemagne et en France où ces deux procédures délimitent un chenal à l'intérieur duquel fluctuent les taux interbancaires, soit les interventions au jour le jour, dites « de réglage fin ».

S'agissant de la politique monétaire externe, celle-ci ne s'exercera évidemment que vis-à-vis des monnaies extérieures à l'Union ; les monnaies de ceux qui ont signé le Traité, sans faire encore partie de l'Union monétaire, seront sans doute liées avec l'écu par des accords de change. Il est clair que la force et la stabilité de l'écu seront essentiellement la résultante d'une politique monétaire appropriée menée par le SEBC.

S'agissant maintenant de l'application effective de la politique monétaire européenne, il reviendra à la Banque centrale européenne de déterminer les orientations et les infléchissements de la politique, tandis que les banques centrales nationales auront la charge de les mettre en œuvre par leurs interventions sur leur place respective.

L'ALLEMAGNE ET LA FRANCE SUR LE CHEMIN DE L'UEM¹

L'examen des aspects économiques et monétaires des politiques en Allemagne et en France fait ressortir la manière dont la situation et les processus d'évolution et de décision dans les deux pays jouent un rôle non négligeable dans le cheminement vers l'Union économique et monétaire (UEM).

JEAN-PIERRE PATAT
Direction générale des Services étrangers

- Les économies de l'Allemagne et de la France sont de plus en plus en phase, ce qui stimule la croissance dans l'Union européenne.
- Trois éléments des politiques des deux partenaires contribuent principalement à la dynamique d'intégration européenne :
 - des démarches communes au niveau des actions de relance ou
 - approfondissement de l'Union européenne,
 - des positions similaires vis-à-vis des critères de convergence,
 - un ferme attachement à la stabilité monétaire.
- Cette avancée s'accompagne d'un travail important d'harmonisation des instruments et des concepts de la politique monétaire.

¹ Cet article reprend de larges extraits de l'intervention de Jean-Pierre Patat, adjoint au directeur général des Services étrangers de la Banque de France, au premier congrès économique franco-allemand de l'International Bankers Forum, à Francfort, le 28 octobre 1994.

En préambule, il convient de relever à quel point les économies de l'Allemagne et de la France sont de plus en plus en phase, ce qui renforce leur caractère moteur pour le reste de l'Europe. Ainsi, après une dure récession, la reprise observée dans les deux pays depuis le début de l'année est pratiquement la même, tant dans son ampleur, environ 1,5 % de croissance durant le premier semestre, que dans ses ressorts. L'exportation y a joué un rôle précurseur très important, ce qui atteste de la compétitivité structurelle de ces deux économies appuyée sur une monnaie stable (cf. infra) ; désormais les exportations sont accompagnées par la demande interne, de sorte que toutes les prévisions s'accordent sur une augmentation minimum du PIB de 2,2 % en 1994 et de 3 % en 1995.

Ainsi se constitue une puissante « locomotive », l'Allemagne et la France représentant près de 50 % du PIB de l'Union européenne, susceptible d'entraîner de nouveau l'Europe sur le chemin de la croissance.

Soulignons aussi que les deux économies sont confrontées au même contexte social, avec un chômage important, et en grande partie structurel, et un système de protection sociale étendu. Aussi les responsables économiques et monétaires, dans les deux pays, ont-ils la conviction que des politiques de facilité monétaire ne contribuerait nullement à réduire ce problème.

En centrant l'exposé sur ce qui contribue, dans les politiques allemande et française, à la dynamique d'intégration européenne, on peut en regrouper les facteurs en trois points :

- une démarche souvent commune de l'Allemagne et de la France visant à relancer ou à approfondir la démarche européenne d'union ;
- des positions et des situations très similaires vis-à-vis des critères de convergence nécessaires pour l'entrée dans la phase 3 de l'UEM ;
- enfin des politiques monétaires très fermement orientées sur le maintien de la stabilité monétaire, ce dernier point étant sans doute le plus important pour une avancée réelle vers l'intégration monétaire européenne.

1. Une démarche souvent commune pour relancer ou approfondir l'intégration européenne

La coopération franco-allemande joue un rôle d'impulsion dans l'intégration communautaire. Dans ce domaine rappelons notamment :

– la lettre commune de MM. Mitterrand et Kohl, en avril 1990, à la présidence néerlandaise du Conseil européen, demandant l'intensification des travaux préparatoires à la conférence intergouvernementale sur l'UEM ; dans cette lettre, il était, pour la première fois, fait état d'une date, le 1^{er} janvier 1993 pour l'entrée en vigueur du futur traité sur l'UEM ;

– une autre lettre commune, d'octobre 1993, adressée au Premier ministre belge avant le sommet de Bruxelles et comprenant toute une série de propositions visant à relancer la construction européenne, en particulier sur le plan économique et monétaire : détermination du siège de l'Institut monétaire européen (IME), application du « Livre blanc » de la Commission, respect des programmes de convergence.

Les structures institutionnelles de discussion franco-allemandes favorisent également la relance européenne, que ce soit les sommets franco-allemands au niveau des chefs d'État et de gouvernement ou les conseils Ecofin franco-allemands, créés en 1988 et se réunissant quatre fois l'an. Ces derniers ont été particulièrement fructueux lors de la négociation du traité de Maastricht pour parvenir à des consensus.

Enfin, les nombreuses manifestations de coopération monétaire franco-allemandes, en particulier dans des instants critiques, tels que les crises du Système monétaire européen (SME) de septembre 1992 et juillet 1993, ont également fortement contribué à maintenir la dynamique européenne.

2. L'Allemagne et la France ont des positions et des situations très similaires vis-à-vis des critères de convergence requis pour entrer dans la phase 3 de l'Union économique et monétaire

Ces critères concernent l'inflation, calculée au moyen de l'indice des prix à la consommation, la situation des finances publiques, mesurée par le déficit des administrations publiques et la dette publique, les taux de change dans le SME, et le niveau des taux à long terme, témoin de la crédibilité de la politique et des équilibres généraux.

L'importance du respect des critères de convergence avant l'entrée en phase 3 de l'UEM est très fortement partagée par les responsables économiques français et allemands, notamment en ce qui concerne la discipline budgétaire qui est celle qui pose actuellement problème.

Depuis quelques années, les déséquilibres des finances publiques se sont fortement accentués dans les pays européens. S'ils n'étaient pas résorbés dans les prochaines années, ces déséquilibres pourraient être de nature à retarder le processus d'intégration monétaire européenne.

En France, le déficit de l'ensemble des administrations publiques qui équivaleait à 2 % du PIB en 1991, en représentait 5,8 % en 1993. Dans le même temps, la dette publique est passée, selon le même critère de calcul de 35,7 % du PIB à 45,8 %. Si, pour ce second critère, nous restons encore nettement en deçà du maximum de 60 % déterminé par le traité de Maastricht, nous le dépassons sensiblement pour le déficit, le critère étant de 3 %. Certes, la récession a une part de responsabilité dans cette dégradation, mais le déficit structurel s'est également alourdi. Aussi, les autorités publiques, conscientes que la reprise de la croissance ne suffira pas à provoquer un rééquilibrage suffisant des finances publiques, ont-elles programmé un important effort de réduction des déficits. Un programme de convergence a été présenté dans ce sens conjointement par la France et l'Allemagne en novembre 1993. En ce qui concerne la France, ce programme prévoit le retour du déficit, en 1996, à un montant ne dépassant pas l'équivalent de 3 % du PIB et une stabilisation, cette même année, du poids de la dette publique à 49,5 % du PIB. La traduction au niveau des décisions gouvernementales de cette programmation s'appuie sur une loi quinquennale de maîtrise des finances publiques prévoyant une réduction du déficit du budget de l'État de 4 % du PIB en 1994 à 2,5 % en 1997.

Dans cet esprit, le budget pour 1995 prévoit une réduction du déficit de l'État de 4 % en 1994 à 3,6 % en 1995, avec une stabilisation en termes réels des dépenses. Le déficit de la sécurité sociale est stabilisé, mais une croissance de l'économie plus vigoureuse que celle dont faisait état les premières prévisions pourrait le réduire. Au total, le déficit de l'ensemble des administrations publiques passerait de 5,8 % du PIB à 4,6 % en 1995.

La maîtrise effective des finances publiques est évidemment essentielle. Au-delà même de l'aspect du respect des critères de convergence, la poursuite d'une situation de déficit excessif ne manquerait pas de rejouer sur les conditions monétaires, ce qui pourrait compromettre la croissance économique des pays européens, avec un risque de freinage dans le processus d'unification européenne.

3. Mais c'est par leur détermination à maintenir la stabilité monétaire que les deux pays contribuent le plus efficacement à l'intégration monétaire en Europe

3.1. La stabilité monétaire est, pour les deux économies, un impératif et ce pour deux raisons

– La France et l'Allemagne sont des économies puissantes, mais de taille moyenne comparées aux autres économies dominantes, très largement ouvertes sur l'extérieur, devant mobiliser une épargne suffisante pour financer leurs investissements et dépendantes des apports de non-résidents sur les marchés de capitaux : le deutschemark, et encore moins le franc français, ne sont pas des monnaies de réserve aussi utilisées que le dollar. Il n'y a donc pas une attraction structurelle spontanée des non-résidents pour ces monnaies : il faut entretenir constamment un climat de confiance et, par conséquent, maintenir en toute circonstance la crédibilité de la monnaie.

– La stabilité monétaire est un facteur de compétitivité structurelle de l'économie, ce qui est particulièrement important pour des pays qui font le quart ou le tiers de leur chiffre d'affaires avec le reste du monde. L'Allemagne a fait depuis longtemps sienne cette politique. En France, depuis plusieurs années, la conviction est maintenant bien établie que la recherche de gains de compétitivité et la stimulation de l'économie par la sous-évaluation de la monnaie sont illusoires. Au contraire, c'est en écartant cette éventualité que l'on amène les entreprises à surveiller leurs coûts, leur productivité et la qualité de leur production. Ainsi, les statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI) montrent, depuis 1986, année au cours de laquelle on estime généralement que les parités des monnaies européennes étaient现实的, une augmentation d'environ 8 % du taux de change effectif nominal du franc vis-à-vis des autres pays européens. Mais, en termes réels, qu'elle soit déflatée par les prix à la consommation, les coûts unitaires salariaux, les prix à la production, l'évolution du taux de change effectif dégage un gain de compétitivité se situant, selon les critères, entre 2 % et 7 %, et cela vis-à-vis de l'ensemble des pays européens, y compris donc l'Espagne, l'Italie, le Royaume-Uni, pays dont les monnaies ont été fortement dévaluées.

Ainsi, depuis déjà plusieurs années, les exportations contribuent de manière substantielle à la croissance de l'économie française : depuis 1988, sur un taux de progression annuel moyen du PIB de 2,1 %, l'apport des exportations a été de 1,2 point, soit plus de la moitié ; il en sera de même en 1994 et, vraisemblablement en 1995, année au cours de laquelle nous attendons un accroissement de 3 % du PIB.

3.2. Mais la politique de stabilité monétaire maintenue dans les deux principales économies européennes est aussi un stimulant puissant pour le processus d'intégration européenne

Présentement, il est difficile d'imaginer le marché unique, l'abolition de toutes les frontières, si subsistent ces barrières que représenteraient des cours de change irréalistes et fluctuants. Par ailleurs, la politique de stabilité monétaire, en contribuant à la stabilité des taux de change et en créant les conditions d'une croissance saine et durable est évidemment une condition à une avancée vers la phase 3 de l'Union économique et monétaire européenne : il est en effet important que la reprise économique observée actuellement se poursuive sans risque de surchauffe, afin d'éviter, comme on l'a observé dans certains pays en 1990 et en 1991, qu'elle ne débouche sur une violente récession. Une telle évolution serait évidemment désastreuse pour le respect des échéances européennes.

Les évolutions constatées en 1993 et 1994 illustrent l'apport de la politique de stabilité monétaire dans le processus d'Union européenne.

De fortes tensions sur les marchés de change ont caractérisé l'année 1993. La coopération des autorités monétaires françaises et allemandes a permis de les surmonter. La décision a été prise le

2 août 1993 de maintenir le mécanisme de change du SME comme élément central de la construction européenne, en dépit d'un élargissement des marges de fluctuation, réponse technique adaptée aux circonstances du marché. Mais ce qui allait suivre cette décision devait être déterminant : soit certains gouvernements cédaient à la pression de ceux qui prônaient un changement de politique monétaire, une baisse prononcée et brutale de leur taux d'intérêt à court terme, une dépréciation du taux de change, susceptible, croyaient-ils, de relancer la croissance et d'améliorer l'emploi ; soit ils maintenaient la politique de stabilité monétaire, dans l'esprit d'ailleurs de la décision du 2 août, qui avait confirmé la grille des cours centraux, justifiée en regard de la situation économique des pays membres. C'est le choix qui fut fait notamment par les autorités monétaires françaises : il est remarquable de constater que, dans les mois qui suivirent, les taux de change des pays du SME, et en particulier de ceux présentant la meilleure situation fondamentale en matière de prix, se sont spontanément et fortement rapprochés et sont restés regroupés à l'intérieur des anciennes limites de fluctuation, sans contrainte d'aucune sorte. Durant la même période, une baisse des taux d'intérêt à court terme a été possible, baisse progressive, mais finalement très substantielle. Les taux à trois mois ont, depuis cette période, diminué de plus d'un point et demi en Allemagne, de plus de deux points en France.

Cette politique a permis de maintenir un optimum en matière de coût de financement de l'économie. À fin 1993, les taux à long terme à dix ans étaient nettement inférieurs à 6 % en Allemagne et en France, niveau le plus bas des grandes économies occidentales, Japon excepté.

Certes, depuis, les marchés de taux ont été fortement orientés à la hausse dans tous les pays. Mais, dans l'ensemble européen, c'est incontestablement dans le groupe de pays ayant maintenu la politique de stabilité monétaire que cette hausse a été la moins importante, sans que soit remis en cause le bas niveau des taux à court terme ; ainsi ce groupe de pays a-t-il désormais les taux réels les plus bas, tant à court qu'à long terme.

Une autre orientation remarquable, tant pour la garantie de continuité de la politique monétaire que pour l'avancée de l'intégration monétaire européenne, a été la promulgation en France de la loi donnant, à partir du 1^{er} janvier 1994, l'indépendance à la Banque de France dans le domaine de la politique monétaire, indépendance conçue dans un cadre de collégialité des décisions, avec la création du Conseil de la politique monétaire. Le Conseil a déterminé la politique monétaire pour 1994 dans un esprit de continuité et d'orientation à moyen terme. Comme la loi le lui impose désormais, il s'est fixé un objectif final de stabilité des prix, avec une norme de hausse des prix à la consommation limitée à 2 % ; deux objectifs intermédiaires sont déterminés : l'un concerne la stabilité du taux de change du franc à l'intérieur du SME ; l'autre fixe une tendance de moyen terme de 5 %, souhaitable pour l'accroissement de la masse monétaire M3. Cette tendance est compatible avec une croissance comparable du PIB nominal, compte tenu de la hausse de prix de 2 % et d'une capacité de progression potentielle du PIB réel de 2,5 % à 3,0 %.

L'avancée vers l'intégration monétaire européenne et la monnaie unique nécessite aussi un travail technique important d'harmonisation des concepts et des instruments de la politique monétaire.

C'est l'une des principales missions de l'IME, créé le 1^{er} janvier 1994, en application de l'entrée en phase 2 de l'UEM. Toutes les banques centrales participent évidemment à cette tâche et la Banque de France, semble-t-il, peut apporter beaucoup par son expérience d'un système financier moderne, décloisonné et où l'innovation financière a suscité de nombreuses réflexions méthodologiques sur les instruments d'analyse et de politique monétaire. L'évolution et l'aboutissement de cette tâche conditionnent l'efficience et la crédibilité de la future politique monétaire commune, ainsi qu'une application effective du principe de subsidiarité.

LE POINT DE VUE DES BANQUES CENTRALES SUR LES PROBLÈMES RELATIFS AUX SYSTÈMES DE PAIEMENT¹

De nombreux progrès ont été réalisés, depuis la fin des années quatre-vingt, dans la compréhension et la prévention des risques inhérents aux systèmes de paiement. Mais beaucoup reste encore à faire.

DIDIER BRUNEEL
Secrétariat général

- Si l'on se réfère aux phénomènes de mode, les problèmes posés par l'organisation et le fonctionnement des systèmes de paiement ont cédé en 1994 la première place aux problèmes posés par le développement des marchés de produits dérivés.
 - Pour reprendre les termes utilisés par Dennis Weatherstone, président de la Banque JP. Morgan, les risques inhérents aux marchés dérivés sont « d'une grande complexité, ils manquent de transparence et sont mal compris des dirigeants de banque, et apparaissent grevés de lourdes incertitudes d'ordre juridique ».
 - Ces mêmes termes qualifiaient, à la fin des années quatre-vingt, les risques inhérents aux systèmes de paiement.
- De nombreux progrès ont été réalisés, dans les années quatre-vingt, dans la compréhension et la prévention de ces risques. Mais beaucoup reste encore à faire et ce sujet reste profondément d'actualité.
- En retracant rapidement les caractéristiques de l'évolution récente en matière de transactions financières, l'étude présente, dans une première partie, *les raisons de l'implication des banques centrales dans le domaine des systèmes de paiement de gros montants*.
 - La seconde partie est consacrée aux *modalités d'intervention des banques centrales dans la prévention des risques liés aux systèmes de paiement*.

¹ Cette étude reprend de larges extraits de la contribution présentée par Didier Bruneel, Secrétaire général de la Banque de France, le 2 novembre 1994 à Sydney, dans le cadre de la 13^e Conférence internationale sur les systèmes de paiement.

1. L'accroissement des risques dans les règlements interbancaires et l'intervention des banques centrales

1.1. Évolution récente des transactions financières

Dans son dernier rapport annuel, paru en juin 1994, la Banque des règlements internationaux (BRI) consacre un chapitre extrêmement intéressant à l'évolution récente des systèmes de paiement. Les experts de la BRI utilisent à cet égard une métaphore judicieuse : « Les systèmes de paiement et de règlement sont à l'activité économique ce que les routes sont à la circulation : des infrastructures nécessaires, mais dont on oublie l'existence jusqu'au jour où se produit un embûche ou un carambolage ».

C'est exactement ce qui s'est passé :

- le trafic s'est considérablement accru, en raison d'une augmentation de l'activité, d'une soudaineté sans précédent, observée dans le domaine financier, tant au plan national qu'international ;
- des accidents se sont produits ;
- la nature et l'ampleur des risques ont changé.

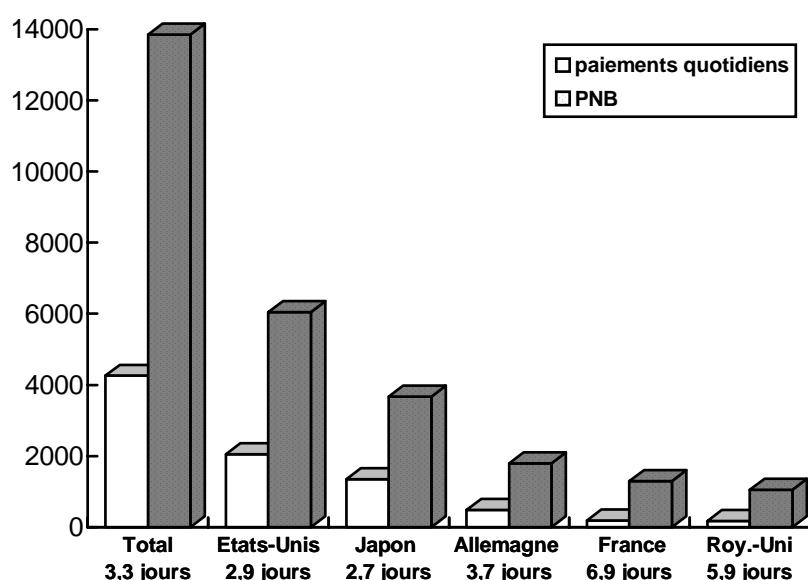
1.1.1. L'accroissement du volume d'activité

1.1.1.1. Une hausse spectaculaire de la valeur des paiements à l'échelon de la planète

La valeur globale des paiements a connu un essor sans précédent. Comme le montre le graphique ci-après, il suffit désormais de quelques jours pour que les transferts interbancaires représentent un montant équivalant au PNB annuel d'un pays développé.

VALEUR GLOBALE DES TRANSFERTS INTERBANCAIRES EN 1992

en milliards de dollars américains 1992



1.1.1.2. Les transactions sur les marchés monétaires nationaux

Comme le souligne la BRI, une grande part de l'augmentation des transferts interbancaires concerne les transactions sur les marchés monétaires nationaux, qui est due à l'introduction de nouveaux instruments à court terme, mais aussi à l'extension et à la profondeur accrue des marchés existants. On peut illustrer ce point par les flux de paiements journaliers sur les comptes tenus par les banques centrales.

ROTATION DES FLUX DE PAIEMENTS QUOTIDIENS SUR LES COMPTES DES BANQUES CENTRALES (a)		
	1988	1993
États-Unis	38	51 (b)
Japon.....	32	70
Allemagne.....	6	12 (24 en 1994)
France	7	455 (b)
Royaume-Uni.....	nd	nd
Canada.....	26	75

(a) Moyenne journalière des flux issus des principaux systèmes de paiement, divisée par la moyenne journalière des soldes des comptes courants des établissements de crédit sur les livres des banques centrales
(b) Reflète certaines réductions de réserves obligatoires (source : Bruce J. Summers)
nd : non disponible

1.1.1.3. Les opérations de change

Il faut cependant noter que la part la plus importante de l'augmentation des transferts interbancaires est le plus souvent liée aux *opérations de change*. Selon l'étude faite par les banques centrales du Groupe des Dix (G 10) concernant l'activité des marchés de change, les flux de paiements quotidiens nets avoisinaient 900 milliards de dollars en avril 1992 — c'est-à-dire près de trois fois la valeur de 1986 ; en base annuelle, cela représente près de douze fois les PIB annuels additionnés des pays de l'OCDE.

De plus, la part des *opérations transfrontières* dans la valeur totale des transferts interbancaires a progressé de manière spectaculaire.

PART DES TRANSFERTS INTERNATIONAUX DANS L'ENSEMBLE DES TRANSACTIONS DE MONTANTS ÉLEVÉS			
	(en pourcentage)		
	1985	1990	1992
États-Unis	41		47
Japon.....	15		14
Allemagne.....		21	55
France		16	27
Royaume-Uni.....	nd	nd	nd

nd : non disponible
Source : BRI. La décomposition entre activité domestique et internationale est uniquement basée sur la spécialisation des systèmes.

1.1.1.4. Les marchés de valeurs mobilières

À côté de l'augmentation de la valeur globale des paiements, une autre évolution importante est *la rapide croissance de l'activité des marchés de valeurs mobilières*, et notamment des valeurs d'État. Dans la ligne du phénomène observé pour les opérations de change, il faut noter qu'une part notable de cette croissance s'est produite sur les marchés internationaux, et s'est traduite par d'importants investissements transfrontières.

INDICATEURS DE TENDANCE DU VOLUME D'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES			
	(en pourcentage du PNB)		
	1985	1989	1993
États-Unis	440	480	630
Japon	330	410	220
Allemagne	34	72	110
France	20	66	116
Royaume-Uni	50	160	240

Source : BRI

1.1.1.5. Les marchés dérivés

Bien que l'expansion des marchés dérivés ait été tout à fait remarquable ces dernières années, aussi bien en termes de chiffre d'affaires que de montants notionnels, *leur impact sur les règlements a été nettement plus modeste*, car les techniques de règlement de beaucoup de ces marchés limitent ou éliminent les règlements. Ainsi les paiements journaliers moyens effectués par les participants à l'« Option Clearing Corporation » (société de compensation sur options), dont le siège est à Chicago, se sont-ils élevés à 71 millions de dollars en 1993, soit seulement 0,4 % des volumes totaux négociés.

1.1.2. Les accidents

La faillite de la *Banque Herstatt* en 1974 a mis en évidence le risque résultant, dans le règlement des transactions de change, du *décalage dans le temps entre les règlements irrévocables dans les monnaies concernées*. Ce risque important n'a pas encore été éliminé — ainsi les défaillances de la Banque de crédit et de commerce internationale (BCCI) et du groupe Maxwell ont entraîné des pertes dues à un défaut de règlement sur les opérations de change.

En novembre 1985, la *Banque de New York*, dont les actifs totaux se montaient à 15 milliards de dollars, n'a pu livrer les valeurs mobilières qu'elle avait vendues, ni recevoir les fonds qui lui étaient dus, en raison d'une panne d'ordinateur. Le découvert de la Banque de New York a atteint 22,6 milliards de dollars auprès du Système de réserve fédérale, dont plus de 20 milliards empruntés par le biais du guichet de l'escompte, ce qui représentait plus de vingt fois le montant de son capital.

Le krach boursier de 1987 a mis en évidence que le système de paiement des États-Unis n'était pas à l'abri d'une difficulté. La chute brutale des cours des valeurs mobilières américaines en octobre 1987 provoqua une crise de liquidité majeure parmi les maisons de titres. Cette crise entraîna des cessations de paiement de fait au sein des systèmes d'échange américains que seule une intervention du Système de réserve fédérale fut à même de résorber, en demandant explicitement aux principaux établissements de crédit d'accorder des prêts aux maisons de titres. Une faille était ainsi découverte dans des systèmes d'échange en principe sécurisés.

Seul un grand effort des autorités monétaires et des participants au marché a permis de maîtriser les problèmes d'ordre systémique qui ont suivi la défaillance de *Drexel-Burnham Lambert* en 1990. Les

contreparties avaient en effet refusé de négocier avec les filiales de la société, malgré les assurances prodiguées publiquement quant à leur solvabilité, et l'on a vu s'amorcer un déclin général de la confiance sur les marchés. Ce comportement a failli aggraver encore les problèmes de liquidité et les blocages dans les règlements concernant de nombreux marchés, y compris ceux des valeurs d'État, des marchés dérivés et des marchés de change.

D'importants efforts ont été nécessaires en 1991 pour coordonner la clôture de la *BCCI*, en évitant de générer de lourdes pertes résultant d'opérations de change qui n'étaient que partiellement réglées, comme de trop perturber les systèmes de paiement.

1.1.3. Le changement dans la nature et l'ampleur des risques

1.1.3.1. Risque de crédit et risque de liquidité

Une transaction entraîne un paiement ; il s'agit donc en général d'un contrat qui implique un échange entre deux parties. L'une des étapes de l'échange est le paiement lui-même, l'autre pouvant être la livraison d'un bien ou d'un service, ou encore le transfert de fonds ou d'actifs financiers, comme dans le cas des contrats de change ou d'échange de titres.

Les transactions financières engendrent *deux catégories de risques fondamentaux* pour les contreparties qui les souscrivent. Le risque de crédit est le risque de voir des participants à la transaction ne pas être payés d'une créance échue, en particulier lorsque l'une des parties est défaillante. Le risque de liquidité est le risque de voir la contrepartie redéuable des fonds se montrer incapable de remplir son obligation de paiement en temps utile, ce qui affecte donc négativement la position de liquidité prévisionnelle du bénéficiaire des fonds au moment où ces derniers sont exigibles. Le risque de liquidité n'implique pas nécessairement la défaillance d'une contrepartie, dans la mesure où celle-ci peut se révéler en mesure de régler sa dette ultérieurement.

Les risques de crédit et de liquidité peuvent provenir de décalages entre les règlements, ou de la défaillance de l'émetteur du règlement. De plus, un décalage entre la conclusion d'une opération et son règlement génère un risque de voir la transaction ne pas se faire au moment convenu, du fait de la défaillance de l'une des parties.

La distinction entre *risque de crédit et risque de liquidité* est importante. Le risque de crédit entraîne la probabilité de perte du principal et implique l'éventualité d'un risque de liquidité associé alors que le risque de liquidité n'entraîne pour l'essentiel qu'une insuffisance de disponibilités à court terme. En pratique, la distinction n'est cependant toujours pas facile à opérer. Une insuffisance de liquidité dans le cadre d'un échange peut en effet se manifester à la suite d'une défaillance technique du système de paiement, mais aussi provenir de la faillite inattendue d'une contrepartie.

1.1.3.2. L'ampleur des risques

L'augmentation brutale des transactions financières a notablement accru l'ampleur des risques de crédit et de liquidité des parties à une transaction. La défaillance de l'une des parties à une transaction dans l'accomplissement de ses obligations de livraison ou de paiement peut se traduire par des pertes non négligeables au détriment de sa contrepartie. La concurrence croissante dans les activités financières, jointe au recours à des techniques sophistiquées de gestion de trésorerie de la part des clients, a eu tendance à entraîner une *plus forte concentration des risques de crédit et de liquidité chez les intermédiaires chargés du paiement, c'est-à-dire principalement les banques*. Ainsi les banques ont de plus en plus intégré des facilités de découvert dans leurs services de paiement, leurs grands clients en venant à considérer comme normal le fait de pouvoir compter sur les fonds en cours de journée, sans se préoccuper de savoir si le règlement interbancaire a bien eu lieu.

On constate en effet que les systèmes de paiement fonctionnent très souvent sur la base de *découverts intrajournaliers* tacitement accordés par les banques à leurs clients ou à leurs contreparties, ou encore par les banques centrales aux banques. Ces découverts sont consentis dans le cadre d'échanges d'instruments de paiement, et ils ne disparaissent de façon définitive que lorsque les règlements irrévocables sont effectués en monnaie banque centrale.

Mais *les banques ont bien souvent une perception insuffisante des risques, quand elles ne les sous-estiment pas.* Les banques ont en effet souvent tendance à faire une confiance excessive en leurs contreparties, et elles peuvent être tentées de négliger les mesures de prudence, dont les coûts peuvent apparaître disproportionnés au regard de la faible probabilité de défaillance.

La rapide croissance des opérations transfrontières et de change accentue désormais les risques liés aux opérations internationales. Cela accroît l'importance des *problèmes liés à la coexistence de systèmes de paiement nationaux distincts*, chacun étant régi par ses propres règles et son propre cadre juridique.

1.1.3.3. Le risque de règlement sur les marchés dérivés

Bien que l'impact des opérations sur instruments dérivés sur les paiements soit relativement faible, *cela n'empêche pas le risque de règlement de rester significatif, même si sa gestion est plus difficile à séparer des procédures visant à limiter les risques relatifs au coût de remplacement à terme* des contrats, qui diffèrent à leur tour notamment selon que les instruments sont négociés sur des marchés organisés ou bien de gré à gré.

La gestion du risque lié aux instruments négociés dans le premier cas est centralisée auprès d'une chambre de compensation agissant comme contrepartie de toutes les opérations traitées entre ses membres. Les risques de crédit sous-jacents sont compensés sur une base multilatérale, la chambre de compensation se protégeant en limitant les positions, en exigeant des garanties, par des accords de partage des pertes et des lignes de crédit de substitution. Le règlement effectif de ces obligations est généralement opéré le jour suivant. De telles dispositions ont tendance à concentrer le risque sur la chambre de compensation, dont la solidité constitue un élément fondamental pour la solidité du marché.

À l'inverse, le risque de crédit sur les marchés de gré à gré est géré sur une base bilatérale par les participants, et le règlement journalier est peu fréquent. Un des grands problèmes qui se pose aujourd'hui est de savoir s'il est *souhaitable et possible d'étendre les mécanismes des chambres de compensation aux produits négociés de gré à gré*, car des accords de compensation bien conçus pourraient avoir des avantages considérables en termes de gestion du risque.

1.1.3.4. Aléa moral et prêteur en dernier ressort

Dans certaines circonstances exceptionnelles, la banque centrale pourra décider de prolonger un crédit en faveur d'une banque en difficulté, de manière à lui fournir suffisamment de liquidités pour faire face à ses obligations au cours d'une période de crise. Une telle aide d'urgence sur le plan des liquidités, apportée par la banque centrale en sa qualité de prêteur en dernier ressort, peut permettre à une banque de traverser une période difficile, jusqu'au moment où elle retrouvera davantage de solidité, et de confiance de la part du marché, pour fonctionner à nouveau en toute indépendance, ou encore jusqu'à ce que les autorités financières puissent mettre sur pied une solution de caractère plus permanent aux problèmes qu'elle rencontre. *La capacité de la banque centrale d'être ainsi prêteur en dernier ressort constitue à cet égard un moyen utile, qui vise à limiter la propagation des problèmes financiers*, qui proviennent d'un établissement connaissant des difficultés de manière isolée, en direction des systèmes financiers et de paiement dans leur ensemble.

Mais l'efficacité de l'intervention implique que la banque centrale ne cherche à résoudre que des problèmes de liquidité, sans déborder ce cadre en passant du risque de liquidité au risque de crédit. Une banque centrale se doit d'user judicieusement de sa capacité de prêter en dernier ressort, consciente

que les établissements de crédit pourraient être tentés d'accepter des risques plus élevés, s'ils estimaient pouvoir compter systématiquement sur son soutien en cas de difficulté. *Les autorités doivent être conscientes de l'alea moral pouvant naître des diverses caractéristiques du « filet de sécurité » qu'elles mettent en place, et elles doivent chercher à minimiser ce risque.*

1.2. Les raisons de l'intervention des banques centrales dans les systèmes de paiement de gros montant

L'augmentation spectaculaire des volumes traités, les incidents et le changement de nature et d'ampleur des risques ont fort logiquement sensibilisé les banques centrales aux nombreux problèmes à résoudre. La gestion des risques dans les systèmes de paiement, tant sur le plan des participants que du système tout entier, constitue aujourd'hui un objectif prioritaire, pour les pouvoirs publics comme pour les participants. Un large éventail d'initiatives ont été prises, dans le but d'assurer aux systèmes de paiement et de règlement toute l'efficacité et la solidité nécessaires.

Les banques centrales ont un rôle naturel à jouer dans les systèmes de paiement, en leur qualité d'unique émetteur de monnaie banque centrale et de responsable de la tenue des comptes des établissements de crédit, par le biais desquels se dénouent irrévocablement les créances et les dettes réciproques. Comme les banques centrales sont aussi responsables de la stabilité de l'ensemble du système financier, elles doivent naturellement s'assurer que le système de paiement, qui en est l'un des piliers, est à la fois solide et efficace.

Le système de paiement représente le tissu conjonctif de toute l'activité économique et financière de l'économie de marché moderne. Son fonctionnement harmonieux et sans heurt dépend de la capacité des établissements à mener à bien les transactions et de leur confiance dans la capacité de leurs contreparties à en faire autant. Le système de paiement est donc *le principal canal de transmission des chocs entre les participants et les marchés*. Les coûts réels induits par une crise systémique expliquent le souci des autorités d'assurer la sécurité et la solidité du système financier en général, et des systèmes de paiement en particulier.

1.2.1. La notion de risque systémique

Les préoccupations fondamentales rencontrées dans le contexte des systèmes de paiement et de règlement ne concernent pas tant les risques encourus par les établissements à titre individuel ou les risques cantonnés à des segments de marché particuliers, que le risque systémique. Le rapport Angell, le « Livre bleu » des banques centrales de la Union européenne ou le « Livre rouge » de celles du Groupe des Dix, l'ont défini comme le « risque que la défaillance d'un participant à un système interbancaire de transfert de fonds, à un système de règlement de valeurs mobilières ou à tout marché de capitaux d'une manière générale, se trouvant dans l'incapacité de remplir ses obligations entraîne, pour les autres participants ou institutions financières, l'impossibilité de s'acquitter en temps voulu de leurs propres obligations ».

Il s'agit cependant d'une définition très large qui doit être précisée. Le principal sujet de préoccupation des banques centrales est constitué par les pertes potentielles ou les difficultés d'une ampleur telle qu'elles s'avèrent impossible à gérer ou à contenir dans le cadre des accords existants. De telles pertes ou difficultés pourraient menacer la stabilité des systèmes de paiement et des marchés financiers, si des effets de contagion entraînaient des complications pour d'autres entités économiques, d'autres segments de marché, voire pour l'ensemble du système financier. Le déclenchement d'une crise systémique implique le plus souvent un choc initial, qui entraîne la défaillance d'une ou plusieurs institutions financières importantes, ce qui affecte à son tour le système financier dans l'un au moins des trois domaines clés suivants : les règlements, l'allocation du crédit ou la fixation du prix des actifs financiers.

1.2.2. Le rôle propagateur du système de paiement

Les systèmes de paiement et de règlement constituent potentiellement une voie privilégiée de propagation des crises systémiques, car ils peuvent être à l'origine de *réactions en chaîne*. L'impossibilité d'un ou plusieurs établissements d'effectuer leurs règlements, ou la crainte d'une telle défaillance, peuvent déclencher et propager des désordres financiers. Ces perturbations dans les systèmes de paiement peuvent avoir des répercussions dans toute l'économie, dans la mesure où l'activité économique tout entière est fondée sur la capacité de régler les transactions et sur la confiance dans la capacité des contreparties à faire de même.

Plusieurs des caractéristiques des risques courus à travers les systèmes de règlement et de paiement conduisent à penser que *leur aptitude à exacerber un dysfonctionnement est particulièrement élevée*. En raison de la valeur des transactions à régler, et du fait de la synchronisation imparfaite entre paiements et encaissements ou entre livraison et paiement d'une opération, les risques de crédit et de liquidité, même de courte durée, peuvent être très importants, si on les rapporte au capital des participants. Cette observation vaut tout particulièrement pour les fournisseurs de services de paiement, tels les banques, dont la tâche est précisément d'absorber les risques de liquidité qui, en leur absence, auraient été supportés par leurs clients. En outre, du fait du rythme soutenu de l'activité financière, et notamment boursière, il est extrêmement difficile pour les participants de se faire une idée des risques indirects auxquels ils sont confrontés du fait des risques encourus par leurs contreparties.

Des risques élevés et imprévisibles, joints à une information limitée sur leur importance et leur distribution, tels sont les ingrédients susceptibles de propager et d'intensifier des chocs financiers. Le problème est que les participants, incapables de faire la différence entre les problèmes de liquidité à court terme et ceux, sous-jacents, touchant à la solvabilité, auront naturellement tendance à réduire l'offre de fonds et à ne plus effectuer de transactions. Ce mouvement pourra à son tour déclencher des ventes forcées d'actifs, puis des baisses de prix générales, qui entameront la solvabilité des établissements. Dans le pire des cas, on pourra voir apparaître un cercle vicieux de défauts de règlement, chute des prix et faillites. Des défauts temporaires de règlement peuvent donc entraîner des faillites, dans la mesure où les participants aux systèmes fondent leur action sur les informations limitées dont ils disposent.

1.2.3. Importance particulière des systèmes de règlement de gros montant

À la différence des systèmes de paiement de petit montant, qui irriguent de façon diffuse l'ensemble de l'économie, les systèmes de paiement de gros montant fournissent des liquidités aux systèmes interbancaires de transfert de fonds, aux systèmes de règlement d'opérations sur titres et aux systèmes de règlement d'instruments dérivés. *Les systèmes de règlement de gros montant qui sous-tendent les marchés interbancaires sont donc les voies à grande circulation du système de paiement d'une nation.* La sûreté et l'efficacité de leur fonctionnement ont une influence, non seulement sur les marchés qu'ils desservent directement, mais aussi sur l'ensemble du système financier d'un pays. Ils constituent de plus, au plan international, le dispositif par lequel se règlent de façon définitive les transactions relatives aux marchés transfrontières et multidevises. Les marchés financiers internationaux, tout comme ceux qui portent sur les marchandises, dépendent en effet de manière décisive des systèmes nationaux de transfert de gros montant pour le règlement de leurs obligations dans la monnaie où se négocient les transactions.

La centralisation des informations relatives aux échanges économiques dans leur ensemble a donc lieu dans les systèmes de règlement de gros montant ; c'est pourquoi on y retrouve les risques issus de tous les aléas, dysfonctionnements ou déséquilibres qui affectent les échanges économiques. Ces difficultés peuvent se répandre chez les agents économiques en raison du chevauchement des transactions qui apparaissent concentrées dans les systèmes de règlement de gros montant par l'intermédiaire des banques. *Le risque systémique se situe donc le plus souvent à l'intérieur des*

systèmes de règlement de gros montant, car ce sont eux qui ont la capacité la plus grande de détériorer la liquidité de leurs utilisateurs. Cela explique que leur conception et leurs conditions de fonctionnement constituent une préoccupation majeure des banques centrales.

Dans la ligne des orientations tracées dans le Rapport annuel 1993 de la BRI, l'analyse qui précède trace les directions dans lesquelles il faut s'engager pour réduire les risques inhérents au processus de règlement, au-delà des simples mesures visant à préserver la sécurité physique des dispositifs existants :

- donner aux participants la capacité de mieux connaître et contrôler leurs engagements vis-à-vis de leurs contreparties, cette mesure pouvant éventuellement être renforcée par des mécanismes de surveillance plus centralisés ;
- raccourcir les délais de règlement autant que la technique le permet ;
- diminuer les crédits implicites résultant du manque de synchronisation entre paiement et encaissement ou du décalage entre livraison et règlement ;
- mettre en place des procédures, généralement sous forme d'un partage des risques, destinées à limiter les conséquences d'un défaut de règlement d'un participant sur la capacité des autres à honorer leurs obligations ;
- faire en sorte que les participants soient suffisamment incités à maîtriser les risques qu'ils encourrent ; il importe, en particulier, de restreindre leurs possibilités de recourir à la banque centrale pour pallier un défaut de règlement ;
- faire disparaître les incertitudes de nature juridique susceptibles d'avoir un impact sur le processus de règlement, s'agissant notamment des dispositions applicables à la compensation et à la liquidation judiciaire.

2. Les modalités de l'intervention des banques centrales en matière de systèmes de paiement

La responsabilité de la stabilité d'ensemble du système financier incombe aux banques centrales, cela implique évidemment un engagement très clair à l'égard des systèmes de paiement. Cet engagement des banques centrales peut être décrit à trois niveaux distincts : la réglementation des systèmes de paiement, la surveillance de ces derniers et l'offre de services de paiement.

2.1. L'activité réglementaire

2.1.1. Coopération et coordination entre banques centrales

2.1.1.1. Au sein du Groupe des Dix

Le développement des relations entre les systèmes de paiement domestiques des grands pays, mais aussi la croissance rapide des opérations de change et des flux de règlement correspondants, ont conduit les banques centrales à accorder une attention de plus en plus soutenue à la réduction des risques des *paiements domestiques et transfrontières*. Les banques centrales s'intéressent en particulier aux développements structurels, comme la mise en place de systèmes de compensation organisés capables de gérer des obligations de change au comptant et à terme, ou encore les flux de règlement associés, car de tels systèmes posent à leurs participants, mais aussi aux banques centrales, de très importants problèmes d'identification et de maîtrise des diverses formes de risques de crédit et de liquidité.

Au cours des dernières années, le groupe d'experts chargé des systèmes de paiement, devenu en 1991 le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CPSS ou *Committee on Payment and Settlement Systems*), a procédé à l'étude de l'utilité et des limites de la compensation, ainsi que des

moyens de contribuer à la mise en œuvre de dispositions plus sûres concernant les paiements. Le *rapport Angell* (du nom de l'ancien président du CPSS), publié en février 1989, a permis de parvenir à une conception commune de la compensation, ce qui a représenté un premier pas important dans l'harmonisation des concepts relatifs aux systèmes de paiement.

La Banque des règlements internationaux a publié en novembre 1990 le *rapport Lamfalussy* sur les systèmes de compensation interbancaire, qui abordait les mêmes questions que le rapport Angell. L'une de ses principales conclusions est que *les systèmes de compensation multilatérale peuvent contribuer de manière efficace à la réduction des risques de crédit et de règlement à la condition que leur conception et leur gestion soient faites dans une optique de sécurité. À l'inverse, si leur conception est défectueuse et avec pour seul objectif la réduction des coûts, la compensation peut être une source importante de risque systémique*. Pour éviter une telle dérive des procédures de compensation, le rapport présente six normes minimales¹, auxquelles doit satisfaire tout système de compensation transfrontière ou multidevises, de paiements ou de contrats.

Faisant suite au rapport Lamfalussy, le *rapport Noël*, qui a été publié par le CPSS en septembre 1993, a franchi une étape supplémentaire, en analysant les services susceptibles d'être offerts par les banques centrales afin d'améliorer la sécurité et l'efficacité des paiements transfrontières. Bien que ne proposant pas de recommandations, le rapport Noël, qui se veut essentiellement analytique, a fait progresser la compréhension par les banques centrales des coûts et des avantages des divers accords de paiement et de règlement. Ce rapport doit servir de base de discussion avec le secteur privé sur les moyens de réduire le risque de règlement dans les opérations de change.

Le CPSS, actuellement présidé par M. Mc Donough, a repris ses travaux sur ce sujet. Pour permettre de mieux comprendre les pratiques du marché et engager plus largement le dialogue avec le secteur privé, une étude a récemment été réalisée dans chaque pays du Groupe des Dix, à partir d'un échantillon d'établissements bancaires. Le CPSS a l'intention de proposer prochainement quelques orientations nouvelles dans ce domaine.

2.1.1.2. Dans l'Union européenne

Les banques centrales de l'Union européenne ont renforcé leur coopération dans le domaine des systèmes de paiement, en créant, en janvier 1991, un groupe de travail *ad hoc*, sous la présidence de M. Padoa-Schioppa, afin d'étudier les problèmes posés par la réalisation du Marché unique et le projet d'union monétaire. Comparés aux efforts de coopération des banques centrales du Groupe des Dix, les travaux menés au plan européen apparaissent distincts à trois égards :

– tout d'abord, et jusque récemment, ils ont été principalement menés *dans l'optique de la mise en place du Marché unique*, qui a aboli les frontières nationales. Cela nécessite un minimum d'harmonisation des systèmes domestiques, le plus souvent hétérogènes, afin d'établir en Europe les conditions d'une concurrence équitable ;

¹ I. « Les systèmes de compensation doivent avoir une base juridique solide dans toutes les juridictions concernées.

II. Les participants à un système de compensation devraient avoir une idée précise de l'incidence de ce dernier sur chacun des risques financiers afférents au processus de compensation.

III. Les systèmes de compensation multilatérale devraient être dotés, pour la gestion des risques de crédit et de liquidité, de procédures clairement définies précisant les responsabilités respectives de l'agent de compensation et des participants. Ces procédures devraient également garantir que toutes les parties sont à la fois incitées et aptes à gérer et à restreindre chacun des risques qu'elles encourent et que des limites sont fixées au niveau maximal de risque de crédit auquel chaque participant peut être exposé.

IV. Les systèmes de compensation multilatérale devraient permettre, pour le moins, d'assurer l'exécution en temps voulu des règlements journaliers dans le cas où le participant présentant la position débitrice nette la plus élevée serait dans l'incapacité de s'exécuter.

V. Les systèmes de compensation multilatérale devraient comporter des critères d'admission objectifs et dûment publiés, permettant un accès sur une base non discriminatoire.

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

– il existe ensuite, au sein de l'Union européenne, des *liens étroits entre la surveillance des systèmes de paiement, le contrôle des banques et la politique monétaire* ; il y a déjà une législation commune de l'Union européenne sur les services bancaires et financiers et un système de change commun (le Système monétaire européen) qui débouchera sur une Banque centrale européenne et une monnaie unique ;

– enfin, *l'Europe dispose d'une autorité législative commune*, ce qui n'existe pas au niveau du Groupe des Dix, pour lequel la coopération repose sur des bases informelles et sur le libre choix des pays concernés.

La concertation permanente qui a été menée au sein de l'Union européenne au cours des quatre dernières années a permis, grâce à un enrichissement mutuel de la réflexion des banques centrales concernées, de clarifier de nombreuses questions.

Le rapport sur « *les caractéristiques minimales communes des systèmes de paiement nationaux* », qui a été diffusé en novembre 1993, sert désormais de référence aux banques centrales de l'Union européenne pour la définition de leur stratégie. Ce rapport énonce *des principes d'harmonisation des systèmes domestiques dans les domaines de l'accès, de la maîtrise du risque et des caractéristiques juridiques, techniques et opérationnelles*. Afin de minimiser les risques systémiques inhérents aux systèmes de paiement interbancaires, le rapport pose le principe de la création, dans chacun des États membres, de systèmes à règlement brut en temps réel par lesquels devront transiter le plus grand nombre possible de paiements de gros montant. Cela témoigne d'une nette préférence en faveur des systèmes à règlement brut en temps réel, considérés comme la manière la plus sûre de procéder au règlement des paiements de montant élevé. Dans l'optique de la préparation de l'Union économique et monétaire, l'Institut monétaire européen (IME) et les banques centrales de l'Union européenne concentrent désormais leurs efforts sur la création de liens entre les systèmes à règlement brut en temps réel, afin d'établir des passerelles entre les marchés financiers. Ceci est considéré comme une condition préalable nécessaire à la mise en œuvre de la politique monétaire commune.

2.1.2. Le dialogue avec et entre les banques commerciales

Après avoir évoqué de manière détaillée la coopération entre banques centrales, il convient, dans un souci d'équilibre, de consacrer quelques réflexions à la *coopération entre banques commerciales*. Cette coopération en matière de systèmes de compensation d'opérations de change a joué un rôle de catalyseur pour la concertation entre banques centrales sur les systèmes de paiement au cours des dernières années. FXNET, système de compensation bilatérale d'obligations de change au comptant et à terme, fonctionne entre les banques de Londres et de New York depuis 1987, et des banques originaires d'autres pays l'ont rejoint depuis lors. Les projets Multinet (aux États-Unis) et Echo (au Royaume-Uni) sont aujourd'hui également pilotés par des banques commerciales.

Ces projets ont débouché sur des échanges intenses entre les banques commerciales concernées et les banques centrales, sur la façon dont ces systèmes entendent satisfaire les normes Lamfalussy dans leur intégralité. Sur la plupart des questions essentielles, les banques centrales et les banques commerciales sont parvenues à établir des concepts communs, même si elles y ont rarement réfléchi ensemble. Il est évident que les banques centrales et les banques commerciales devront coopérer étroitement à l'avenir, afin de rendre les systèmes de paiement plus efficaces, plus stables et plus sûrs.

Les banques commerciales des douze pays se sont récemment rencontrées, afin de s'assurer de leur volonté et de leur capacité à répondre de façon constructive et collective aux rapports des banques centrales sur les systèmes de paiement. Certaines banques se sont en effet inquiétées de voir les banques centrales exercer un monopole intellectuel de fait sur ces questions, au travers de la publication de divers rapports sur les systèmes de paiement, ce qui donnait au secteur privé le sentiment de perdre quelque peu

la maîtrise du débat. Les banques commerciales se sont accordées pour poursuivre les travaux dans le cadre d'un « *Groupe des Vingt* », leur permettant de discuter à l'échelle de la planète des problèmes de risque dans les systèmes de paiement et de règlement. Les banques centrales perçoivent favorablement la constitution d'un tel groupe et elles sont toutes prêtes à y envoyer des représentants à titre d'observateurs, à condition que la composition de celui-ci soit représentative de la communauté bancaire internationale.

2.1.3. Conséquences structurantes des principes établis par les banques centrales

Il est aujourd'hui essentiel d'établir ou de développer un dialogue efficace entre les banques centrales et les banques commerciales, en raison des conséquences de nature structurelle de la plupart des principes arrêtés par les banques centrales.

L'utilisation des systèmes de règlement brut en temps réel, pour le règlement des paiements urgents et de montant élevé, présente un certain nombre d'avantages très importants. Ils permettent d'éliminer les risques provenant du décalage entre paiement et règlement. Ils sont en outre l'une des pièces maîtresses pour l'octroi de l'irrévocabilité, non seulement à d'autres systèmes de paiement, mais aussi aux systèmes de règlement-livraison. Enfin — et ce n'est pas le moindre argument — ces systèmes seront utilisés pour mettre en place la politique monétaire unique lors de la phase 3 de l'Union économique et monétaire.

Le souci des banques centrales de l'Union européenne de promouvoir les systèmes à règlement brut en temps réel a souvent suscité de vives discussions avec les banques commerciales, qui ont généralement plaidé en faveur de systèmes à règlement net. Il n'en demeure pas moins vrai que les banques centrales d'un certain nombre de pays de l'Union européenne sont aujourd'hui parvenues à un accord avec la profession bancaire, et que les nouvelles procédures sont en cours de mise en place. Il semble donc que la querelle entre les systèmes à règlement brut ou net ne soit plus tout à fait d'actualité, et que l'on observe *une certaine convergence entre les deux types d'organisation*. Celle-ci vient du fait que les deux systèmes génèrent des contraintes similaires, tant en ce qui concerne la limitation des risques interbancaires intrajournaliers que la garantie des risques et les liens avec d'autres systèmes, comme les systèmes de règlement de valeurs mobilières.

2.1.3.1. Limiter les risques intrajournaliers

Le changement le plus spectaculaire par rapport à la situation antérieure tient au fait que *les risques doivent désormais être suivis et limités en temps réel en cours de journée*. Cette exigence découle de l'organisation même des systèmes à règlement brut en temps réel, ainsi que des limites bilatérales et multilatérales mises en place dans un système net satisfaisant aux normes Lamfalussy. Cette gestion des risques a un impact structurel très fort, puisqu'elle doit conduire les banques à s'assurer à tout moment qu'elles ont un niveau de liquidité suffisant, soit en monnaie banque centrale (systèmes à règlement brut en temps réel), soit en monnaie banque commerciale (système de compensation), pour effectuer leurs paiements dans les délais prescrits.

C'est pourquoi les banques devront gérer avec parcimonie leurs liquidités intrajournalières, grâce, le plus souvent, à une organisation adéquate de leurs flux de paiement. Les systèmes peuvent contribuer à cette gestion, grâce par exemple à des dispositifs d'optimisation des files d'attente dans les systèmes à règlement brut en temps réel.

Un problème important réside dans les *interactions entre la fourniture de la liquidité intrajournalière et la conduite de la politique monétaire*. Cette dernière s'appuie sur les règlements de fin de journée, et non pas sur les opérations en cours de journée, dans la mesure où l'échéance la plus courte traitée dans les interventions de marché au titre de la politique monétaire est une échéance à 24 heures. Cela signifie que, pour maintenir le contrôle de la liquidité sans modifier leurs taux, les banques centrales doivent prévenir toute transformation d'un découvert intrajournalier en découvert à

24 heures. Les modifications de taux ne doivent être motivées que par des considérations de politique monétaire.

Un taux très pénalisateur doit donc être mis en place sur les découverts intrajournaliers qui n'auraient pas disparu en fin de journée, afin de dissuader les banques d'utiliser ce moyen pour se procurer des liquidités à 24 heures, en particulier en période de tension à la hausse des taux. Ce taux pénalisateur doit donc être fixé à un niveau supérieur ou égal au taux d'intervention le plus élevé de la banque centrale. En tout état de cause, même si ce taux de pénalité est le même que celui du taux d'intervention le plus élevé, celui-ci ne joue aucun rôle dans la fourniture de liquidité intrajournalière, parce qu'il ne devient significatif que lorsqu'il est rejoint par le taux du marché.

Les découverts intrajournaliers peuvent être garantis totalement ou partiellement. Dans le premier cas, il n'apparaît pas nécessaire de faire payer la liquidité intrajournalière, dont la garantie peut présenter un coût d'opportunité pour les banques. Au contraire, en l'absence totale ou partielle de garantie, comme dans le cas des États-Unis, une tarification de la liquidité intrajournalière peut inciter les participants à la gérer de façon optimale. Cela peut donner naissance à un marché monétaire intrajournalier.

2.1.3.2. Garantir les risques

Un autre trait commun des deux types d'organisation est la nécessité de *se prémunir contre les risques interbancaires*. Dans les deux types de systèmes, la garantie est l'élément qui permet un fonctionnement efficace et sans heurt. Il est peu probable que les réserves obligatoires, dont le niveau est aujourd'hui très bas dans certains pays, puissent suffire à assurer un règlement sans à-coup des paiements dans les systèmes à règlement brut en temps réel. Ce sont donc *les garanties apportées par les participants dans les systèmes à règlement brut en temps réel qui sont susceptibles de leur procurer la plupart des liquidités en monnaie banque centrale dont ils ont besoin*.

Les garanties sont également nécessaires dans les systèmes de compensation satisfaisant aux normes Lamfalussy pour étayer les engagements de partage des pertes. Il n'en demeure pas moins que de tels systèmes de compensation, qui procurent une irrévocabilité de fin de journée, permettent aux participants d'économiser des garanties car ils ne sont eux-mêmes que *partiellement garantis*. Une telle organisation peut sembler constituer un progrès par rapport à la situation actuelle, où la majorité des systèmes de paiement ne sont pas suffisamment protégés. Mais dans quelques années, au vu de la généralisation des systèmes à règlement brut en temps réel ou de systèmes entièrement garantis — tel EAF2 en Allemagne — qui permettront d'obtenir une irrévocabilité très tôt dans la journée, cette organisation pourrait bien apparaître comme rétrograde.

Cette remarque ne s'applique pas aux systèmes de compensation bilatéraux ou multilatéraux pour les contrats de change ou les produits dérivés. Dès lors qu'il est possible, d'un point de vue juridique, de considérer qu'en cas de défaillance d'un établissement bancaire, seules les obligations nettes sont exigibles, ces systèmes sont d'une grande efficacité pour réduire les risques supportés par les banques déployant une activité sur de tels marchés. Ainsi la Banque de France, qui est favorable à ces dispositifs, a servi de catalyseur au développement de la compensation bilatérale entre les acteurs des marchés de change à Paris. Le développement de systèmes multilatéraux de compensation pour les contrats de change, comme Echo ou Multinet, est aussi très prometteur. Le contexte juridique propre à la France dans ce domaine a été considérablement amélioré par la loi du 31 décembre 1993, qui confirme la validité de la compensation multilatérale de contrats et introduit en faveur des établissements de crédit une exception à la clause du zéro heure en cas de faillite.

2.1.3.3. Systèmes de paiement et systèmes de règlement de titres

Le recours aux valeurs mobilières pour sécuriser les systèmes de règlement brut en temps réel ou les systèmes de compensation nécessite le renforcement des liens entre les systèmes de paiement et les

systèmes de règlement-livraison de titres, tant au plan national qu'international. D'une part, les systèmes de livraison contre paiement sécurisés nécessitent des systèmes de paiement efficaces. D'autre part, la livraison des titres servant de garantie aux systèmes de paiement doit être effectuée suffisamment rapidement pour satisfaire les besoins en liquidité intrajournalière.

Un tel *recours aux systèmes de règlement-livraison de titres pour garantir les systèmes de paiement* a été rendu possible par les travaux effectués tant par les banques commerciales (« rapport du Groupe des Trente », publié en mars 1989) que par les banques centrales (« rapport sur les systèmes de règlement-livraison » publié par la Banque des règlements internationaux en septembre 1992) concernant le processus de règlement-livraison des titres. Banques centrales et banques commerciales sont d'accord sur la nécessité d'instituer des liens très solides entre le règlement et la livraison des titres, afin d'éliminer le risque en principal.

Les programmes de réduction des risques mis en place par la plupart des banques centrales afin de garantir la sécurité des systèmes de paiement ont donc des conséquences sur les systèmes de règlement-livraison de titres. Dans la mesure où l'étude des questions relatives aux systèmes de paiement est de plus en plus approfondie, le besoin d'un dialogue efficace entre toutes les parties prenantes — banques centrales, banques commerciales, courtiers en valeurs mobilières, *global custodians*, dépositaires de titres nationaux et internationaux, etc. — est de plus en plus évident.

2.2. Surveillance des systèmes de paiement

2.2.1. Contrôle des établissements de crédit et surveillance des systèmes de paiement

Le contrôle des établissements de crédit et la surveillance des systèmes de paiement sont deux fonctions étroitement liées et complémentaires. Les systèmes de paiement font l'objet d'une surveillance de la part des banques centrales, alors que les établissements de crédit sont contrôlés par une autorité qui peut être ou non la banque centrale.

Le contrôle des établissements de crédit a pour objectif d'assurer leur stabilité financière. Il est normalement conduit dans un cadre réglementaire qui en fixe les modalités et qui donne à ses responsables les moyens de le faire appliquer. Sur le plan pratique, il s'effectue au moyen d'inspection approfondie des établissements.

La surveillance des systèmes de paiement s'exerce sur une base collective, plutôt qu'individuelle, l'objectif des banques centrales étant de *garantir la stabilité en évitant le risque systémique*.

Même si ces préoccupations se recouvrent en grande partie, *il existe des différences majeures dans l'approche des deux domaines.* Les règles prudentielles et le contrôle des banques mettent l'accent sur les établissements à titre individuel, et s'intéressent assez peu aux risques intrajournaliers. À l'inverse, la gestion du risque dans les systèmes de paiement est axée sur les relations entre établissements, et elle consacre une attention toute particulière aux risques intrajournaliers.

2.2.2. La nécessité d'avoir des flux d'information efficaces

Que la banque centrale ait ou non des responsabilités spécifiques en matière prudentielle, *l'accès aux informations concernant la solidité financière des participants au système de paiement est indispensable* pour exercer de façon efficace la fonction de surveillance et gérer les crises.

Il est évident que plus les participants à un système de paiement ont une situation financièrement solide, plus le système est lui-même robuste. Mais la solidité d'un établissement de crédit peut diminuer au fil du temps, et il est de la plus haute importance pour le responsable de la surveillance du système de paiement de disposer en permanence d'informations sur les participants, afin d'éviter les crises susceptibles de conduire, dans certaines circonstances, à un processus systémique. Des perturbations au

sein du système de paiement peuvent, en effet, éroder le potentiel de confiance dont les établissements de crédit disposent, notamment lorsque l'un de ceux-ci fait déjà face à une crise de confiance.

Même un simple dysfonctionnement technique du système de paiement qui affecterait un participant pourrait conduire ses contreparties à s'interroger sur sa situation, entraînant ainsi des chocs susceptibles de se propager à travers l'ensemble des systèmes bancaire et financier. C'est pourquoi il est particulièrement important d'être en mesure d'évaluer la situation des participants avec précision, de manière à savoir si l'incapacité d'une institution à payer à l'échéance est due à une crise de liquidité, à une crise de crédit ou à un problème technique.

Étant donné les interactions entre le contrôle des établissements individuels et la surveillance des systèmes de paiement, *il importe que surveillants et contrôleurs communiquent étroitement* avant que ne surgissent des problèmes graves.

Cet échange d'informations ne présente généralement aucune difficulté au plan national. Mais le développement des *systèmes de compensation transfrontières* a conduit le Comité Lamfalussy à définir, il y a quelques années, les principes d'une *surveillance concertée*. Selon ces principes, tout accord de compensation transfrontière doit être surveillé par une banque centrale qui joue le rôle de chef de file, en concertation avec les autres banques centrales concernées. C'est un processus de cet ordre qui se trouve aujourd'hui mis en œuvre dans les deux projets de systèmes de compensation transfrontières et multidevises, appliqués à des contrats de change, Echo et Multinet.

Au niveau européen, la décision de mettre en place une surveillance concertée des participants aux systèmes de paiement transfrontières dans le cadre domestique a été prise en 1992 par les gouverneurs des banques centrales de l'Union européenne. Un des aspects importants du marché unique des services bancaires, qui est entré en application en 1993, est le droit des banques commerciales de l'Union européenne d'accéder aux systèmes de paiement dans les pays où elles ne disposent d'aucune implantation. Pour préserver la solidité des systèmes de paiement, les échanges d'informations entre les contrôleurs de banques et les banques centrales, ainsi que la définition de responsabilités nettement précisées doivent respecter les principes suivants :

- tout d'abord, la responsabilité principale en matière de surveillance du système de paiement revient à la banque centrale du pays où est situé le système, tandis que la responsabilité en matière de contrôle des participants repose sur l'autorité de tutelle de leur pays ;
- deuxième point, en temps normal, l'échange d'informations transfrontières ne doit avoir lieu qu'entre banques centrales, d'une part, et entre autorités de contrôle bancaire, d'autre part, mais non entre banques centrales et contrôleurs de banques ;
- troisième point, des dispositions concernant la coordination entre les diverses autorités pour gérer les situations de crise doivent être mises en œuvre ;
- enfin, un observatoire des systèmes de paiement a été créé auprès de l'Institut monétaire européen, en vue de recueillir des informations sur la participation transfrontière aux systèmes et de coordonner l'échange d'informations entre les responsables du contrôle et de la surveillance.

2.3. La gestion des systèmes et la fourniture des services de paiement

Quel que puisse être l'engagement des banques centrales dans les systèmes de paiement, celui-ci comporte certaines limites.

Dans le dialogue qui s'est développé ces dernières années en Europe entre banques centrales et banques commerciales, certaines parmi ces dernières ont exprimé leur inquiétude de voir des *conflits d'intérêt apparaître entre les différentes fonctions des banques centrales* lorsqu'elles interviennent à la fois comme surveillant et comme participant dans un même système. Elles ont également fait part de leurs préoccupations quant aux *distorsions de concurrence susceptibles d'apparaître, dans l'hypothèse*

où une banque centrale entrerait en compétition avec des banques commerciales dans la fourniture de systèmes ou de services de règlement. Une telle concurrence est déloyale, a-t-on même insinué, car les banques centrales, à la différence des banques commerciales, peuvent fournir des liquidités sans aucune limite.

Si on accepte l'idée qu'un système monétaire et bancaire bien construit ne doit pas seulement comprendre des banques commerciales, mais aussi une banque centrale, il faut aussi accepter que la banque centrale et les banques commerciales puissent avoir certaines activités communes : créer de la monnaie, proposer des services de paiement, acheter et vendre des actifs financiers, etc. *Ce qui donne son caractère spécifique au rôle de la banque centrale, c'est le fait qu'elle poursuit une mission de service public — assurer la stabilité de la monnaie — en l'absence de toute motivation d'ordre lucratif.* La banque centrale se voit confier le pouvoir exclusif de créer de la monnaie ayant pouvoir libératoire et de réglementer certains aspects du système monétaire afin, là encore, de lui permettre de remplir sa mission de service public. Si la banque centrale interprète correctement cette mission, il ne saurait se produire ni conflit d'intérêt ni distorsion de concurrence.

En passant de ces considérations d'ordre général à *la réalité concrète des systèmes de paiement*, on peut examiner quelques-unes des fonctions spécifiques remplies par les banques centrales.

– Du point de vue des conditions d'accès, il convient de noter que *les systèmes détenus et gérés par les banques centrales se caractérisent par un nombre assez élevé de participants directs, alors que l'accès direct aux systèmes privés, même au niveau national, est généralement limité à un nombre restreint de banques.* Si le fait de participer directement à des systèmes représente un avantage comparatif dans la fourniture de services de paiement, on est conduit à penser que l'offre par les banques centrales de systèmes interbancaires de transferts de fonds ne limite pas la concurrence, mais la facilite plutôt. De plus, l'engagement opérationnel de la banque centrale n'exclut pas l'existence de systèmes privés.

– À propos de la fourniture de services de règlement, on peut se poser la question de savoir si les banques centrales font une concurrence déloyale aux banques commerciales en offrant des services de règlement brut en monnaie banque centrale. En réalité, *interpréter ce rôle grandissant des banques centrales comme une incursion dans la sphère d'activité des banques commerciales serait une erreur.* *Les banques centrales n'entrent pas en concurrence avec les banques commerciales, puisqu'elles ne proposent pas leurs services de paiement à des agents autres que les banques.* Même dans des pays comme la France, l'Allemagne ou les Pays-Bas, où il existe des exceptions limitées à cette règle, et où des non-banques ont des comptes auprès de la banque centrale, ces comptes ne peuvent être utilisés par leurs détenteurs pour offrir des services de paiement au public à la manière des banques commerciales. Ces comptes sont en outre un héritage du passé, et disparaissent progressivement, comme c'est le cas en France où la loi interdit désormais à la Banque de France d'ouvrir de nouveaux comptes à des non-banques.

Par ailleurs, *les initiatives des banques centrales sont dictées par la mission de service public qui leur est confiée — améliorer l'efficacité et la sécurité du système de paiement dans son ensemble — et non par un quelconque motif lucratif.* Cette situation est à rapprocher de la mise en œuvre de la politique monétaire : il n'est pas possible d'affirmer que les banques centrales concurrencent les banques commerciales, au motif qu'elles participent au marché monétaire.

– En ce qui concerne la mise en œuvre de la politique monétaire, *il est certain que les réformes en cours dans les systèmes de paiement contribuent à l'efficacité de la politique monétaire.* En premier lieu, pour des raisons de sécurité, car les mesures de réduction du risque dans les systèmes de gros montant — qu'il s'agisse d'améliorations des systèmes de compensation ou de l'augmentation des volumes traités dans les systèmes à règlement brut en temps réel — font diminuer la probabilité de voir les décisions des banques centrales en matière de création monétaire dévier de l'objectif de stabilité des prix, dans le dessein d'éviter les conséquences systémiques liées au refus d'accorder des liquidités.

En second lieu, pour des raisons d'efficacité, car l'extension de l'usage de la monnaie banque centrale dans les paiements interbancaires et l'amélioration du fonctionnement des systèmes de paiement de gros montant accroissent la réactivité du système financier aux impulsions de la banque centrale, puisque la demande de monnaie banque centrale est le point d'appui du mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Il n'y a sans doute pas de façon unique de résoudre le problème de la division du travail entre banques centrales et banques commerciales dans le domaine de la gestion des systèmes de paiement. Il existe en fait toute une série de modèles différents, dont la plupart fonctionnent de manière tout à fait satisfaisante à l'échelon national. Cette variété même suggère d'aborder ce problème de la division du travail de manière différenciée, depuis le cas du Royaume-Uni — où la Banque d'Angleterre joue un rôle opérationnel relativement limité — jusqu'à l'exemple des États-Unis — où le Système de réserve fédérale joue au contraire un rôle très important.

Les conditions de participation de la banque centrale au système de paiement et à son fonctionnement peuvent également varier considérablement. Dans certains pays, les services opérationnels de la banque centrale sont subventionnés, son rôle dans le système de paiement étant considéré comme un élément du service public. La tendance à la tarification des services de paiement offerts par la banque centrale est toutefois de plus en plus marquée, afin de s'appuyer sur les mécanismes de marché pour gérer de façon optimale l'offre de systèmes de paiement.

La banque centrale doit s'assurer, en cherchant à obtenir une réduction des risques de crédit et de liquidité dans les systèmes de paiement, qu'elle ne crée pas sans le vouloir des contraintes (de coût ou autre), susceptibles de détourner l'activité de paiement des banques commerciales vers un autre système de paiement, plus attrayant sur le plan commercial, mais aussi plus risqué.

Perspectives stratégiques

Les systèmes de paiement de montant élevé abordent une période de changements importants, en raison de l'internationalisation croissante des activités de paiement et de la multiplication corrélatives des risques, pour des volumes quotidiens avoisinant aujourd'hui 5 000 milliards de dollars, rien que dans le Groupe des Dix et dans l'Union européenne.

Comme dans la *Divine Comédie* de Dante, on peut envisager les perspectives stratégiques des systèmes de paiement de gros montant à venir selon plusieurs cercles, dont il faut pourtant souhaiter qu'ils ne soient pas infernaux :

- au centre, dans le premier cercle, se situent les banques centrales qui offrent des possibilités de règlements irrévocables en monnaie centrale, ainsi que des systèmes à règlement brut en temps réel, qui pourront être reliés entre eux, comme cela sera le cas au sein de l'Union européenne ;

- dans le deuxième cercle se trouvent divers systèmes interbancaires, tels les systèmes de règlement-livraison de valeurs mobilières, les systèmes de compensation comme les chambres de compensation automatisées ou les systèmes de compensation de contrats de change, qui tous reposent sur les systèmes à règlement brut en temps réel pour obtenir une irrévocabilité dans un bref intervalle de temps en cours de journée ;

- le troisième cercle comprend tous les établissements de crédit qui participent aux divers systèmes du premier ou du deuxième cercle ; toutes les formules de participation peuvent être envisagées (participation directe à un système à règlement brut en temps réel national ou participation indirecte par l'intermédiaire de grandes banques, participation à des systèmes de compensation, participation dans des chambres de compensation automatisées...) ;

- enfin, le quatrième et dernier cercle regroupe tous les acteurs non bancaires qui participent à divers systèmes de paiement par l'intermédiaire des établissements de crédit.

Cette répartition des responsabilités entre les différents acteurs n'est sans doute pas immuable, et elle sera probablement déstabilisée de temps à autre par quelques mouvements sismiques, occasionnés par exemple par des tentatives de désintermédiation. Quoi qu'il en soit, la stabilité financière passe probablement par la promotion d'une organisation de ce type. À cet égard, *rien ne sera possible sans une étroite association des deux acteurs principaux des systèmes de paiement, les banques centrales et les banques commerciales*. Une telle association ne sera pas toujours facile à faire vivre : il y aura inévitablement, de temps à autre, d'importantes et véritables divergences dans la manière d'envisager les problèmes. La meilleure solution sera d'examiner rapidement ces divergences, plutôt que de les ignorer en espérant qu'elles disparaîtront d'elles-mêmes — ce qui, le plus souvent, ne sera pas le cas. Dans une coopération efficace, on pourra à tout le moins tenter d'identifier ces divergences et de les aplanir, et non les laisser contaminer l'ensemble du débat et créer ainsi un enchaînement de malentendus inutiles. De manière plus positive, les expériences différentes que les deux parties pourront ainsi échanger devraient les aider à trouver et à mettre en place au plus vite les meilleures solutions.

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

du 1^{er} novembre au 30 novembre 1994

Textes législatifs et gouvernementaux

JO DES 2 ET 3 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 2 novembre 1994 fixant les modalités du transfert au secteur privé d'une participation minoritaire de l'État au capital de la Régie nationale des usines Renault.

– Arrêté du 2 novembre 1994 fixant la valeur de reprise des titres de l'emprunt d'État 6 % juillet 1997 remis en paiement des actions de la Régie nationale des usines Renault cédées par l'État par offre publique de vente du 3 novembre 1994.

– Avis de la Commission de la privatisation du 13 octobre 1994 relatif à la valeur minimum de la Régie nationale des usines Renault.

JO DU 6 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 20 octobre 1994 portant homologation de modifications du règlement général de la Société interprofessionnelle pour la compensation des valeurs mobilières.

JO DES 7 ET 8 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 11 octobre 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de sept pièces commémoratives de 500 francs et de six pièces commémoratives de 100 francs.

JO DU 11 NOVEMBRE 1994

– Décret n° 94-974 du 10 novembre 1994 pris pour l'application des dispositions du 1 de l'article 5 de la loi quinquennale n° 93-1313 du

20 décembre 1993 relative au travail, à l'emploi et à la formation professionnelle concernant le chèque-service.

JO DU 16 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 26 octobre 1994 relatif aux émissions de valeurs du Trésor au cours du mois de septembre 1994.

– Arrêté du 28 octobre 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de quatre pièces commémoratives de 500 francs et de deux pièces commémoratives de 100 francs.

JO DU 20 NOVEMBRE 1994

– Avis relatif au transfert de gré à gré au secteur privé d'une part du capital de la Compagnie des machines Bull.

JO DU 24 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 16 novembre 1994 fixant les attributions d'actions de la Régie nationale des usines Renault aux personnes physiques.

JO DU 26 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 16 novembre 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation d'une pièce commémorative de 500 francs et d'une pièce commémorative de 100 francs.

JO DU 29 NOVEMBRE 1994

– Décret du 28 novembre 1994 portant nomination du gouverneur du Crédit foncier de France.

JO DU 30 NOVEMBRE 1994

– Arrêté du 18 novembre 1994 portant modification de l'arrêté du 3 juin 1994 relatif à la frappe et à la mise en circulation de dix pièces commémoratives de 500 francs et de dix pièces commémoratives de 100 francs.

DIX ANS DE BALANCE DES PAIEMENTS DE LA FRANCE 1984-1993

En dix ans, la structure générale et les conditions d'équilibre de la balance des paiements de la France ont été profondément modifiées. En 1984, les flux de transactions courantes représentaient 70 % des opérations recensées dans la balance des paiements et 35 % du produit intérieur brut. Si ce dernier pourcentage est resté sensiblement le même sur toute la période, en 1993, ce sont les flux de capitaux qui dépassent 70 % dans le total des opérations et représentent désormais bien plus que le produit intérieur brut.

PHILIPPE-GEORGES DEDRYVER

Direction de la Balance des paiements

Service de Centralisation, d'Études et de Relations extérieures

- L'ouverture de la France sur l'extérieur s'est développée notamment dans le domaine des investissements directs, mais plus encore en ce qui concerne les investissements de portefeuille et les capitaux à court terme.
- Les flux financiers, depuis le début des années quatre-vingt, ont été en effet caractérisés par de profondes mutations liées à la

globalisation financière et aux choix de politique économique et monétaire.

- Les modalités de financement de la balance des paiements se sont adaptées dans les meilleures conditions, et l'interdépendance entre les mouvements de capitaux à long terme et ceux à court terme s'est très sensiblement renforcée.

La balance des paiements est établie par la Banque de France pour le compte de l'État (Article 16 de la loi du 4 août 1993 relative aux statuts de la Banque de France). Indicateur économique, elle permet de quantifier puis d'analyser avec la plus grande précision possible la totalité des échanges de la France avec l'extérieur, devenant ainsi un instrument fondamental pour la conduite de la politique de change, de la politique monétaire et de la politique économique (budget, actions structurelles).

– La balance des paiements est d'abord un *instrument d'analyse économique* permettant de mesurer les échanges de biens et de services, les mouvements de capitaux et les réserves de change. La balance des paiements est la source statistique privilégiée pour l'établissement du compte du « reste du monde » de la Comptabilité nationale.

– Elle est un *indicateur mensuel pour la conduite de la politique conjoncturelle*. La balance des paiements enregistre les réponses des marchés aux sollicitations de la politique monétaire et de change. Son évolution guide les autorités dans leurs décisions : il existe un lien direct entre les mouvements de capitaux et l'évolution des taux de change.

– On peut distinguer trois facteurs principaux qui viennent influencer l'équilibre des marchés de change :

- le solde à financer¹ (transactions courantes et investissements directs), qui nécessite ou non un besoin en devises indispensable à la réalisation de ces opérations,
- l'état des anticipations des non-résidents ou des résidents sur l'évolution du cours des devises, des cours de bourse et des taux d'intérêt qui détermine une partie des mouvements de capitaux,
- enfin, le niveau des réserves de change.

Le solde retenu pour l'étude ou « solde à financer » regroupe le solde des transactions courantes, ceux des transferts en capital et des investissements directs. Ce cadre d'analyse vise à séparer les opérations traduisant les évolutions économiques les plus stables de celles provenant d'un comportement financier des opérateurs, influencés plutôt par les variations des taux d'intérêt et des cours de change. Ce cadre permet d'étudier l'évolution du besoin de financement et celle des modalités d'équilibre de la balance des paiements. L'adjonction du solde des investissements directs au solde des transactions courantes repose sur le fait que l'étude de leurs déterminants pouvait être menée suivant une logique de spécialisation inter-nationale, similaire à celle des exportations ou des importations de biens et services. Aisément calculable, ce solde peut se prêter à des comparaisons internationales.

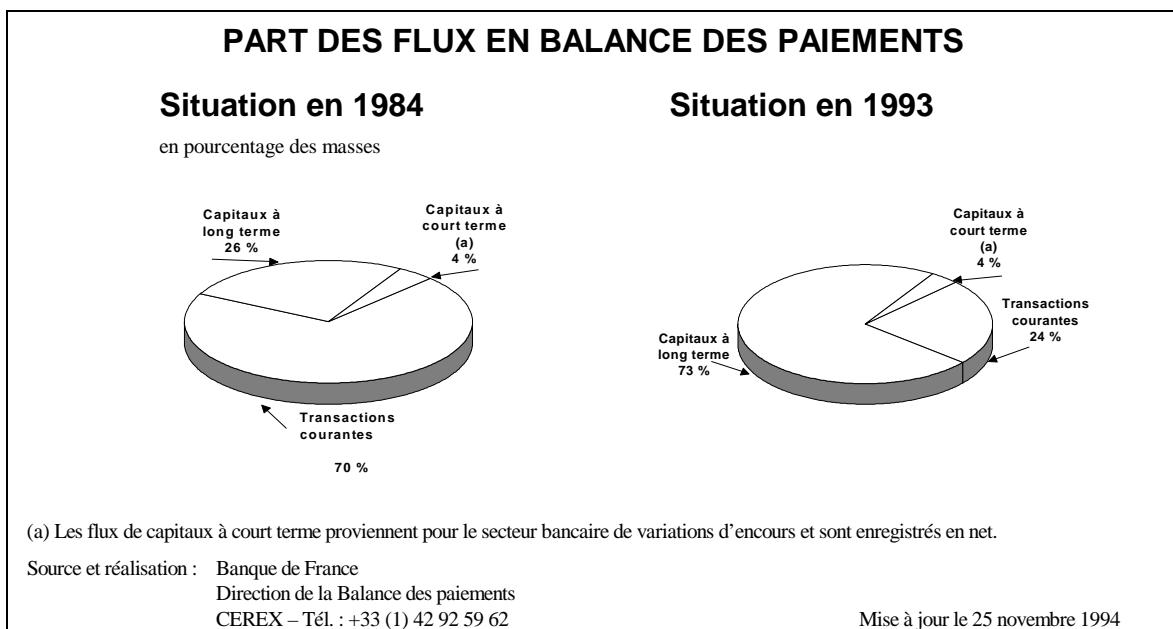
Les flux enregistrés en balance des paiements ont depuis le début des années quatre-vingt subi de profondes mutations liées à la poursuite de l'insertion économique et financière de la France dans le monde mais également aux choix de politique économique et monétaire. Si les flux réels ont gardé leur importance, la dernière décennie a surtout connu un développement considérable des flux de capitaux. Cette mutation est le reflet des changements structurels qui ont affecté l'économie française.

¹ Cf. l'encadré

1. La lecture de la balance des paiements depuis dix ans confirme l'insertion croissante de la France dans les échanges économiques et financiers internationaux

Alors que l'importance relative des flux de transactions courantes par rapport au PIB¹ reste stable autour de 35,0 % pendant la décennie sous revue, les flux de capitaux représentent en moyenne annuelle 107,4 % du PIB en 1993, contre 13,8 % en 1984.

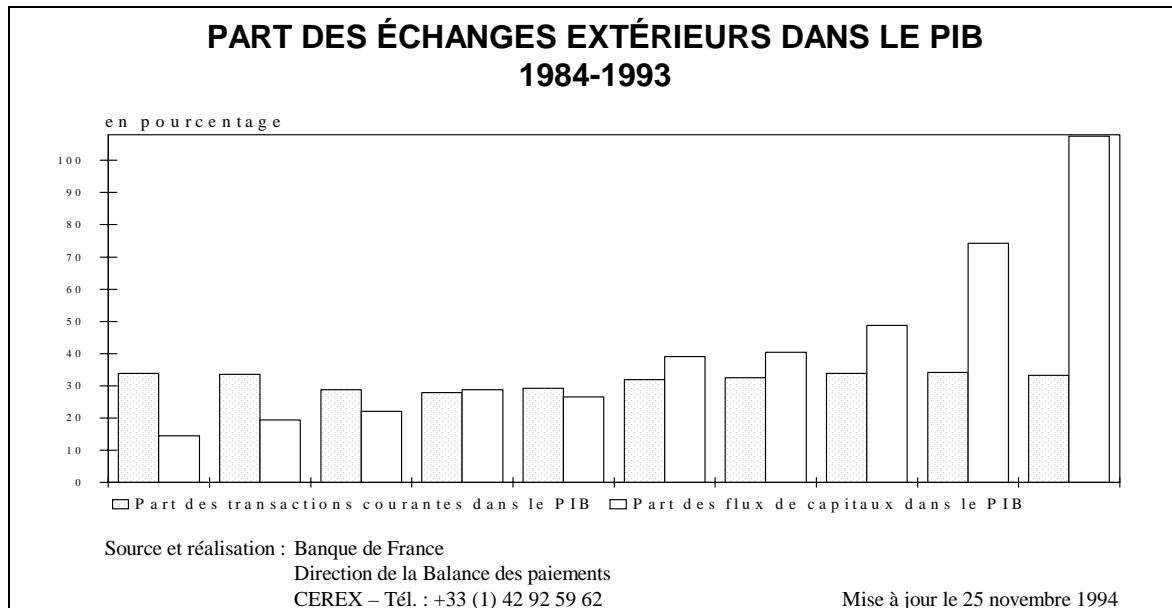
Le poids croissant des flux financiers



Les flux de capitaux ont donc acquis un poids très important. Les transactions courantes représentaient 70 % des flux recensés dans la balance des paiements en 1984 ; dix ans plus tard, ce sont les flux de capitaux qui dépassent les 70 %.

¹ Les échanges de « biens et services » sont un concept de Comptabilité nationale ne comprenant qu'une fraction du solde des transactions courantes, notamment les opérations sur marchandises et une partie des services. Les revenus de facteurs (revenus du capital, brevets et redevances, revenus du travail) ainsi que les transferts unilatéraux ne sont pas inclus et sont repris en Comptabilité nationale au sein des opérations de répartition de revenus et de transferts courants et en capital. L'importance relative de ces flux par rapport au PIB, soit 35 %, est plus élevée que celle des opérations de biens et services rapportées au PIB (20,8 % en 1993). Ce rapport a en effet été influencé par le poids croissant des revenus de facteurs qui représentent maintenant en masse 7,6 % du PIB.

Des flux financiers qui dépassent le PIB



Les échanges extérieurs de biens et services ont représenté une part importante du PIB qui semble toutefois diminuer (23,8 % du PIB en valeur en 1984, 22,0 % en 1992 et 20,8 % en 1993, année exceptionnelle marquée par une forte baisse des flux). Plus précisément, la part des échanges de biens dans le PIB a eu tendance à diminuer alors que celle des services a observé une progression depuis 1987. Par ailleurs, l'évolution du taux de pénétration pour les produits manufacturés confirme que l'ouverture de l'économie française s'est poursuivie tout au long de la décennie quatre-vingt pour se stabiliser à partir de 1991.

Une ouverture accrue de l'économie

INDICATEURS D'ÉVOLUTION DES ÉCHANGES EXTÉRIEURS		
	1984	1993
Échanges de biens (en pourcentage du PIB).....	20,2	16,7
Échanges de services (en pourcentage du PIB).....	3,7	4,1
Termes de l'échange (prix d'exportations rapportés aux prix d'importations en pourcentage).....	96,4	111,1
Taux de couverture en volume (en pourcentage).....	106,6	99,8
Taux de pénétration étrangère en volume mesuré par les importations CAF rapportées à la demande intérieure en produits manufacturés (en pourcentage).....	113,5	151,7
Solde des transactions courantes (en milliards de francs)	-10,2	59,5
Solde des transactions courantes par rapport au PIB (en pourcentage).....	-1,0	3,3

Sources : Comptes nationaux, Banque de France
Réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 59 62

Mise à jour le 25 novembre 1994

En une décennie, la France a renforcé son insertion internationale par ses performances sur les marchés extérieurs dans les domaines économiques et financiers. Elle a amélioré sa position sur les différents compartiments des échanges internationaux. Le gain est appréciable sur les biens dans la mesure où ces avancées ont été réalisées dans un contexte de concurrence accrue. La position de la France s'améliore également sur les échanges de services.

Des performances renforcées dans tous les secteurs

RANG DE LA FRANCE DANS LES ÉCHANGES EXTÉRIEURS				
	Recettes		Dépenses	
	1984	1992	1984	1992
Marchandises.....	5	4	4	3
Services.....	3	2	4	4
dont : voyages.....	3	2	6	6
Investissements directs	4	1	6	2

Source : Fonds monétaire international – *Balance of Payments Statistics Year Book 1993*
 Réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 59 62

Mise à jour le 25 novembre 1994

L'ouverture de l'économie française ne saurait être décrite au regard des seuls échanges de biens et services. Elle est passée aussi par le développement des flux de capitaux qui ont pris une ampleur considérable à partir de 1989, allant de pair avec l'internationalisation du franc et le développement du marché financier français.

1.1. Les échanges de biens et services sont un élément essentiel pour apprécier les performances de l'économie française

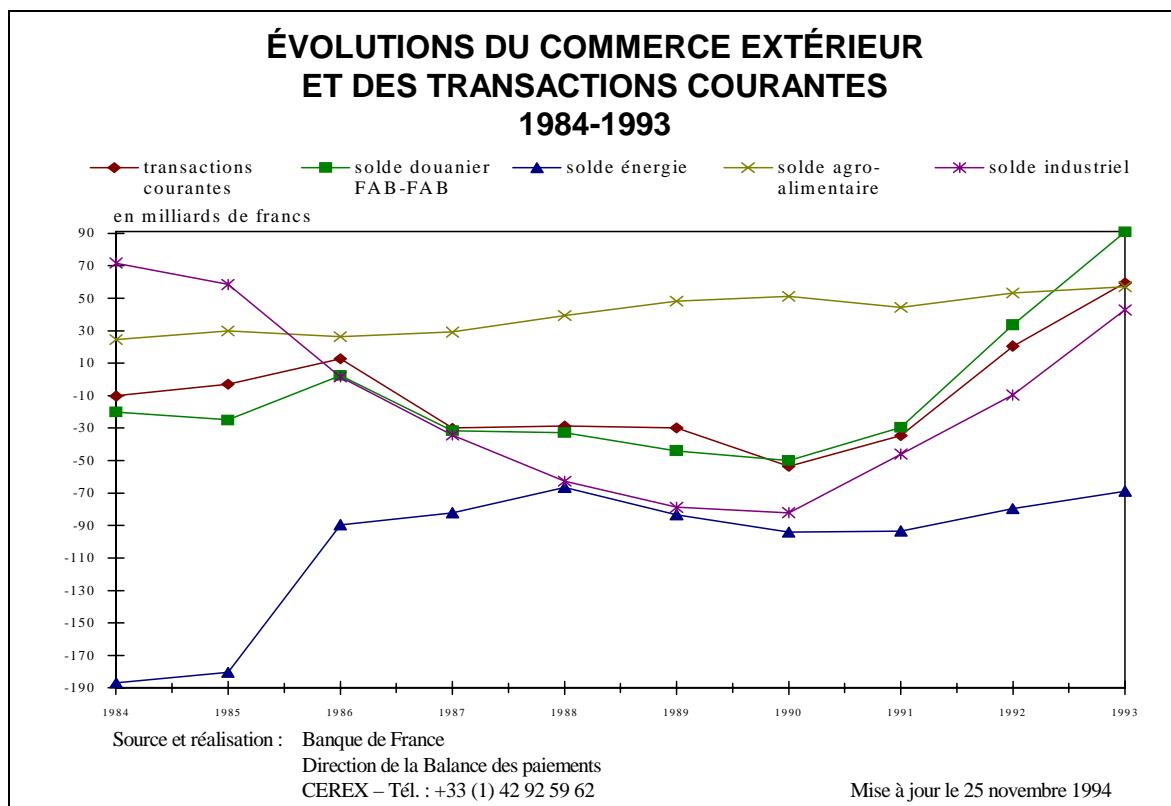
L'évolution du solde des transactions courantes a été rythmée par celle du solde des biens. Les spécialisations sectorielles et géographiques se sont modifiées au cours de la décennie de manière notable.

L'analyse des flux par grandes catégories de produits rapportés aux masses totales montre en moyenne :

- une baisse de la part des produits énergétiques (5,7 % en 1993, contre 14,3 % en 1984),
- une stabilisation de celle des produits agricoles (14,5 %, contre 15,1 %),
- un accroissement de celle des produits manufacturés (79,8 %, contre 70,6 %).

En outre, la réorientation des échanges vers les pays de l'Union européenne s'est poursuivie (respectivement, 59,8 % et 58,5 % à l'exportation et à l'importation en 1993, contre 52,9 % et 54,3 % en 1984).

1.1.1. L'évolution du solde des transactions courantes reste largement dépendante du solde des échanges extérieurs de biens, et notamment des échanges de produits industriels



Le solde commercial en données douanières est passé d'un déficit de 20,1 milliards de francs en 1984 à un excédent de 89,3 milliards. Sur la décennie écoulée, les exportations et les importations en volume ont progressé en moyenne respectivement de 4,3 % et de 4,5 %.

– Les échanges de *produits énergétiques* ont perdu du poids dans les échanges extérieurs même s'ils représentent la première source de déficit, revenant de -186,9 milliards de francs à -68,9 milliards. En effet, les importations de produits énergétiques qui couvraient le quart des importations en 1984 n'atteignaient plus que 10 % en 1993. Les échanges énergétiques ont, au début des années quatre-vingt, été d'abord marqués par l'impact du deuxième choc pétrolier avec un alourdissement de la facture énergétique. Depuis le contre-choc pétrolier, celle-ci s'est stabilisée avec une tendance à l'amélioration depuis 1991, le prix du pétrole étant entré depuis lors dans un cycle baissier lié à l'abondance de l'offre dans un contexte de ralentissement de la demande.

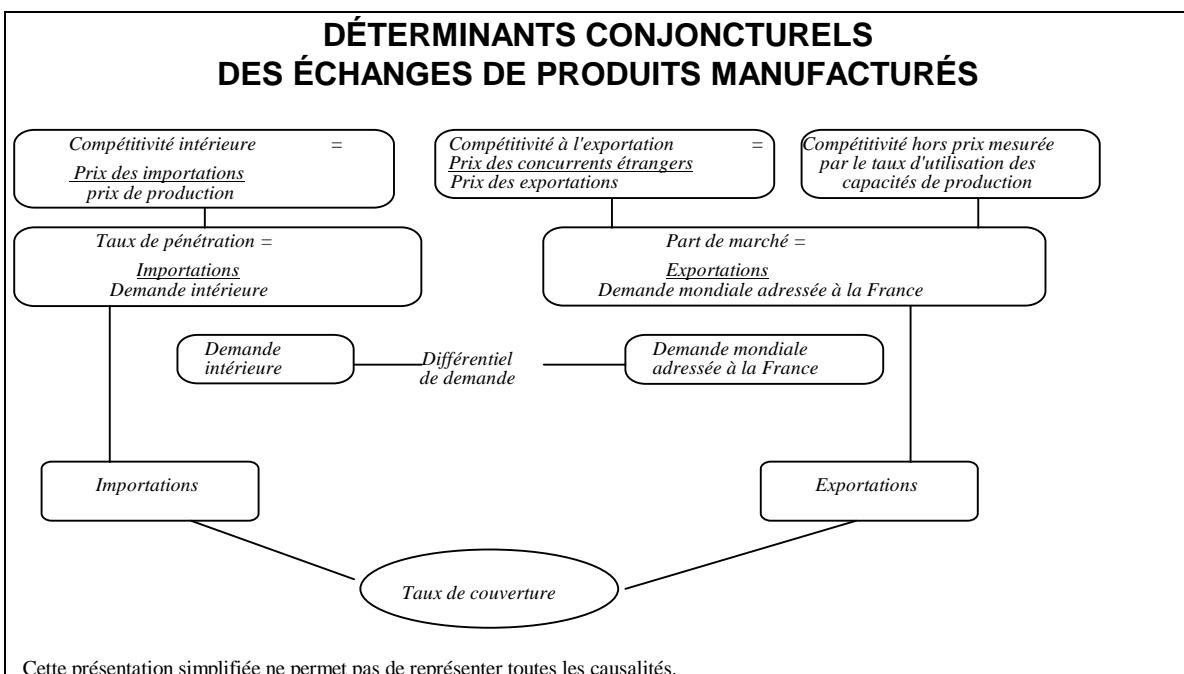
– L'excédent des échanges de *produits agricoles* s'est renforcé sur la décennie passant d'un excédent de 24,6 milliards de francs à 56,7 milliards. Au sein des échanges agro-alimentaires, les produits de l'agriculture sont restés le premier poste excédentaire avec un montant de 43,3 milliards de francs. Les tendances récentes montrent toutefois un repli des produits de l'agriculture sous l'effet notamment d'une dégradation des termes de l'échange liée à l'effet mécanique de la baisse des prix d'exportation conséquence de la mise en œuvre de la réforme de la politique agricole commune (PAC).

– Le poste le plus sensible dans nos échanges commerciaux à l'origine des fluctuations du solde commercial, demeure celui des *produits industriels*. Les échanges de produits manufacturés sont redevenus excédentaires même si les performances concernent toujours un nombre relativement restreint de produits.

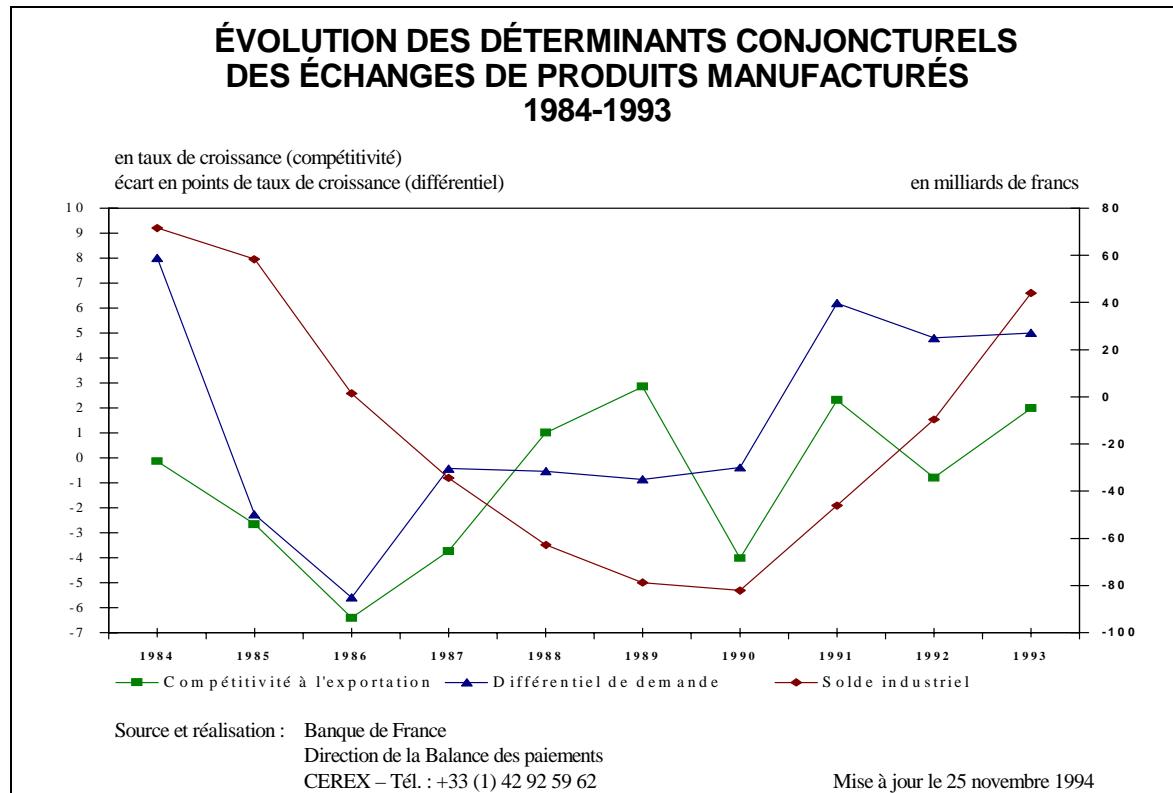
Sur la base des règlements de marchandises déclarés directement à la « direction de la Balance des paiements », on constate qu'à l'exportation les 100 premières entreprises réalisent 44,0 % des recettes. À l'importation, les 100 premières entreprises réalisent 36 % des règlements. En 1989, ces pourcentages étaient respectivement de 45,0 % et de 37,7 %. Les échanges commerciaux continuent donc de reposer sur un nombre relativement réduit d'entreprises, mais on ne peut pas parler d'accentuation de la concentration contrairement aux échanges de services.

1.1.2. Une évolution prononcée des déterminants conjoncturels des échanges au cours de la période

L'analyse des variables conjoncturelles influençant les échanges permet de distinguer plusieurs périodes d'évolution.



– La politique de relance mise en œuvre au début des années quatre-vingt a eu pour conséquence une forte détérioration du solde commercial. L'année 1983 représente une année de rupture avec la mise en place d'une politique de rigueur fondée sur la désindexation des salaires conduisant à un meilleur contrôle de la demande intérieure et limitant ainsi la croissance des importations. Cette politique reflète la volonté des pouvoirs publics d'asseoir les gains de compétitivité par la maîtrise des coûts de production et non par des mouvements de parité. Les effets de cette politique se sont fait sentir rapidement, le solde commercial revenant de - 20,1 milliards de francs à 2,4 milliards de 1984 à 1985. Toutefois, la baisse du dollar a, de 1985 à 1987, contrarié les gains de compétitivité des exportations françaises.

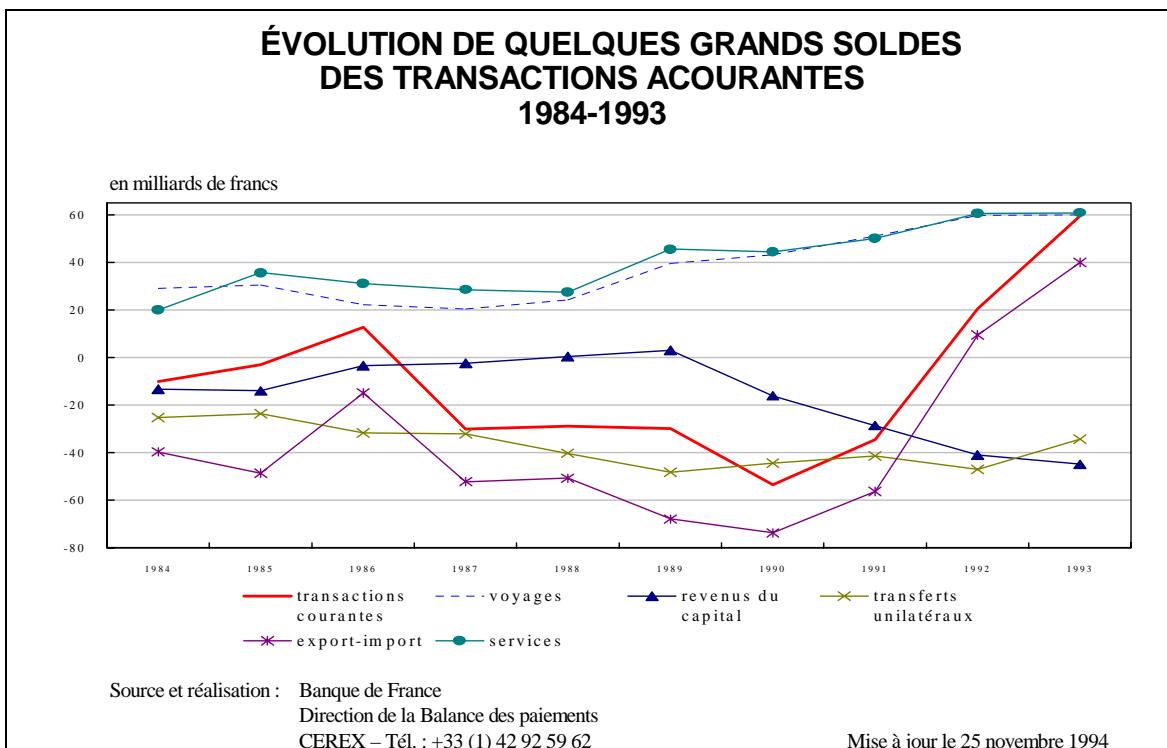


– À partir de 1987, la compétitivité-prix des produits manufacturés s'est redressée mais, en dépit de cet acquis, le solde extérieur s'est de nouveau replié sous l'impulsion des déficits croissants des échanges de produits industriels qui ont atteint un point bas en 1990 avec un déficit de - 82,1 milliards de francs. Les raisons de cette diminution sont à rechercher dans le retard accumulé en matière d'investissement qui a handicapé les entreprises françaises tant à l'exportation (insuffisance de l'offre) qu'à l'importation (forte propension à importer), se traduisant par d'importantes pertes de parts de marché. La reprise de l'investissement s'est traduite initialement par une aggravation du taux de pénétration sur les biens d'équipement, l'offre française n'étant pas en mesure de satisfaire la demande.

– La période couvrant les années 1991 à 1993 montre une nouvelle rupture dans l'évolution du solde commercial, avec le redressement du solde industriel qui de 1990 à 1993 s'est retourné revenant de - 82,1 milliards de francs à 42,8 milliards. Les exportateurs français tirent alors pleinement partie des gains de compétitivité liés à la maîtrise des coûts de production. De plus, la France a bénéficié sur cette période d'un décalage conjoncturel favorable, avec notamment en 1990-1991 les effets positifs de la réunification allemande.

Ainsi, l'exigence de l'équilibre extérieur s'est peu à peu imposée dans la conduite de la politique économique, la maîtrise des coûts conditionnant ce résultat et participant de ce fait à la stabilité du franc.

1.1.3. Les performances de la France dans le domaine des échanges extérieurs de services ont été confirmées avec un solde qui est passé d'un déficit de 10,2 milliards de francs en 1984 à un excédent de 60 milliards en 1993



La structure des échanges de services a notablement évolué au cours des années, si l'on prend en compte à la fois l'évolution du solde, comme le montre le graphique ci-dessus, et la contribution de grandes catégories d'échanges de services. Les deux éléments déterminant cette évolution, à l'exception des voyages, sont la tendance à la délocalisation des entreprises et la montée des services à caractère financier.

– La plus forte contribution à la formation de l'excédent des services a été apportée par la ligne *voyages*. On peut noter toutefois qu'au début des années quatre-vingt la contribution relative des voyages au solde est proche de celle des services à caractère technique (grands travaux, coopération technique). En revanche, elle croît à partir de 1988 et devient décisive par la suite, puisqu'en dix ans le solde touristique est passé de 22,4 milliards de francs à 60,0 milliards, plaçant la France, en termes de recettes, à la deuxième place des pays accueillant des touristes. Cette progression des voyages tient notamment à l'amélioration de la compétitivité hors-prix de l'industrie touristique depuis le milieu des années quatre-vingt.

– Les *services techniques* — grands travaux, coopération technique et travail à façon — qui représentaient encore en début de période une part déterminante de l'évolution des services ont accusé sur la décennie une baisse continue.

Pour les grands travaux, le repli sensible est à mettre en relation avec l'inflexion de la politique des grands contrats ainsi que le recours plus fréquent à la filialisation des activités de services. Le creux repérable au milieu de la décennie est concomitant au changement de nature des biens exportés et à la réorientation des échanges commerciaux vers les pays de l'OCDE.

La coopération technique a enregistré également une baisse tendancielle, amortie toutefois par les recettes liées à la participation accrue de la France aux programmes multinationaux de recherche et à la montée en puissance du programme Airbus. Le retour sur le service rendu se traduit également sur d'autres lignes de la balance des paiements, notamment sur les exportations, grâce à l'amélioration de notre position concurrentielle dans les secteurs à haute technologie.

Le solde du travail à façon, après une phase de renforcement, a enregistré un repli puis une stabilisation. Deux processus sont à l'origine de cette rupture : d'une part, la délocalisation plus fréquente des activités de travail à façon provoque un accroissement des dépenses, et, d'autre part, l'évolution des recettes est marquée par l'activité de retraitement de combustible fissile, qui fluctue avec l'activité économique.

– Les *services de transports* ont apporté une contribution négative au solde des services ; celle-ci semble toutefois se stabiliser.

Les transports maritimes sont demeurés structurellement déficitaires, à cause de l'insuffisance de la flotte française face aux besoins en transports engendrés par le commerce, et de la délocalisation de la flotte à l'étranger pour des raisons de coût de production. Le déficit suit par ailleurs l'évolution des taux de fret.

La contribution des transports autres — qui comprennent les transports ferroviaires routiers et aériens et le transport spatial — a baissé pour devenir négative. Si les secteurs ferroviaires et du fret aérien ont apporté une contribution positive, le transport de passagers est par contre demeuré déficitaire. L'activité de lancement de satellites est, pour sa part, à l'origine de recettes importantes tout au long de la période.

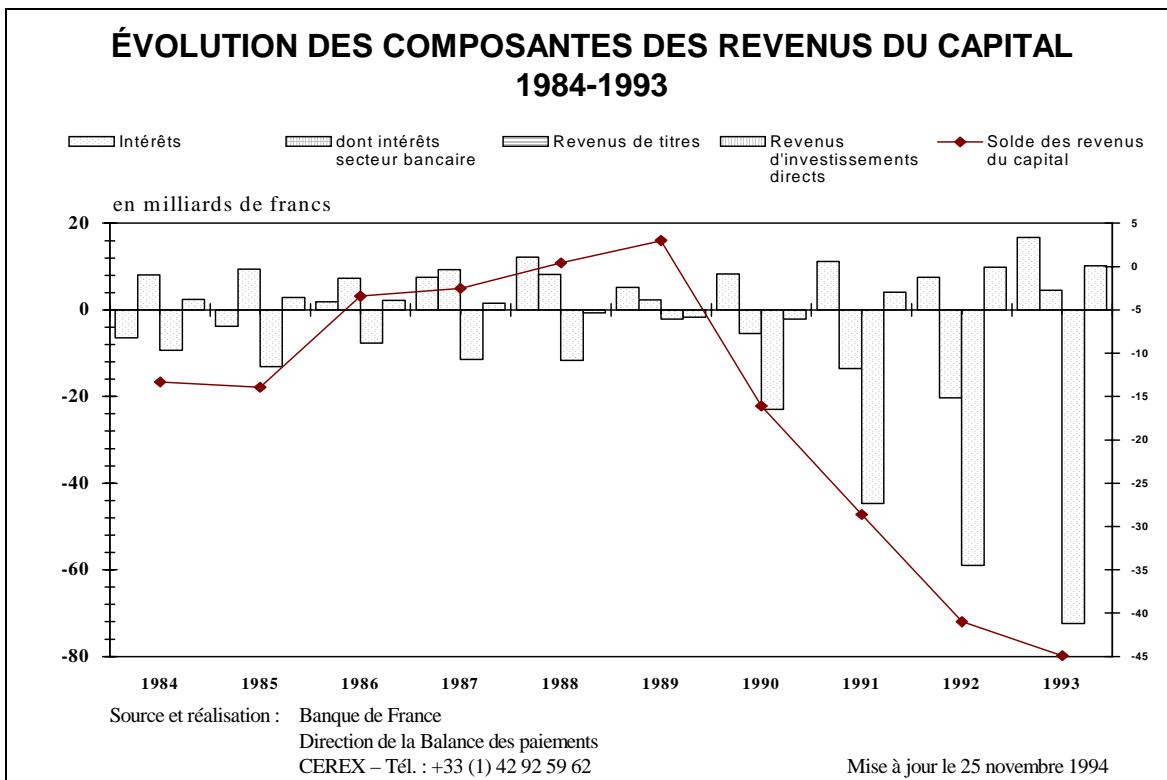
L'analyse des règlements par entreprise sur les échanges de services stricto sensu recensés par la balance des paiements montre que sur l'année 1993, les 50 premières entreprises exportatrices ont réalisé 48,6 % des recettes et 42,0 % des dépenses, tandis qu'en 1989 ces pourcentages étaient respectivement de 38,6 % et 28,2 %. Un mouvement de concentration s'est donc opéré sur l'ensemble des secteurs de services. Par ailleurs, à l'exportation, la part prise par les entreprises fournissant des services financiers (notamment d'assurance) s'est accrue au détriment de celles fournissant des services techniques. Cette évolution peut être rapprochée du mouvement de libéralisation financière et de concentration dans ce secteur intervenu depuis le milieu des années quatre-vingt.

1.1.4. L'évolution des transactions courantes a été également marquée par celle du solde des revenus de facteurs et des transferts unilatéraux

L'évolution des transactions courantes depuis 1990 est contrainte par celle des revenus de facteurs et notamment des revenus du capital dont les flux se sont considérablement développés, parallèlement à l'explosion des mouvements de capitaux, en particulier des opérations de portefeuille.

Sur la décennie précédente, les *revenus du capital* ont été marqués par une croissance des masses liée à la montée des taux d'intérêt et à l'accroissement de la dette extérieure. Le redressement jusqu'en 1989 a été rendu possible par le désendettement du secteur privé non bancaire et l'allégement de la charge de la dette.

L'évolution du cours du dollar apporte également un élément d'explication, la baisse de la devise américaine ayant contribué à alléger la charge du service de la dette jusqu'alors constituée d'emprunts libellés pour une part significative dans cette devise.



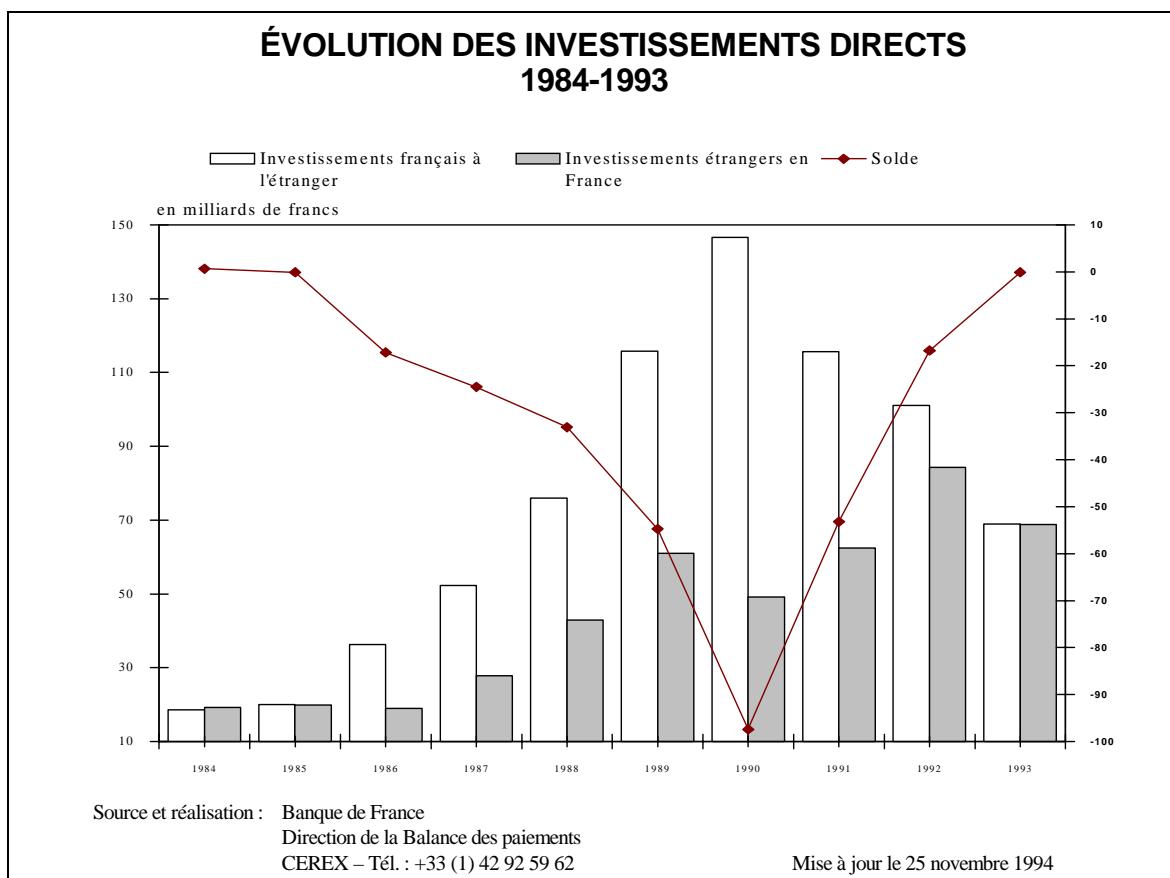
À l'instar de la période 1984-1987, la ligne « intérêts et revenus du capital » a renoué avec le déficit à partir de 1990 en rapport avec l'accroissement des intérêts sur titres versés aux non-résidents, notamment sur les titres publics en francs, dont les acquisitions s'accélèrent à partir de cette date, et des intérêts sur opérations interbancaires. Leur progression est liée au retournement de la position monétaire extérieure qui devient débitrice de 1989 à 1992. En revanche, les revenus d'investissements directs dégagent un solde positif croissant depuis 1991, contrepartie de flux d'investissement vers l'étranger supérieurs à ceux des non-résidents en France. La persistance d'un accroissement du déficit en dépit de la baisse des taux d'intérêt s'explique par le coût relatif plus élevé de nos engagements par rapport à celui de nos créances.

Au début de la décennie, parmi les revenus de facteurs, la ligne la plus déficitaire était celle des *revenus du travail* qu'il convient d'analyser conjointement avec celle des transferts d'économies des travailleurs enregistrés dans les transferts unilatéraux du secteur privé. Ces deux lignes dégageaient en 1984 un déficit de 19,0 milliards de francs, provenant principalement des transferts nets d'économies réalisés par la population immigrée employée en France, qui s'est réduit progressivement jusqu'à -3,5 milliards en 1993.

Conséquence de la participation de la France au fonctionnement des institutions communautaires et au budget des autres institutions internationales, le déficit des *transferts unilatéraux* s'est accru. Globalement, le solde des transferts unilatéraux est passé de -25,2 milliards de francs en 1984 à -34,3 milliards de francs en 1993. La participation de la France au budget des institutions communautaires représente désormais 1,1 % du PIB en 1993, contre 0,8 % en 1984. Si la contribution de la France aux institutions internationales en charge de l'aide au développement a crû sur la décennie, les transferts officiels avec les pays autres que ceux de l'Union européenne se sont stabilisés, dans la mesure où la partie de l'aide au développement sous forme d'abandons de créances ou de remises de dettes est enregistrée sous la rubrique des « transferts en capital ».

1.2. Phénomène mondial, le développement des investissements directs accompagne le processus d'internationalisation de l'économie française et le développement des échanges

Les investissements directs se sont fortement développés aux cours de la décennie passée, la France jouant un rôle de premier plan dans le mouvement de mondialisation des circuits d'échanges. L'accélération des années 1986-1987 pour les investissements français à l'étranger anticipe d'une année la poussée des investissements étrangers en France. Les flux d'investissements directs ont plus que triplé en 10 ans. Pratiquement équilibrées au début des années quatre-vingt, ces opérations étaient en 1990 à l'origine de sorties nettes de près de 100 milliards de francs qui ont affecté les modalités de financement de la balance des paiements. L'année 1993 marque le retour à l'équilibre des flux d'investissements directs entre la France et l'étranger notamment par suite d'une contraction des opérations françaises, la restructuration des grands groupes industriels ou financiers français semblant marquer un temps d'arrêt. La France reste néanmoins le troisième pays d'accueil et le quatrième pays investisseur en 1993.



Les motifs du développement des investissements directs sont liés à la levée du contrôle des changes avec la suppression des procédures d'autorisation ou de déclaration préalable auprès du ministère de l'Économie pour les investissements français à l'étranger et l'assouplissement des mêmes obstacles pour les investissements étrangers en France. Les perspectives liées à la mise en place du marché unique ont été un facteur incitatif aussi bien pour les investisseurs français que pour les investisseurs étrangers, l'entrée en vigueur du grand marché intérieur s'étant accompagnée d'un important mouvement de concentration du tissu industriel et financier européen. Par ailleurs, la politique de rigueur suivie par le gouvernement, la maîtrise des coûts salariaux, la stabilité du franc, l'amélioration de la situation financière des entreprises, ont contribué à rendre le territoire français plus attractif alors

que, parallèlement, l'augmentation des capacités d'autofinancement permettait aux entreprises françaises de recourir à une croissance externe.

Plusieurs raisons de nature plus micro-économique peuvent être avancées pour expliquer le développement des investissements transfrontières. L'investissement direct apparaît comme un complément aux flux d'échanges de biens et est réalisé dans le cadre d'une stratégie de pénétration des marchés étrangers. Il correspond également à la recherche d'avantages comparatifs ou d'économies d'échelle voire d'effets d'expérience. Il est difficile de faire la part exacte de ces déterminants, mais la logique de pénétration est sans doute l'élément moteur qui a prévalu dans le développement des investissements directs¹.

Les spécialisations par pays et par produits ont été marquées par un renforcement de la concentration des investissements vers et en provenance des pays de l'Union européenne et par une modification des secteurs investis.

– *Les pays de l'OCDE sont les principaux pays d'implantation des investissements directs.* En 1984, les opérations menées par les entreprises françaises étaient concentrées à 87 % sur les pays de l'OCDE dont 38 % sur les États-Unis. En 1990, la part des investissements réalisés sur l'OCDE atteignait 97 %, les États-Unis ne représentant plus que 22 % des montants. Au même titre que les échanges commerciaux, l'*orientation européenne* des flux d'investissements directs apparaît distinctement. La maîtrise des coûts et le redressement de la situation financière des entreprises représentaient les conditions à remplir pour rendre attractifs les investissements directs. En 1993, les investissements français à l'étranger étaient concentrés à 56 % sur les pays de l'Union européenne et ceux-ci effectuaient 72 % des investissements directs réalisés en France alors qu'en 1984, les investissements français vers les pays de l'Union représentaient 31 % du total et les investissements européens en France 36 %. Le lien avec la concentration des flux du commerce sur les pays de l'Union n'est pas à exclure, s'agissant de stratégies complémentaires de pénétration des marchés.

– En ce qui concerne, les *secteurs investis, ceux des services marchands*, notamment le secteur du crédit, ont vu leur part s'accroître, reflétant le développement des investissements de nature financière qui se sont accélérés avec la mise en place du marché unique. Toutefois, les secteurs des produits manufacturés et de l'énergie demeurent importants.

SECTEURS FAISANT L'OBJET D'INVESTISSEMENTS DIRECTS				
Rang	1993		1993	
	Investissements à l'étranger	Part en pourcentage	Investissements en France	Part en pourcentage
1	Services marchands.....	42,2	Services marchands.....	43,2
	dont : crédit-assurances	28,7	dont : crédit-assurances	24,5
2	Produits manufacturés.....	25,2	Produits manufacturés.....	21,9
3	Holdings.....	16,1	Holdings.....	20,8
4	Énergie.....	11,3	Opérations immobilières.....	11,8

Pour les investissements en France, la spécialisation sur le secteur financier et les assurances est particulièrement marquée. En effet, ce secteur compris dans les services marchands représente 24,5 % du total général, le secteur des produits manufacturés se plaçant au deuxième rang. Cette réorientation vers le secteur financier est apparue dès le début des années quatre-vingt.

L'accroissement rapide des investissements directs français à l'étranger, sur la majeure partie de la période a engendré des sorties nettes en dépit du dynamisme des investissements directs étrangers en France. Les entrées très importantes liées aux achats de titres français par les non-résidents ont,

¹ Sur le lien entre investissements directs et exportations cf. article de Jérôme Henry « Investissements directs et exportations : existe-t-il un lien ? » dans le Bulletin de la Banque de France – n° 9 – septembre 1994

cependant, permis d'équilibrer et au-delà ces sorties nettes, l'action des pouvoirs publics ayant contribué à renforcer l'attrait des titres de la dette publique auprès des investisseurs internationaux.

2. Les modalités de financement de la balance des paiements se sont adaptées à la globalisation financière

Cette mutation de la structure de la balance des paiements s'observe au travers de l'évolution de quelques grands postes.

Les flux de capitaux à long terme ont été multipliés par quinze en 10 ans et ont représenté 73 % des flux enregistrés en balance des paiements en 1993 ; les opérations de portefeuille représentaient 97 % de ce total.

Par ailleurs, les flux de capitaux à court terme ont été parallèlement multipliés par cinq, l'essentiel étant imputable aux flux de capitaux du secteur privé non-bancaire.

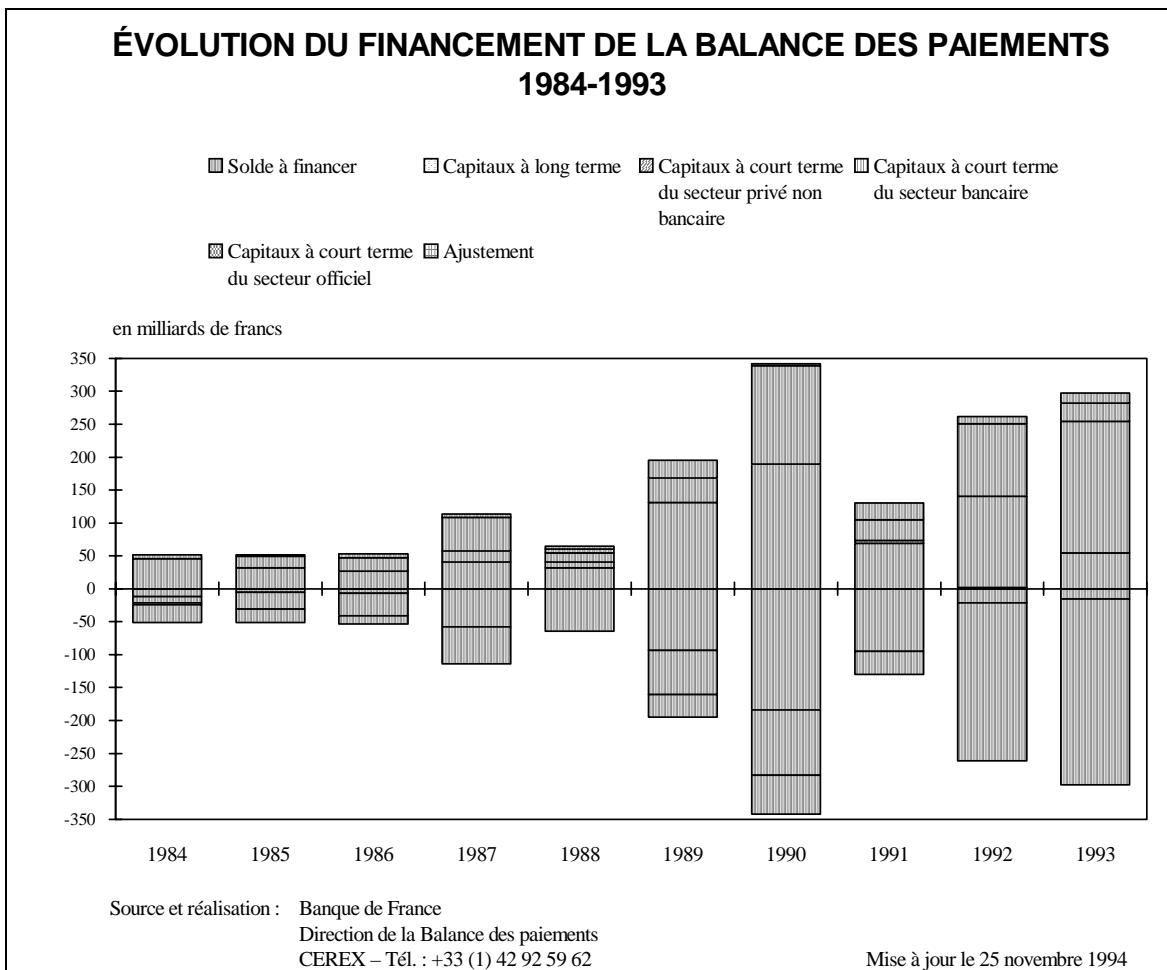
Ce développement des flux de capitaux a également traduit le renforcement de la part du franc dans les portefeuilles internationaux, le processus de globalisation financière ayant rendu plus aisément leur arbitrage au niveau international. Cette évolution a été rendue possible par la libéralisation des flux monétaires après la levée du contrôle des changes. Trois indicateurs permettent de situer la place du franc sur le plan international. En premier lieu, la part du franc dans les créances des banques vis-à-vis des non-résidents déclarées à la Banque des règlements internationaux (BRI) représentait 0,8 % en 1983 et 3,6 % dix ans plus tard. En deuxième lieu, les banques déclarantes françaises détenaient 8 % des avoirs internationaux sur un montant de 1 754 milliards de dollars en 1983 et 10,9 % en 1993 sur un montant total de 6 260 milliards de dollars. Enfin, dernière mesure du renforcement du rôle du franc, la part dans les avoirs officiels étrangers qui était de 0,2 % en 1983 a atteint 2,0 % en 1993.

L'analyse du *solde à financer*, que l'on a défini dans cet article par l'addition des transactions courantes, des transferts en capital et des investissements directs, permet de mettre en évidence plusieurs traits caractéristiques des mouvements de capitaux pendant la décennie.

**ÉVOLUTION DES MODALITÉS DE FINANCEMENT
DE LA BALANCE DES PAIEMENTS**

(en millions de francs)

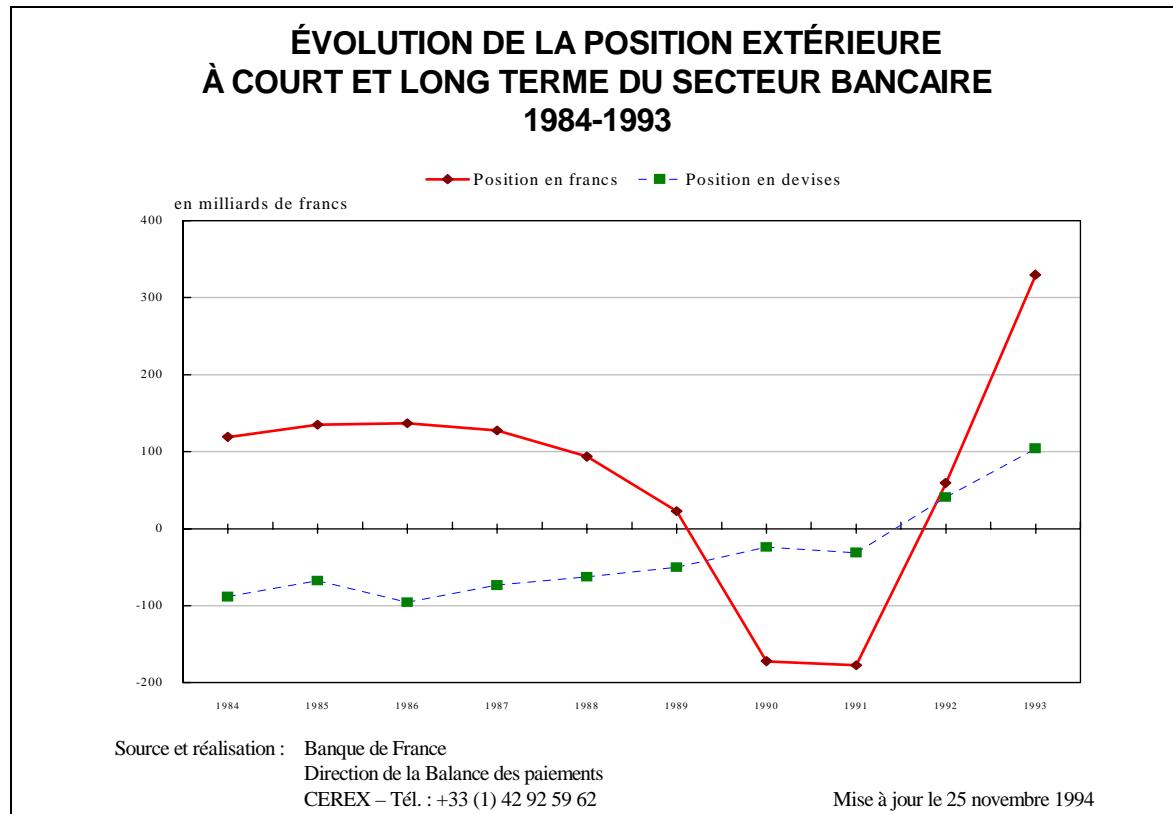
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Solde à financer.....	-40 148	-11 566	-5 474	-6 860	-57 691	-64 353	-93 439	-183 649	-94 752	2 310	54 923
dont :											
– transactions courantes	-36 593	-10 240	-2 960	12 716	-26 667	-28 802	-29 833	-53 565	-34 523	20 481	59 466
– investissements directs	-1 596	632	-142	-17 188	-24 536	-33 063	-54 770	-97 377	-53 182	-16 775	-139
Capitaux à long terme (hors investissements directs) ...	72 577	45 472	1 855	-34 407	40 865	31 794	131 051	189 633	69 422	138 194	-15 388
dont :											
– investissement de portefeuille....	42 537	62 008	57 633	12 530	32 439	45 419	162 827	188 069	80 589	187 086	21 233
Capitaux à court terme et ajustement	-32 429	-33 906	-26 381	41 267	16 826	32 559	-37 612	-5 984	25 330	-140 504	-39 535
dont :											
– secteur privé non bancaire.....	-6 024	-9 709	17 467	26 765	16 653	9 077	-66 914	-99 669	-35 486	-21 165	199 844
– secteur bancaire	14 731	-3 029	-25 390	20 684	-55 873	13 958	37 036	149 364	4 259	-240 275	-282 159
– secteur officiel.....	-44 994	-26 994	-20 448	-11 738	51 011	54 70	27 050	-58 933	31 178	109 897	27 801



2.1. Le redressement du solde à financer (1983-1986)

L'ouverture financière de la France s'est mise en place de manière progressive. Elle a été permise par la réduction du *solde à financer*.

Celui-ci s'est en effet redressé de 1983 à 1986, revenant de -40,1 milliards de francs à -6,9 milliards en 1986. Cette amélioration est imputable principalement au solde des biens, celui-ci passant de -103,8 milliards de francs à -15 milliards en 1986. Comme on l'a vu plus haut, l'évolution positive des comptes extérieurs sur la décennie est liée aux gains de compétitivité-prix des entreprises françaises, conduisant à un renforcement de leur situation financière. De ce fait, le contrôle des changes a pu être progressivement assoupli.



Le profil des mouvements de capitaux s'est trouvé de ce fait déformé. La position monétaire du secteur bancaire a en effet été marquée par une diminution de la composante à long terme et, dans une moindre mesure, de celle à court terme en devises. De surcroît, l'endettement en devises a progressivement été remplacé par un endettement en francs, ce mouvement étant lié à l'internationalisation du franc.

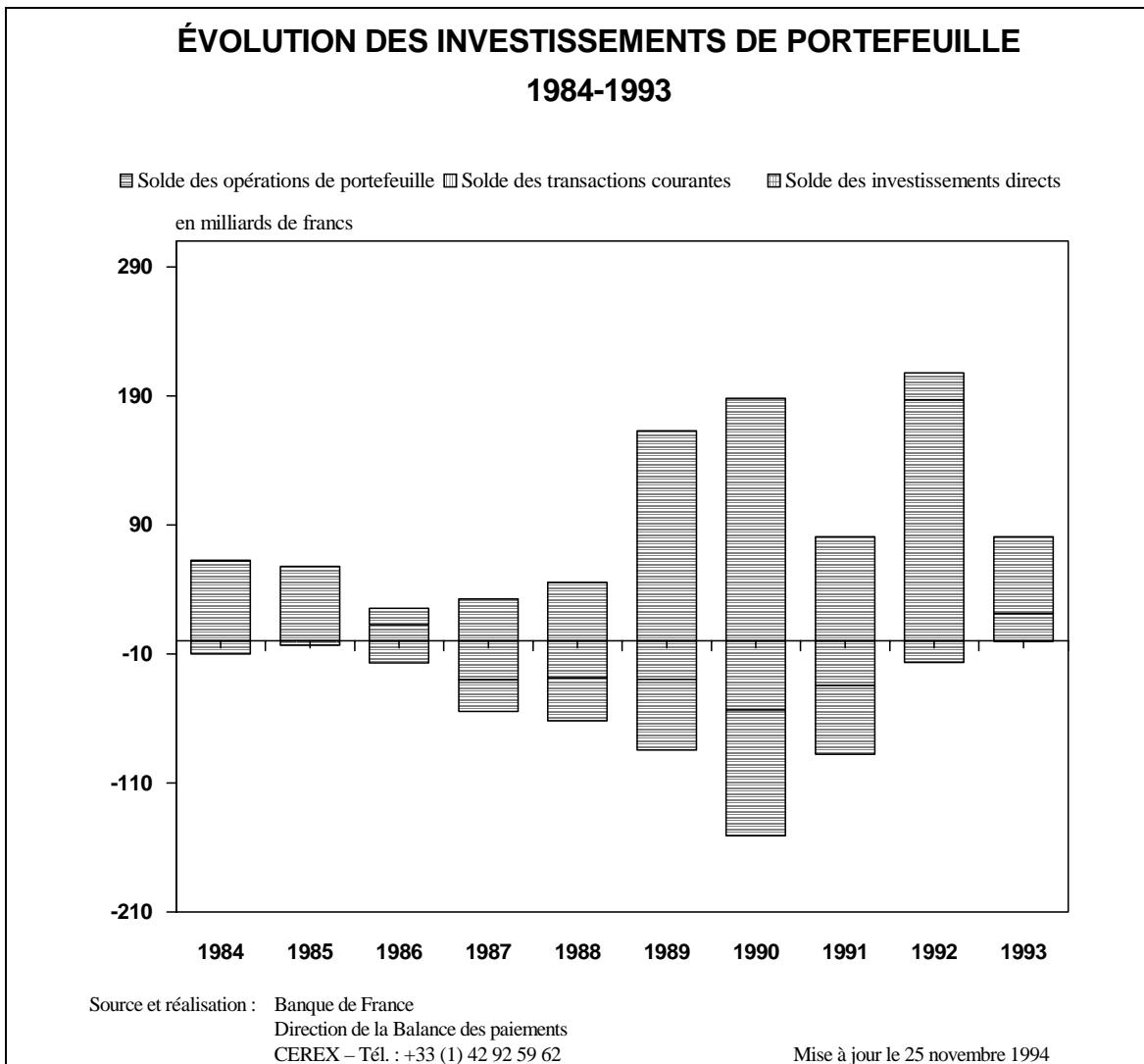
2.2. *Le redéploiement industriel et la « financialisation » de la balance depuis 1987*

2.2.1. Le redéploiement des activités économiques en dehors du territoire national qui a débuté de manière significative en 1987 s'est accompagné d'une croissance du « besoin de financement »

De 1987 et jusqu'en 1990, comme cela a été rappelé auparavant, la structure de la balance des paiements est affectée par une augmentation du déficit du solde à financer liée notamment à la montée des investissements directs à l'étranger. Si en effet sur la période, les transactions courantes ont participé au déficit, avec un solde de - 53,6 milliards de francs en 1990, contre + 12,7 milliards en 1987, les investissements directs ont joué un rôle majeur dans la formation du déficit avec en 1990 des flux nets d'une ampleur exceptionnelle. En contrepartie, la période est marquée par la croissance des entrées nettes au titre des opérations de portefeuille, qui passent de 32,4 milliards de francs en 1987 à 188,1 milliards en 1990.

Le redéploiement de l'industrie française au niveau international, c'est-à-dire le développement des investissements directs français à l'étranger, n'aurait pas été possible sans un appel à l'épargne étrangère et donc des entrées de capitaux. Les opérations de portefeuille et notamment les entrées liées à l'acquisition par les non-résidents de titres de la dette publique ont ainsi pu financer, et au-delà, la croissance externe des entreprises françaises.

Des sorties au titre des investissements directs plus que compensées par des entrées sur les opérations de portefeuille

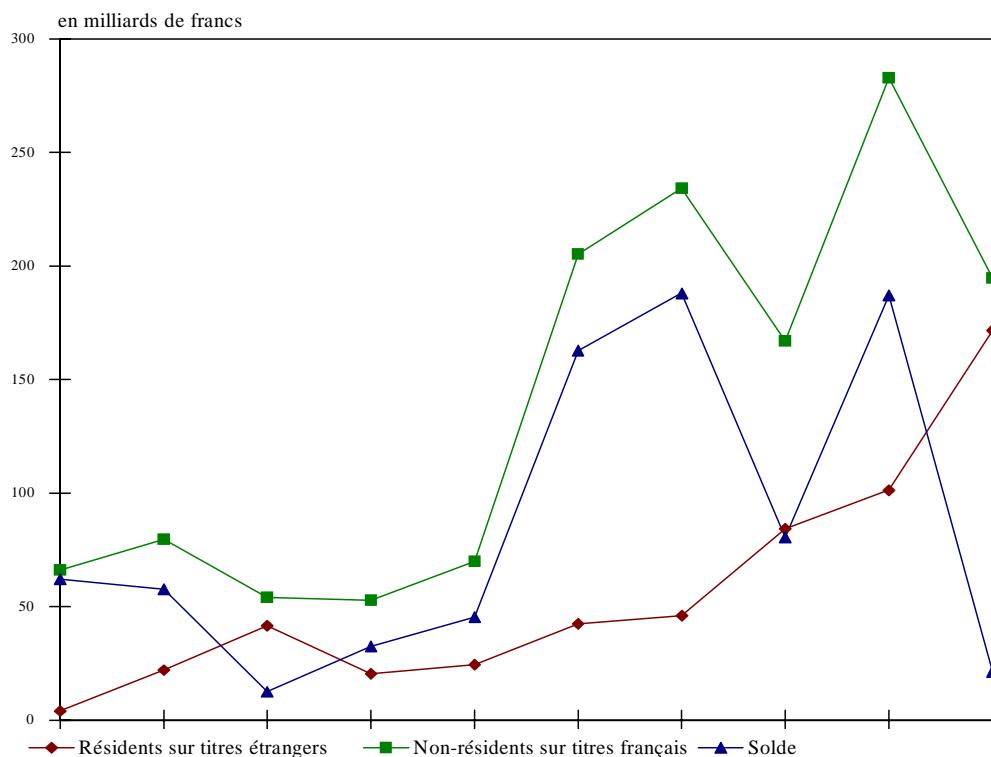


2.2.2. Le développement des opérations de portefeuille a reflété l'ouverture financière de l'économie française

Les investissements de portefeuille connaissent une forte expansion à partir de 1989 et concerne aussi bien les opérations de résidents sur titres étrangers que les opérations des non-résidents sur les titres français.

Toutefois, les acquisitions de titres par les non-résidents restent largement supérieures à celles effectuées par les résidents de sorte que les entrées nettes culminent à 188,1 milliards en 1990 et se maintiennent encore à 187,1 milliards de francs en 1992. Les titres publics ont constitué l'élément dynamique du marché et ont eu un effet d'entraînement sur les autres compartiments.

ÉVOLUTION DES INVESTISSEMENTS DE PORTEFEUILLE 1984-1993



Études générales

Le développement des acquisitions de titres par les investisseurs non-résidents reste indissociable du processus de décloisonnement et de modernisation du marché financier français, et de la sous-représentation des titres français dans les portefeuilles internationaux. Par ailleurs, ce mouvement s'est opéré dans un contexte de stabilité du franc et de maintien de rendements attractifs.

Portant majoritairement sur des obligations, notamment publiques, les acquisitions nettes de titres par les non-résidents se sont vivement accrues à partir de 1989.

En 1992, année exceptionnelle pour les achats de titres par les non-résidents, les actions représentent une part de 10,3 % et les obligations de 72,6 % du flux net d'acquisitions qui a atteint le montant record de 282,9 milliards de francs. En dépit d'un léger repli des acquisitions nettes de titres par les non-résidents, leur portefeuille équivaut, en 1993, à 37 % du total des engagements de la France vis-à-vis de l'extérieur.

L'encours des valeurs du Trésor détenues fin 1993 par les non-résidents est de 694,6 milliards de francs, composé à 62 % d'obligations assimilables du Trésor (OAT), la position à long terme du secteur officiel étant débitrice de 422 milliards de francs. Sur la décennie, la nature de l'endettement public extérieur a donc profondément changé, passant d'un endettement en devises contracté par des entreprises publiques et des établissements financiers spécialisés à des engagements en francs résultant des choix de portefeuille des non-résidents et de l'offre de titres français, en particulier publics, sur les marchés du franc, national et international.

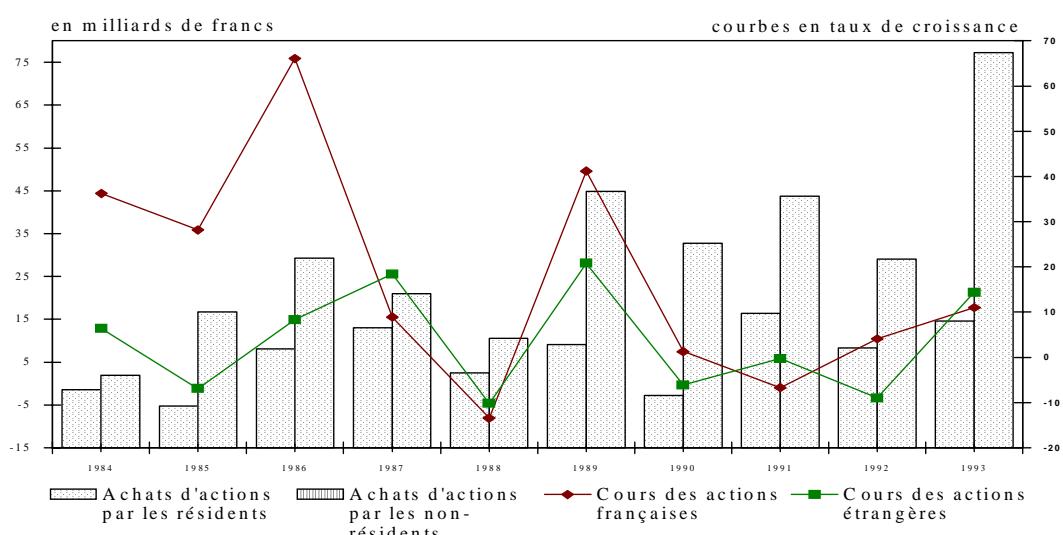
ÉVOLUTION DU TAUX DE DÉTENTION DE LA DETTE PUBLIQUE PAR LES NON-RÉSIDENTS

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	(en milliards de francs)
Encours global	1035,6	1207,7	1309,3	1414,1	1554,5	1874,9	2244,6	
- Obligations d'État	601,3	757,7	789,3	864,4	997,5	1156,8	1458,1	
- Bons du Trésor	434,3	450,0	520,0	549,7	557,0	718,1	786,5	
Encours détenu par les non-résidents	31,2	48,6	180,2	360,3	457,1	596,0	694,6	
- Obligations d'État	22,4	21,2	110,4	223,1	283,5	364,7	429,2	
- Bons du Trésor	8,8	27,4	69,8	137,2	173,6	231,3	265,4	
Encours détenu par les non-résidents rapporté à l'encours global (en pourcentage)	3,0	4,0	13,8	25,5	29,4	31,8	30,9	
- Obligations d'État	3,7	2,8	14,0	25,8	28,4	31,5	29,4	
- Bons du Trésor	2,0	6,1	13,4	25,0	31,2	32,2	33,7	

Il s'ensuit que l'encours de valeurs du Trésor détenu par les non-résidents a enregistré une progression quasi continue sur la période, l'attrait pour les titres d'État de la part des non-résidents ne s'étant pas démenti.

Les flux sur les autres placements ont enregistré également une forte croissance ; c'est le cas notamment des actions. Les profils d'évolution des acquisitions d'actions par les résidents et les non-résidents sont similaires, même si les achats des non-résidents sont toujours demeurés supérieurs à ceux des résidents. De plus, les opérations semblent suivre la variation des cours des actions, reflétant le dynamisme des bourses mondiales, signe de la globalisation financière.

ÉVOLUTION DES COURS DES ACTIONS ET DES ACQUISITIONS D'ACTIONS 1984-1993



Source et réalisation : Banque de France
Direction de la Balance des paiements
CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 59 62

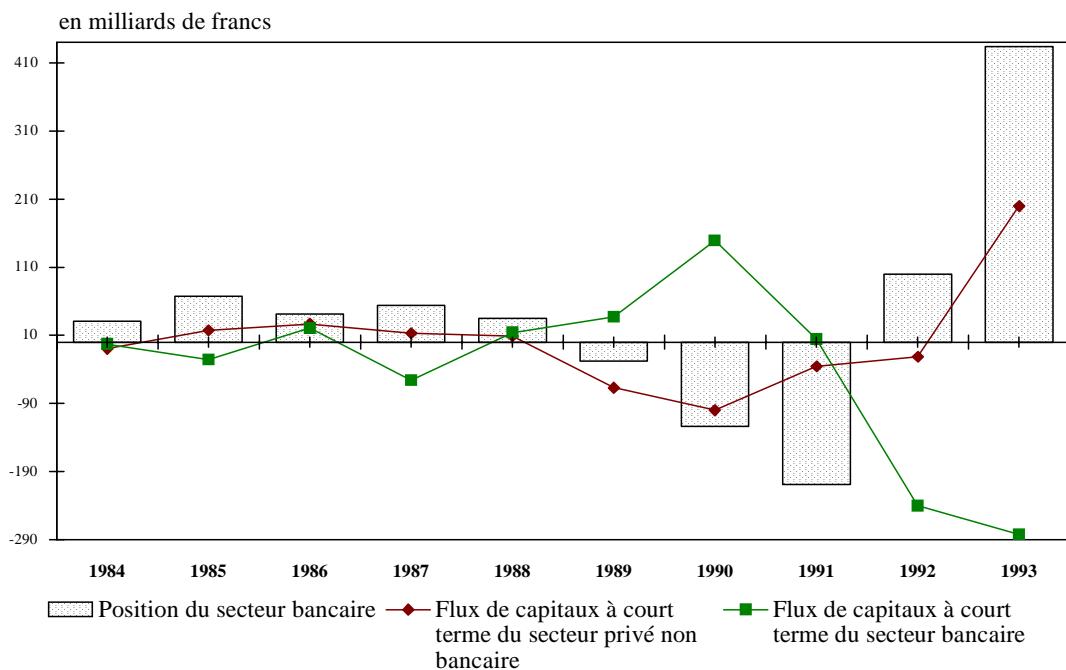
Mise à jour le 25 novembre 1994

2.2.3. La levée du contrôle des changes n'a pas eu de conséquences majeures sur le financement de la balance des paiements

Sur la période 1987-1990, les opérations du secteur privé non bancaire se sont soldées par des sorties nettes croissantes, notamment à partir de 1989, reflétant ainsi la délocalisation des placements en francs et en devises vers l'étranger, en particulier la constitution de « balances de travail » par les entreprises multinationales (conséquence en partie de la levée du contrôle des changes) et les placements des OPCVM.

Parallèlement, la position du secteur bancaire est devenue débitrice à partir de 1989 — ce qui correspond à des entrées en balance en termes de flux — par suite de l'intérêt des non-résidents pour le franc mais aussi de l'effet mécanique du développement des placements à court terme effectués à l'étranger par les OPCVM qui entraîne une augmentation concomitante des dépôts de francs des non-résidents dans les banques françaises. Cette délocalisation de l'épargne des OPCVM est intervenue notamment dans le but de minorer le montant des dépôts entrant dans le calcul de l'assiette des réserves obligatoires.

ÉVOLUTION DE LA POSITION EXTÉRIEURE DU SECTEUR BANCAIRE ET DES FLUX DE CAPITAUX DES SECTEURS PRIVÉ NON-BANCAIRE ET BANCAIRE 1984-1993



Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements
CEREX – Tél. : +33 (1) 42 92 59 62

Mise à jour le 25 novembre 1994

2.3. L'interdépendance des différents postes de la balance des paiements est à la mesure du processus de globalisation financière

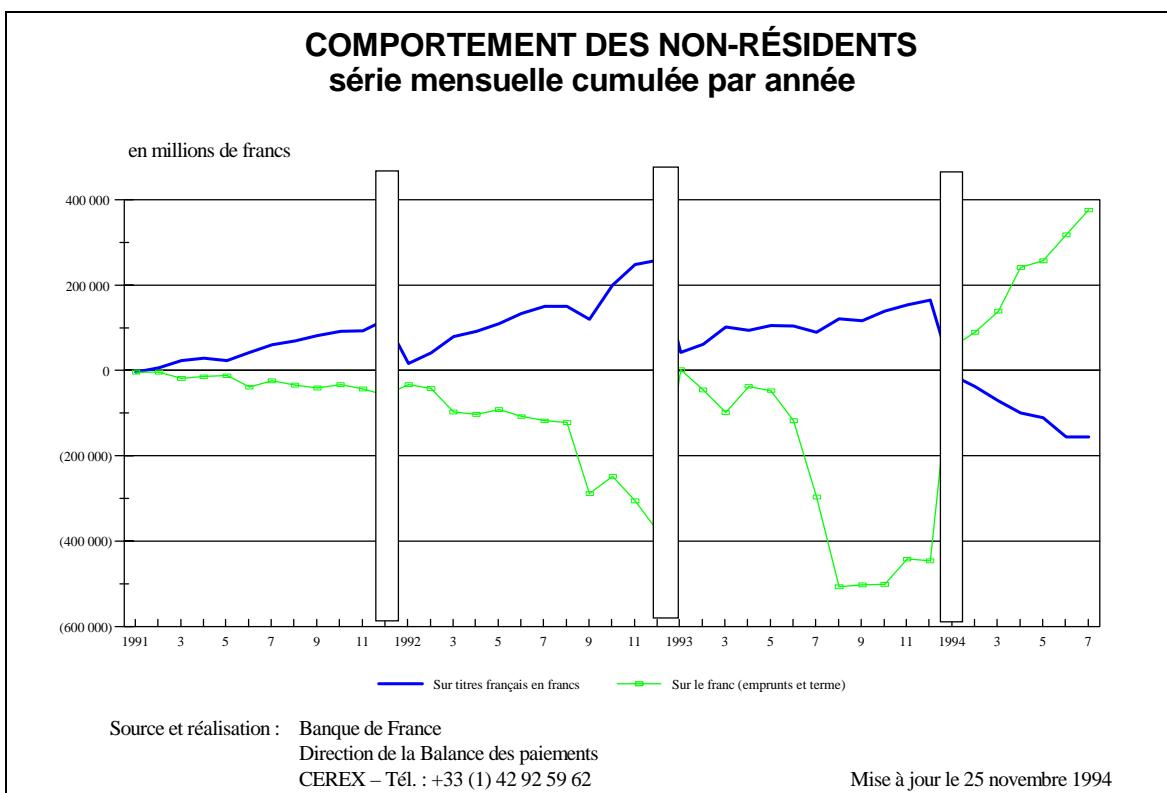
2.3.1. Le redéploiement industriel français s'est ralenti depuis quelques années et le solde des échanges de biens est devenu excédentaire

De 1991 à 1993, le solde à financer s'améliore considérablement sous l'effet de la diminution des sorties nettes au titre des investissements directs et du redressement du solde des transactions courantes, notamment de celui des échanges de biens.

Le repli des investissements directs français à l'étranger doit être mis en relation avec une conjoncture économique peu porteuse pour des opérations significatives de croissance externe des entreprises, la restructuration des grandes entreprises industrielles et financières au niveau européen ayant marqué une pause. En conséquence, l'évolution du solde à financer n'impose plus d'entrées de capitaux aussi importantes que par le passé.

2.3.2. L'interdépendance entre les compartiments à court et à long terme des mouvements de capitaux s'est accentuée

Cette interdépendance est d'abord marquée par le lien entre les achats de titres et les emprunts à court terme de francs par les non-résidents. Ces derniers, en effet, attirés par des perspectives de gains en capital dans un contexte de baisse des taux à long terme, ont procédé à des acquisitions massives de titres et les ont financées en partie par des emprunts de francs. Ce phénomène a joué en sens inverse au premier semestre 1994.



2.3.3. La modification de la position du secteur bancaire depuis 1992 traduit le changement structurel de comportement des non-résidents à l'égard du franc¹

La position en franc des banques françaises reflète le statut international acquis par le franc. Les évolutions des mouvements de capitaux à court terme du secteur bancaire s'expliquent principalement par l'analyse du comportement des non-résidents vis-à-vis du franc, soit via leurs opérations de prêts et emprunts en francs, soit via leurs opérations de change à terme et les « *swaps* » devises contre francs.

Dès 1987, la position des non-résidents sur le franc s'accroît de façon notable alors que celle des résidents sur les devises est restée stable sur la décennie. Cette déformation a porté à la fois sur les dépôts et les emprunts de francs ainsi que sur le compartiment à terme marqué, à partir de 1989, par des ventes à terme supérieures aux achats. De telles modifications sont liées à l'accroissement de la part des actifs en francs dans les portefeuilles internationaux et aux anticipations de leurs détenteurs sur les taux de change et les taux d'intérêt, qui se sont traduites par des financements en francs de leurs acquisitions, puis progressivement, et notamment en 1992 et 1993, par des couvertures des positions antérieurement constituées.

¹ Cf. « Mouvements de capitaux et instabilité monétaire » par Dominique Plihon et commentaires par Jacques Pécha, colloque Banque de France-Université – Décembre 1993 – Cahiers économiques et monétaires n° 43 – 1994

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER AU 31 DÉCEMBRE 1992

La Banque de France (direction de la Balance des paiements) réalise par l'intermédiaire des succursales une enquête annuelle sur l'encours des investissements directs à l'étranger des entreprises industrielles et commerciales, des établissements de crédit et des compagnies d'assurance résidents. En raison des délais de collecte et de traitement, les résultats présentés ci-après portent sur l'encours au 31 décembre 1992. Ils sont inclus dans le rapport sur la balance des paiements et la position extérieure de la France publié sous le double timbre du ministère de l'Économie et de la Banque de France.

*Direction de la Balance des paiements
Service des Investissements et placements extérieurs*

■ Compte tenu du seuil retenu, 2 243 investisseurs résidents ont été recensés en 1992 pour 8 663 entreprises non résidentes investies.

■ La progression de l'encours d'investissements directs à l'étranger s'est poursuivie en 1992 (774,1 milliards de francs au 31 décembre, contre 672,9 milliards à fin 1991), mais à un rythme en légère diminution (+ 15 %, après + 19 % en 1991 et + 29 % en 1990). Cette tendance devrait se confirmer en 1993, en liaison avec la décélération des flux d'investissements directs français à l'étranger dans un cadre généralisé de réduction des

investissements directs dans le monde.

■ Les caractéristiques structurelles de l'encours se sont peu modifiées d'une année sur l'autre.

■ L'Union européenne est le lieu privilégié d'accueil des investissements directs français à l'étranger (58 % de l'encours).

■ Les cinq premiers secteurs économiques investisseurs (crédit, énergie, chimie, assurance, matériel électrique et électronique) recouvrent près de la moitié de l'encours.

■ Les dix premières entreprises investisseuses sont à l'origine du quart de l'encours d'investissements directs français à l'étranger.

POPULATION RECENSÉE		
(en unité)		
31 décembre 1992	Investisseurs résidents (a)	Entreprises non résidentes investies
	2 243	8 663
31 décembre 1991	2 218	8 465

(a) Seuil retenu : 20 millions de francs d'immobilisations financières au bilan

Avertissement

Les bénéfices réinvestis, dont le mode de calcul est en cours de révision, ainsi que les résultats comptables pour l'année 1992 des entreprises investies, ne sont pas inclus dans la présente note. Ils feront l'objet d'une publication ultérieure.

1. Résultats globaux et répartition géographique

1.1. Résultats globaux

En 1992, l'encours des investissements directs français à l'étranger des sociétés résidentes a continué à se développer, mais à un rythme moins soutenu (+ 15,0 %) que les années précédentes (+ 19,0 % sur 1991 et + 29,4 % en 1990). Il s'est inscrit à 774,1 milliards de francs, contre 672,9 milliards à fin décembre 1991 et 564,8 milliards à fin 1990.

Par rapport à fin 1987, date d'établissement du premier stock, cette progression est de l'ordre de 180 % (cf. annexe 2) soit un rythme annuel moyen de 36 %.

ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER DEPUIS 1990

	31 décembre			Variation en pourcentage	
			1992		
	1990	1991			
Capitaux propres	504,9	603,2	673,2	11,6	
Prêts et avances	59,9	69,7	100,9	44,8	
Total.....	564,8	672,9	774,1	15,0	

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

1.2. Répartition géographique

1.2.1. Répartition par zones

La ventilation géographique du stock d'investissements directs français à l'étranger est demeurée stable d'une année sur l'autre.

Le stock d'investissements directs français à l'étranger demeure principalement localisé dans la zone OCDE (84,7 % du stock) et, plus particulièrement, dans l'Union européenne (58,1 %).

**RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES
DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER**

(en milliards de francs)

Pays ou zones	Au 31 décembre 1991	Au 31 décembre 1992				
	Total	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition en pourcentage
OCDE.....	578,2	329,4	251,0	75,4	655,8	84,7
– Union européenne	391,8	219,5	174,7	55,9	450,1	58,1
– AELE.....	45,4	25,9	18,4	2,6	46,9	6,1
– Autres pays de l'OCDE	141,0	84,0	57,9	16,9	158,8	20,5
Pays hors OCDE.....	42,8	44,0	13,1	4,5	61,6	15,3
– Pays de l'Europe de l'Est.....	1,0	1,6	0,3	0,1	2,0	0,3
– Pays de l'Amérique latine.....	17,7	14,6	7,4	1,8	23,8	3,0
– Pays du Maghreb	1,5	1,7	1,1	0,3	3,1	0,4
– Pays de la Zone franc.....	7,0	3,6	3,2	0,8	7,6	1,0
– Reste du monde.....	15,6	22,5	1,1	1,5	25,1	10,6
Indéterminés	51,8	31,2	4,4	21,1	56,7	-
Total	672,9	404,6	268,5	101,0	774,1	100,0

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33

Mise à jour le 15 novembre 1994

La part des différents pays d'accueil a peu varié d'une année sur l'autre. Il convient toutefois de noter que les Pays-Bas ont pour la première fois dépassé les États-Unis (19,6 % du stock, contre 17,1 %), comme premier pays d'accueil, en raison d'une intensification des participations croisées avec la France. Dans la zone hors OCDE, on enregistre un accroissement des implantations en Amérique latine. Les investissements dans les autres régions du monde (Europe de l'Est, Maghreb) demeurent marginaux.

**PRINCIPAUX PAYS D'ACCUEIL
DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER**

(montant en milliards de francs et répartition en pourcentage)

	31 décembre 1990		31 décembre 1991		31 décembre 1992		Pour mémoire Part dans les exportations françaises en 1992
	Montant	Répartition	Montant	Répartition	Montant	Répartition	
États-Unis	108,5	19,2	118,1	17,6	132,6	17,1	11,8
Pays-Bas	91,4	16,2	117,3	17,4	152,0	19,6	3,9
Royaume-Uni	59,0	10,4	72,7	10,8	70,3	9,1	13,0
Espagne.....	39,2	6,9	58,7	8,7	53,9	7,0	4,8
UEBL.....	49,2	8,7	60,1	8,9	69,0	8,9	8,2
Suisse	37,6	6,7	36,1	5,4	36,9	4,8	7,1
Italie	33,4	5,9	33,2	4,9	36,9	4,8	7,9
Allemagne	24,7	4,4	30,7	4,6	50,6	6,5	14,2
Canada	13,8	2,4	13,2	2,0	16,0	2,1	0,7
Irlande	5,4	1,0	10,0	1,5	5,3	0,7	0,3
Autres pays	102,6	18,2	122,8	18,2	150,6	19,4	28,1
Total	564,8	100,0	672,9	100,0	774,1	100,0	100,0

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33

Mise à jour le 15 novembre 1994

Le degré de dispersion géographique des investissements directs français à l'étranger est sensiblement plus élevé que celui de nos exportations. Ainsi, les cinq principaux pays (Allemagne, États-Unis, Italie, Royaume-Uni, UEBL) vers lesquels exporte la France (53 % du total des exportations de biens et services de 1992) ne représentent que 46,4 % du stock.

PART COMPARÉE DES PRINCIPAUX PAYS DANS LES EXPORTATIONS ET LES INVESTISSEMENTS DIRECTS			
Pays	Part des pays dans les exportations de biens et services	Flux nets d'investissement français à l'étranger	Part des pays dans les stocks d'investissements français à l'étranger
États-Unis.....	11,4	6,7	17,1
Pays-Bas.....	3,8	19,5	19,6
Royaume-Uni	12,5	8,3	9,1
Espagne	4,6	9,7	7,0
UEBL	7,8	18,6	8,9
Suisse	6,7	1,7	4,8
Italie	7,7	10,1	4,8
Allemagne	13,6	12,1	6,5
Canada.....	0,7	1,1	2,1
Irlande	0,3	0,5	0,7
Autres pays.....	30,9	11,7	19,4
Total	100,0	100,0	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

2. Secteurs d'activité et entreprises résidentes investissant à l'étranger

2.1. Ventilation des investisseurs résidents par secteur d'activité

En terme de secteurs investisseurs, le stock demeure relativement concentré puisque les investissements émanant des cinq premiers secteurs (sur 29) représentent près de la moitié du total.

Le secteur des banques et des organismes financiers est le premier investisseur (15,8 % du stock), les secteurs de l'énergie (9,9 %), de la chimie (8,9 %) et des assurances (8,8 %) étant à l'origine d'investissements directs d'importance comparable (cf. annexe 6).

PRINCIPAUX SECTEURS RÉSIDENTS INVESTISSANT À L'ÉTRANGER				
	(montant en milliards de francs et répartition en pourcentage)			
	31 décembre 1991	Répartition	31 décembre 1992	Répartition
	Montant	Répartition	Montant	Répartition
Crédit	117,7	17,5	122,1	15,8
Énergie.....	61,7	9,2	76,6	9,9
Produits chimiques	62,9	9,4	68,9	8,9
Assurances	55,1	8,2	68,5	8,8
Matériel électrique et électronique.....	64,2	9,5	50,7	6,5
Récupération, réparation, commerce.....	41,6	6,2	47,9	6,2
Autres services marchands	40,6	6,0	43,4	5,6
Alimentation, boisson, tabac	33,3	5,0	33,9	4,4
Métaux ferreux et non ferreux.....	29,8	4,4	33,9	4,4
Matériel de transport.....	34,2	5,1	32,1	4,1
Autres secteurs.....	131,8	19,5	196,1	25,4
Total	672,9	100,0	774,1	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

2.2. *Les entreprises résidentes investissant à l'étranger*

2.2.1. Nombre d'entreprises investissant à l'étranger

2 243 entreprises résidentes (contre 2 218 à la fin de 1991) ont été recensées pour un encours total d'investissements directs de 774,1 milliards de francs.

L'essentiel des investissements est toutefois concentré sur un petit nombre d'entreprises : le quart des investissements est effectué par les dix premières et la moitié de l'encours par les trente et une premières entreprises investisseuses.

2.2.2. Principales entreprises par secteurs économiques investisseurs

La liste des principales entreprises investissant à l'étranger est répartie selon leur secteur économique d'appartenance dans le tableau ci-après, l'essentiel des investissements demeurant réalisé par quelques grands groupes.

PRINCIPALES ENTREPRISES INVESTISSANT À L'ÉTRANGER PAR SECTEUR ÉCONOMIQUE		
Secteurs d'activité	Principales entreprises investissant à l'étranger	Pourcentage du total des investissements du secteur effectué par les entreprises citées
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel	Société nationale Elf Aquitaine, Total, Cogema	97
Métaux ferreux et non ferreux	Péchiney international, CMB Packaging, Usinor Sacilor, Sollac, Péchiney SA	81
Minéraux non métalliques	Cie Saint Gobain, Société des Ciments français, Lafarge Coppée, Lafarge Platreurop, Verrerie Cristallerie d'Arques	75
Produits chimiques.....	Rhône-Poulenc SA, Air Liquide international, Elf Sanofi, Atochem, Carbone Lorraine	65
Matériel électrique et électronique	Alcatel Alsthom, Alcatel câbles, Merlin Gérin, Legrand SA, Thomson CSF	79
Matériel de transport.....	Régie nationale des Usines Renault, Peugeot-Citroën, Valéo, Précision mécanique Labinal	85
Alimentation, boisson, tabac	BSN, Eridania-Béghin Say, Bongrain SA, Gervais Danone, Roquette Frères SA	66
Récupération, réparation, commerce.....	Carrefour, LVMH (Louis Vuitton-Moët Hennessy), Louis Dreyfus et Cie, Rexel	41
Crédit.....	Banque nationale de Paris, Crédit lyonnais Europe, Crédit lyonnais, Compagnie de Suez, Banque Indosuez, Société générale	47
Assurances.....	AXA SA, AGF international, UAP international, Abeille Assurances, Cie Financière du groupe Victoire	74
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33		
Mise à jour le 15 novembre 1994		

3. Secteurs, pays et entreprises bénéficiaires à l'étranger

3.1. Secteurs d'investissements directs

3.1.1. Analyse globale

Les cinq premiers secteurs économiques « investis » représentent à eux-seuls près de 55 % du stock d'investissements directs à l'étranger.

RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS PAR SECTEURS D'INVESTISSEMENT DIRECT À L'ÉTRANGER		
	(en pourcentage)	
	Fin 1991	Fin 1992
Crédit	15,9	14,6
Holdings.....	13,3	12,8
Matériel électrique et électronique.....	9,3	10,6
Produits chimiques	9,9	8,7
Assurances	8,1	8,3
Récupération, réparation, commerce	6,1	6,4
Houille, lignite, pétrole, gaz naturel et produits raffinés	2,8	5,8
Alimentation, boissons, tabac	4,3	4,2
Autres services marchands	4,9	4,2
Métaux ferreux et non ferreux.....	3,2	3,1
Autres secteurs investis	22,2	21,3
Total.....	100,0	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

3.1.2. Orientation géographique

D'une année sur l'autre, la spécialisation sectorielle des différents pays d'accueil est demeuré stable.

- Les États-Unis attirent particulièrement les investissements industriels (produits chimiques, métaux ferreux et non ferreux, notamment).
- Aux Pays-Bas, les investissements directs dans le secteur du matériel électrique et électronique constituent la part la plus importante du stock.
- Au Royaume-Uni, le secteur des assurances a pris la première place (17 %) devant celui du crédit (15 %).
- L'Espagne attire notamment les investissements directs dans les secteurs de l'industrie.

PRINCIPAUX SECTEURS INVESTIS SELON LES PAYS D'ACCUEIL			
Pays d'accueil	Principaux secteurs d'investissement direct		(en pourcentage) Parts des autres secteurs
	Intitulé du secteur	Part du total investi dans le pays	
États-Unis	Holdings	21)	35
	Produits chimiques.....	20)	
	Métaux ferreux et non ferreux	9) 65	
	Autres services marchands.....	8)	
	Assurances.....	7)	
Pays-Bas	Matériel électrique et électronique	35)	32
	Assurances.....	12)	
	Crédit.....	11) 68	
	Holdings	10)	
Royaume-Uni	Assurances.....	17)	46
	Holdings	15)	
	Crédit.....	11) 54	
	Restauration et hébergement.....	11)	
Espagne	Matériel de transport	18)	42
	Crédit.....	14)	
	Récupération, réparation, commerce	10) 58	
	Holdings	9)	
	Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel	7)	
UEBL	Crédit.....	30)	38
	Assurances.....	13)	
	Restauration, hébergement.....	10) 62	
	Holdings	9)	
Suisse	Caoutchouc et matières plastiques	34)	29
	Crédit.....	19) 71	
	Holdings	18)	

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

3.2. Degré de diversification à l'étranger

Le degré de diversification est variable suivant les secteurs, l'investissement direct étant en général effectué dans le secteur d'origine.

Le taux de diversification est significatif dans le secteur des métaux (36 %), le secteur des autres services marchands (32 %), le secteur de l'énergie (22 %), dans le secteur « récupération, réparation, commerce » (21 %), et dans celui des produits chimiques (17 %).

**DEGRÉ DE DIVERSIFICATION À L'ÉTRANGER
PAR SECTEUR INVESTISSEUR**

(en pourcentage)

Secteurs d'activité (a) nationaux investisseurs	Répartition des investissements à l'étranger		Principaux secteurs bénéficiaires hors du secteur d'origine
	Dans le secteur d'origine	Hors du secteur d'origine	
Métaux ferreux et non ferreux.....	64	36 dont 13 16	Holdings Papier, presse, imprimerie, édition
Autres services marchands.....	68	32 dont 26 3	Holdings Alimentation, boissons, tabac
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés	78	22 dont 15 3	Produits chimiques Métaux ferreux et non ferreux
Récupération, réparation, commerce....	79	21 dont 21	Holdings
Produits chimiques	83	17 dont 16	Holdings
Assurances	87	13 dont 13	Holdings
Crédit	91	9 dont 4 2	Assurances Holdings
Alimentation, boisson, tabac	93	7 dont 4 2	Récupération, réparation, commerce Holdings
Matériel de transport.....	95	5 dont 5	Récupération, réparation, commerce
Matériel électrique et électronique.....	98	2 dont 2	Holdings

(a) Seuls sont repris les secteurs résidents dont le montant des investissements à l'étranger est supérieur à 4 % du total du stock à la fin de 1992.

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

**3.3. Nombre d'entreprises étrangères recensées
et degré de contrôle de l'investissement**

3.3.1. Sociétés recensées

8 661 sociétés étrangères ont été enregistrées comme faisant l'objet d'un investissement direct au 31 décembre 1992, contre 8 465 au 31 décembre 1991.

3.3.2. Degré de contrôle de l'investissement

La part du capital détenue dépasse les 59 % dans 80 % des sociétés étrangères recensées, les montants correspondants à ces prises de participations majoritaires représentant 82 % du stock.

RÉPARTITION DES INVESTISSEMENTS DIRECTS EN FONCTION DU POURCENTAGE DÉTENU À FIN 1992				
(montants en millions de francs et répartition en pourcentage)				
Quote-part détenue	Nombre de sociétés investies	Répartition	Montant de l'investissement	Répartition
Filiales				
50 % à 90 %	1 914	22,1	151,0	19,5
Plus de 90 %	5 020	58,0	484,6	62,6
Sous-total.....	6 934	80,1	635,6	82,1
Participations				
10 % à 20 %	401	4,6	16,3	2,1
20 % à 50 %	1 328	15,3	122,2	15,8
Total	8 663	100,0	774,1	100,0
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33				
Mise à jour le 15 novembre 1994				

ANNEXE 1**NOTE MÉTHODOLOGIQUE**

L'objet du recensement est d'évaluer, dans une optique patrimoniale, c'est-à-dire en termes de stock, le montant des investissements directs détenus à l'étranger par les résidents.

1. Définition d'un investissement direct

En règle générale, le concept d'investissement direct découle de la notion de contrôle ou de pouvoir d'influence sur la gestion d'une entreprise.

On définit l'investissement direct à l'étranger comme :

- la détention à l'étranger d'une unité ayant une autonomie juridique, ou d'une succursale,
- la détention d'une proportion significative du capital, donnant à l'investisseur résident un droit de regard dans la gestion de l'entreprise étrangère investie. Dans la présente évaluation, a été considérée comme investissement direct toute participation égale ou supérieure à 10 %, conformément au critère de classement, retenu en France, par le Plan comptable et recommandé par l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), et par le Fonds monétaire international (FMI) dans leurs définitions de référence de l'investissement direct étranger,
- les prêts et avances à court et long terme consentis par l'investisseur à la société investie dès lors qu'un lien de maison mère à filiale est établi entre eux. Les prêts des filiales étrangères à leurs maisons-mères résidentes ne viennent pas en déduction de ce montant.

2. Principes généraux de recensement**2.1. Base du recensement**

L'enquête est établie à partir d'un concept territorial et comptable de l'investissement direct : le recensement des participations à l'étranger est limité à celles qui sont inscrites au bilan des sociétés résidentes et le stock est mesuré par la valeur comptable de la part du capital et des réserves détenue dans la société non résidente, augmentée des prêts et avances de la société mère à la filiale.

Trois conséquences en découlent :

- ne sont prises en compte que les participations directes à l'étranger, pour leur valeur au bilan de la maison-mère. Cette valeur peut inclure celle des participations de second rang détenues par le réseau des filiales directes ;
- la ventilation géographique des investissements à l'étranger résulte uniquement des lieux d'implantation des filiales directes ;
- en ce qui concerne les titres de participation, la valeur comptable peut être significativement différente de la valeur vénale. Sans doute moins riche du point de vue de l'analyse économique, la valeur comptable est toutefois la seule méthode d'évaluation susceptible, à l'heure actuelle, de permettre des comparaisons internationales.

2.2. Population concernée

2.2.1. Investisseurs résidents

Les investisseurs résidents ont leur siège en France métropolitaine, indépendamment de toute considération sur la nationalité des actionnaires ou associés qui les contrôlent.

Pour limiter la charge statistique liée à ce recensement, un seuil a été retenu. Ne sont visés que les investissements directs à l'étranger des entreprises françaises dont le poste d'immobilisations financières au bilan est supérieur ou égal à 20 millions de francs.

En 1992, le nombre d'investisseurs français à l'étranger recensés dans l'enquête était de 2 243.

2.2.2. Entreprises non résidentes ou succursales

Sont concernées celles détenues à hauteur de 10 % au moins de leur capital par une entreprise française et situées dans tout pays autre que :

- la France métropolitaine,
- la Principauté de Monaco,
- les départements d'outre-mer (Guyane, Martinique, Guadeloupe, Réunion),
- les territoires d'outre-mer (Polynésie française, Nouvelle-Calédonie et dépendances, Îles Wallis et Futuna),
- les collectivités territoriales de Mayotte et de Saint-Pierre et Miquelon.

En 1992, le nombre d'entreprises étrangères investies par les sociétés résidentes recensées dans l'enquête était de 8 663.

2.3. Sources d'information

Les succursales de la Banque de France collectent l'essentiel des informations sur les sociétés de leur rayon d'action.

2.4. Modalités d'établissement

2.4.1. Calcul de l'encours (en devises) de chaque participation à l'étranger

Les investissements directs à l'étranger sont appréhendés à partir des données figurant sur les tableaux de filiales et de participations annexés aux comptes annuels ou dans les rapports annuels d'activité.

Pour chaque participation à l'étranger, le montant de l'investissement est calculé de la manière suivante :

- quote-part détenue dans la société étrangère,
- \times capitaux propres de la dite société, hors résultats de l'année sous revue,
- + prêts et avances consentis par l'investisseur,
- + bénéfices réinvestis par l'investisseur au cours de l'exercice.

2.4.2. Conversion en francs

Le montant des investissements directs à l'étranger est initialement calculé dans chacune des devises des pays dans lesquels les investissements sont effectués.

La conversion en francs de ces montants est réalisée sur la base des cours de change prévalant lors de la date d'arrêté du stock.

PRINCIPAUX COURS DE CHANGE CONTRE FRANCS		
	Au 31 décembre 1991	Au 31 décembre 1992
Franc belge.....	0,1659	0,1660
Florin	3,0328	3,0354
Deutschmark	3,4165	3,4096
Lire italienne	0,00451	0,00373
Livre sterling	9,6900	8,3535
Peseta	0,0536	0,0481
Franc suisse.....	3,8230	3,7820
Dollar des États-Unis	5,1800	5,5065
Dollar canadien	4,4860	4,3410

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

3. Origine des différences entre la variation annuelle de l'encours et les flux enregistrés en balance des paiements

La correspondance entre les flux de balance des paiements et la variation des stocks est parfois difficile à établir pour les raisons suivantes.

- Les stocks sont calculés sur la base de la valeur comptable de certains éléments du passif de la société investie (capital, réserves) alors que les flux le sont sur la base de la valeur vénale. Entre l'une et l'autre méthode d'évaluation les écarts peuvent être parfois considérables. Ils sont notamment liés à l'acquisition du « *goodwill* » (fonds de commerce et actifs incorporels) inclus dans la valeur vénale.

Cette différence d'évaluation conduit le plus souvent à surévaluer les flux par rapport aux stocks.

- Le recensement en balance des paiements n'enregistre que les flux de financement direct entre la France et l'étranger. Il ne prend pas en compte, par définition, le financement à l'étranger des investissements directs (par exemple, financement par emprunts bancaires dans le pays étranger où s'effectue l'investissement, ou financement par l'intermédiaire du réseau de filiales non résidentes). Contrairement à la précédente source d'écart, cette différence implique une sous-évaluation des flux par rapport aux stocks.

- La balance des paiements n'enregistre pas, à l'heure actuelle, les investissements en capital provenant des bénéfices réinvestis alors qu'ils sont inclus dans le stock.

– Le cours de change retenu pour l'établissement du stock peut être très différent de celui appliqué aux règlements enregistrés en balance des paiements.

En effet, les flux d'investissement en balance des paiements sont valorisés aux cours de change prévalant à la date de l'investissement alors que le stock est valorisé aux cours de change constatés lors de sa date d'arrêté.

– Les prêts à court terme aux filiales qui sont repris dans les stocks ne sont pas recensés en balance des paiements avec les flux d'investissements directs, mais dans les mouvements de capitaux à court terme.

4. Corrections statistiques

Compte tenu des indications résultant de l'exploitation des flux de balance des paiements enregistrés en 1992, le stock calculé en données brutes (744,3 milliards de francs) a fait l'objet d'une correction statistique de 29,8 milliards de francs résultant de la prise en compte des opérations d'investissements directs, d'un montant unitaire d'au moins 5 millions de francs, réalisées par des entreprises ne figurant pas dans le champ de recensement du stock.

ANNEXE 2

**ENCOURS DES INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS
À L'ÉTRANGER DE 1987 À 1992**

(en milliards de francs)

	Capital	Autres capitaux propres	Total des capitaux propres	Prêts et avances	Encours total
31 décembre 1987.....	166,6	77,0	243,6	32,4	276,0
31 décembre 1988.....	165,4	106,8	272,2	39,6	311,8
31 décembre 1989.....	197,9	188,1	386,0	50,5	436,5
31 décembre 1990.....	285,6	219,3	504,9	59,9	564,8
31 décembre 1991.....	350,7	252,4	603,2	69,7	672,9
31 décembre 1992.....	404,6	268,5	673,7	100,9	774,1

Source et réalisation : Banque de France
 Direction de la Balance des paiements
 SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33
 novembre 1994

Mise à jour le 15

ANNEXE 3

**VENTILATION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS DIRECTS
FRANÇAIS À L'ÉTRANGER AU 31 DÉCEMBRE 1992**

(en millions de francs et répartition en pourcentage)

	Capital	Prêts	Total	Répartition
Pays-Bas.....	129 871	22 169	152 040	19,7
États-Unis	117 724	14 899	132 623	17,2
Royaume-Uni.....	55 279	15 040	70 319	9,1
UEBL.....	67 332	1 696	69 028	8,9
Espagne.....	50 201	3 688	53 889	7,0
Allemagne.....	39 302	11 295	50 597	6,6
Suisse	34 888	1 969	36 857	4,8
Italie.....	35 404	1 448	36 852	4,8
Canada	15 014	1 013	16 027	2,1
Brésil	9 771	179	9 950	1,3
Portugal.....	9 454	39	9 493	1,2
Suède	7 474	520	7 994	1,0
Belgique.....	7 695	35	7 730	1,0
Irlande.....	4 987	333	5 320	0,7
Australie.....	4 118	711	4 829	0,6
Argentine	3 417	12	3 429	0,4
Singapour.....	3 004	91	3 095	0,4
Indonésie.....	2 856	1	2 857	0,4
Gabon	2 783	48	2 831	0,4
Japon.....	2 552	166	2 718	0,4
Hong-Kong	2 475	201	2 676	0,4
Turquie.....	2 282	107	2 389	0,3
Chili	2 267	119	2 386	0,3
Maroc.....	1 986	290	2 276	0,3
Îles Caïmanes.....	1 456	681	2 137	0,3
Luxembourg.....	1 485	478	1 963	0,3
Bermudes	1 409	466	1 875	0,2
Grèce	1 524	133	1 657	0,2
Côte d'Ivoire.....	1 380	115	1 495	0,2
Corée du Sud.....	1 410	0	1 410	0,2
Mexique	1 336	23	1 359	0,2
Arabie saoudite	1 328	5	1 333	0,2
Cameroun.....	1 008	214	1 222	0,2
Norvège	1 038	83	1 121	0,1
Nigéria.....	1 067	5	1 072	0,1
Tchécoslovaquie.....	1 060	0	1 060	0,1
Danemark.....	869	34	903	0,1
Sénégal	710	115	825	0,1
Chine.....	809	1	810	0,1
Thaïlande	453	341	794	0,1
Venezuela	767	24	791	0,1
Autriche	647	47	694	0,1
Émirats arabes unis	597	60	657	0,1
Tunisie	599	49	648	0,1
Niger	501	102	603	0,1
Uruguay	383	155	538	0,1
Hongrie	486	45	531	0,1
Antilles néerlandaises	558	- 29	529	0,1
Taiwan	488	2	490	0,1
Vietnam.....	469	0	469	0,1
Panama ancienne zone	287	137	424	0,1
Vanuatu.....	357	0	357	0,1
Autres pays	944	481	1 425	0,2
Indéterminés.....	35 600	21 100	56 700	7,3
Total.....	673 160	100 934	774 094	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

ANNEXE 4

**RÉPARTITION PAR SECTEUR INVESTISSEUR DES INVESTISSEMENTS
DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER
AU 31 DÉCEMBRE 1992**

(en millions de francs et répartition en pourcentage)

Secteurs investisseurs	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition par secteur
1. Agriculture	257	155	146	558	0,1
2. Énergie	25 840	25 909	24 884	76 633	9,9
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés.....	16 944	17 566	23 607	58 117	7,5
Autres sources d'énergie	8 896	8 343	1 277	18 516	2,4
3. Produits manufacturés.....	160 160	105 793	27 232	293 185	37,9
Métaux ferreux et non ferreux	21 759	11 866	259	33 884	4,4
Minéraux non métalliques	14 482	6 077	884	21 444	2,8
Produits chimiques	40 855	23 952	4 103	68 910	8,9
Fonderie et travail des métaux.....	4 167	4 274	615	9 057	1,2
Machines agricoles et industrielles	1 488	331	331	2 150	0,3
Machines de bureau, matériel de précision.....	10 628	- 7 697	5 513	8 444	1,1
Matériel électrique et électronique	17 335	25 668	7 738	50 740	6,5
Matériel de transport	15 465	15 172	1 489	32 127	4,1
Alimentation, boisson, tabac.....	17 999	12 594	3 339	33 932	4,4
Textile et habillement	2 677	2 386	1 072	6 136	0,8
Papier, presse, imprimerie, édition	5 779	2 258	406	8 442	1,1
Caoutchouc et matières plastiques.....	6 823	8 382	1 114	16 319	2,1
Autres produits manufacturés	701	529	370	1 600	0,2
4. Bâtiment et génie civil.....	7 994	645	4 282	12 921	1,7
5. Services marchands	178 691	91 301	40 878	310 870	40,1
Récupération, réparation, commerce	25 462	19 074	3 407	47 943	6,2
Restauration et hébergement.....	10 378	519	8 487	19 383	2,5
Transports intérieurs.....	2 073	753	1 029	3 855	0,5
Transports maritimes et aériens	2 516	- 1 560	1 769	2 725	0,3
– Transports maritimes et navigation côtière	1 511	- 1 541	1 557	1 527	0,2
– Transports aériens	1 005	- 19	213	1 198	0,1
Services auxiliaires des transports.....	1 003	1 041	441	2 485	0,3
Communications	465	12	- 47	431	0,1
Crédit	85 316	20 449	16 327	122 092	15,8
Assurances	27 693	37 994	2 851	68 538	8,8
Autres services marchands	23 786	13 020	6 612	43 418	5,6
– Médicaux, culturels, sociaux	2 868	51	327	3 245	0,4
– Autres	20 918	12 969	6 286	40 173	5,2
6. Services non marchands	846	8	72	926	0,1
7. Opérations immobilières	2 461	- 275	636	2 820	0,4
8. Holdings	28 384	44 992	2 806	76 182	9,8
Total	404 633	268 528	100 934	774 095	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

ANNEXE 5

**RÉPARTITION PAR SECTEUR D'INVESTISSEMENT DIRECT
DES INVESTISSEMENTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER
AU 31 DÉCEMBRE 1992**

(en millions de francs et répartition en pourcentage)

Secteurs d'investissement direct	Capital	Autres capitaux propres	Prêts et avances	Total	Répartition par secteur
1. Agriculture	399	294	158	852	0,1
2. Énergie	20 992	10 892	23 704	55 588	7,2
Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel et produits raffinés	14 373	7 919	22 856	45 148	5,8
Autres sources d'énergie.....	6 619	2 974	847	10 439	1,4
3. Produits manufacturés	159 064	125 773	27 005	311 842	40,4
Métaux ferreux et non ferreux	18 650	4 282	1 001	23 933	3,1
Minéraux non métalliques.....	10 074	6 313	657	17 044	2,2
Produits chimiques	40 624	23 162	3 566	67 352	8,7
Fonderie et travail des métaux	3 277	3 371	356	7 004	0,9
Machines agricoles et industrielles	1 597	1 705	580	3 882	0,5
Machines de bureau, matériel de précision	10 587	- 7 661	5 317	8 242	1,1
Matériel électrique et électronique.....	24 075	50 305	7 700	82 080	10,6
Matériel de transport.....	15 610	14 268	1 489	31 367	4,1
Alimentation, boisson, tabac	17 605	11 879	3 225	32 708	4,2
Textile et habillement.....	2 768	2 096	1 152	6 016	0,8
Papier, presse, imprimerie, édition.....	6 815	7 176	511	14 502	1,9
Caoutchouc et matières plastiques	6 820	8 373	1 122	16 315	2,1
Autres produits manufacturés.....	564	505	329	1 398	0,2
4. Bâtiment et génie civil	7 341	819	3 653	11 813	1,5
5. Services marchands	167 563	85 679	36 504	289 747	37,4
Récupération, réparation, commerce.....	23 226	21 728	4 313	49 267	6,4
Restauration et hébergement	10 565	503	8 585	19 652	2,5
Transports intérieurs	1 885	2 507	1 086	5 478	0,7
Transports maritimes et aériens	2 009	- 776	1 601	2 834	0,4
– Transports maritimes et navigation côtière	1 273	- 811	1 396	1 858	0,3
– Transports aériens.....	735	36	204	975	0,1
Services auxiliaires des transports	749	545	375	1 669	0,2
Communications	465	12	- 47	431	0,1
Crédit.....	77 850	24 377	10 981	113 208	14,6
Assurances.....	26 799	34 685	3 045	64 529	8,3
Autres services marchands.....	24 015	2 097	6 566	32 679	4,2
– Médicaux, culturels, sociaux.....	3 751	- 56	457	4 152	0,5
– Autres	20 264	2 153	6 109	28 526	3,7
6. Services non marchands	836	4	84	924	0,1
7. Opérations immobilières	3 312	38	821	4 171	0,5
8. Holdings	45 125	45 028	9 005	99 158	12,8
Total	404 633	268 528	100 934	774 095	100,0

Source et réalisation : Banque de France

Direction de la Balance des paiements

SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33

Mise à jour le 15 novembre 1994

ANNEXE 6

**PRINCIPAUX PAYS D'INVESTISSEMENT DIRECT
DU SECTEUR DU CRÉDIT À LA FIN DE 1992**

(montant en milliards de francs et répartition en pourcentage)

	Montant	Répartition
UEBL	24,9	20,4
Pays-Bas.....	15,3	12,5
Allemagne.....	11,6	9,5
Royaume-Uni.....	9,6	7,9
Espagne	9,1	7,5
États-Unis	7,5	6,1
Italie.....	7,5	6,1
Suisse.....	7,1	5,8
Autres pays	25,7	21,0
Indéterminé	3,8	3,2
Total.....	122,1	100,0
Pour mémoire total Communauté européenne.....	(82,8)	(67,8)

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

**PRINCIPAUX PAYS D'INVESTISSEMENT DIRECT
DU SECTEUR DES ASSURANCES À LA FIN DE 1992**

(montant en milliards de francs et répartition en pourcentage)

	Montant	Répartition
Pays-Bas	18,3	26,7
UEBL	10,7	15,6
États-Unis	8,5	12,4
Royaume-Uni.....	12,9	18,8
Italie.....	2,8	4,1
Allemagne.....	2,8	4,1
Espagne	2,5	3,7
Autres pays	7,6	11,1
Indéterminé	2,4	3,5
Total.....	68,5	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

**RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES INVESTISSEMENTS
DU SECTEUR DE L'ÉNERGIE À LA FIN DE 1992**

(en pourcentage)

	Houille, lignite, pétrole brut, gaz naturel	Autres sources d'énergie	Total	Répartition
États-Unis	11,0	2,1	13,1	17,1
Allemagne.....	2,7	2,6	5,3	6,9
Royaume-Uni.....	1,9	6,7	8,6	11,2
Espagne	4,1	2,4	6,5	8,5
UEBL	0,8	2,8	3,6	4,7
Gabon	1,9	-	1,9	2,5
Pays-Bas.....	2,3	0,2	2,5	3,3
Canada.....	2,2	0,4	2,6	3,4
Autres pays	2,9	1,2	4,1	5,4
Indéterminé	28,3	0,1	28,4	37,0
Total.....	58,1	18,5	76,6	100,0

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

Mise à jour le 15 novembre 1994

ANNEXE 7

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS ENREGISTRÉS EN 1993¹

Il est incorrect, pour les raisons méthodologiques indiquées en annexe 5, d'estimer le stock d'investissements directs à fin 1993 en ajoutant les flux enregistrés en 1993 au stock à fin décembre 1992. L'examen des flux de balance enregistrés en 1993 permet toutefois de dégager une tendance sur la variation prévisible de l'encours.

Le ralentissement de l'expansion des investissements français à l'étranger s'est poursuivi en 1993 pour la troisième année consécutive (68,9 milliards de francs, après 101,1 milliards en 1992, 115,6 milliards en 1991 et 146,6 milliards en 1990) et a concerné aussi bien les flux du secteur privé non bancaire que ceux du secteur bancaire.

Cette évolution résulte d'une nouvelle et sensible diminution des nouveaux investissements bruts qui ont régressé de 133 milliards de francs à 100 milliards (- 25 %). En revanche, le montant des liquidations est demeuré quasi identique d'une année à l'autre (31 milliards de francs).

FLUX D'INVESTISSEMENTS DIRECTS FRANÇAIS À L'ÉTRANGER DEPUIS 1989					
	(en milliards de francs)				
	1989	1990	1991	1992	1993
FLUX EN BALANCE DES PAIEMENTS					
Investissements du secteur privé.....	- 107,4	- 130,6	- 107,3	- 94,6	- 63,5
Prêts nets à long terme					
de maisons-mères à filiales.....	- 14,9	- 16,3	- 11,8	- 12,3	- 11,6
Investissements en capital.....	- 90,5	- 111,0	- 93,6	- 80,6	- 48,3
- Nouveaux investissements	- 113,7	- 120,7	- 104,0	- 93,1	- 65,6
- Liquidations	23,2	9,7	10,4	12,5	17,3
Investissements immobiliers (net).....	- 2,0	- 3,3	- 1,9	- 1,7	- 3,6
Investissements du secteur bancaire.....	- 8,4	- 16,0	- 8,3	- 6,5	- 5,4
TOTAL.....	- 115,8	- 146,6	- 115,6	- 101,1	- 68,9
Variation en pourcentage	(+ 52,4)	(+ 26,6)	(- 21,1)	(- 12,6)	(- 31,9)
Signe négatif : augmentation des investissements à l'étranger					
Sans signe : liquidation d'investissements à l'étranger					
Source et réalisation : Banque de France Direction de la Balance des paiements SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33					
Mise à jour le 15 novembre 1994					

¹ Source : *La balance des paiements de la France – 1993*. Rapport annuel publié sous le double timbre du ministère de l'Économie et de la Banque de France

ANNEXE 7 (suite)**1. Investissements du secteur privé non bancaire**

Les investissements à l'étranger du secteur privé non bancaire ont décliné pour la troisième année consécutive pour s'établir à 63,5 milliards de francs.

En termes de nouvelles opérations, le premier secteur résident investissant à l'étranger demeure celui des services (41 milliards de francs, y compris les investissements des sociétés du secteur du crédit incluses, en balance des paiements, dans le secteur privé non bancaire¹). Il est suivi par le secteur des produits manufacturés (26 milliards de francs, dont 8 milliards d'investissements nouveaux dus à la branche du matériel électrique et électronique), puis par le secteur de l'énergie.

Les désinvestissements ont légèrement progressé, passant de 25,1 milliards de francs à 26,8 milliards. Ils ont notamment été effectués par les secteurs des produits manufacturés (près de 9 milliards de francs) et du crédit (8 milliards, hors secteur bancaire¹).

2. Investissements du secteur bancaire

Les investissements nets du secteur bancaire résident à l'étranger se sont contractés pour la troisième année consécutive (5,4 milliards de francs, au lieu de 6,5 milliards en 1992, 8,3 milliards en 1991 et 16 milliards en 1990), en raison de la diminution des nouvelles implantations à l'étranger (10 milliards de francs, contre 12,9 milliards en 1992).

La ventilation géographique des investissements directs nets de la France à l'étranger fait apparaître le retour des États-Unis à la première place des pays d'accueil, avec une progression des flux de 42 % de 1992 à 1993. En revanche, les flux nets vers l'Union européenne ont décliné de 61 % de 1992 à 1993. La part de l'OCDE demeure prédominante, mais elle a fléchi de 93 % à 76 % du total, en liaison avec la montée en puissance des flux nets vers l'Afrique — pays pétroliers essentiellement —, et l'Amérique latine, notamment les îles Caïmanes.

FLUX NETS D'INVESTISSEMENTS DIRECTS DES SECTEURS PRIVÉ ET BANCAIRE RÉSIDENTS À L'ÉTRANGER EN 1992 ET 1993		
	<i>(en milliards de francs)</i>	
	1992	1993
FLUX VERS		
OCDE	93,9	52,1
- Union européenne	81,2	38,3
- États-Unis	6,8	9,6
- Autres pays de l'OCDE	5,9	24,2
Pays hors OCDE	7,2	16,8
Total.....	-101,1	-68,9
Signe négatif : augmentation des investissements à l'étranger		
Sans signe : liquidation d'investissements à l'étranger		
Source et réalisation : Banque de France		
Direction de la Balance des paiements		
SIPEX – Tél. : +33 (1) 42 92 31 33		Mise à jour le 15 novembre 1994

¹ Rappelons que le secteur du crédit commenté au début de la note recouvre le secteur financier au sens large et concerne donc un champ de recensement plus étendu que le seul secteur bancaire.

LE RISQUE PME

La dégradation de la conjoncture dans l'ensemble des pays industrialisés a plus particulièrement fragilisé les petites et moyennes entreprises (PME) qui représentent un élément essentiel de leur tissu économique. La présente étude a pour objet de cerner les spécificités de ce qui a été appelé le « risque PME » dans quelques pays membres de l'OCDE et d'analyser de façon plus approfondie le cas de la France, notamment en ce qui concerne l'importance de cette clientèle pour le système bancaire.

DOMINIQUE LABOUREIX

ALAIN LAURIN

*Secrétariat général de la Commission bancaire
Direction du Contrôle des établissements de crédit*

- La dégradation de la situation financière des PME a conduit les pouvoirs publics des principaux pays occidentaux à prendre des mesures de soutien d'une ampleur généralement limitée en raison de la faiblesse des marges budgétaires.
- Les différents systèmes bancaires ont été confrontés à une baisse de la demande de crédit résultant d'un mouvement de désendettement des grandes entreprises notamment, tandis que les PME dans leur ensemble demeuraient très dépendantes des concours bancaires. La détérioration des conditions d'exploitation, provoquée par la montée des sinistres et corrélativement des dotations aux comptes de provisions, a naturellement incité les banques à se montrer plus sélectives dans leurs décisions d'octroi de crédits.
- En dépit des obstacles de nature statistique qui rendent difficile

l'estimation du risque PME dans les bilans des banques françaises, le marché des PME apparaît essentiel pour la plupart des établissements de crédit.

- La localisation du risque PME par groupe homogène d'établissements selon la méthodologie utilisée par la Commission bancaire permet notamment de mettre en évidence la place prépondérante des établissements généralistes dans le financement bancaire des PME.
- Dans un marché très concurrentiel, la maîtrise des dotations aux provisions, qui ont connu une progression sensible ces dernières années, exige un renforcement des procédures de contrôle interne et un développement d'une « culture du risque », d'autant que les PME sont souvent sous-capitalisées et fortement exposées aux aléas de la conjoncture.

Les PME et les PMI ont subi les effets de la conjoncture économique déprimée au sein des pays membres de l'Union européenne et au-delà dans l'ensemble des pays industrialisés. La fragilisation de la situation financière de ces entreprises a bien évidemment rejailli sur les comptes des établissements de crédit, notamment de ceux pour lesquels la clientèle des PME constitue un fonds de commerce exclusif ou dominant.

En France, les conséquences du ralentissement conjoncturel doivent être appréciées dans le cadre d'un environnement financier transformé par la déréglementation des activités financières. Celle-ci a eu notamment pour effet de réduire sensiblement, tout au long des années quatre-vingt, mais surtout à partir de 1986, le taux d'intermédiation financière. Selon les indications fournies dans le rapport du Conseil national du crédit (1992), ce taux, qui mesure le degré de dépendance des agents économiques par rapport aux financements apportés par le système bancaire, a été ramené de 66 % en 1983 à seulement 18 % en 1992. Une telle baisse traduit une forte diminution de la demande de crédit, résultant tout à la fois d'une augmentation sensible de l'autofinancement et du poids croissant des financements directs sur les marchés.

Les PME se trouvent dans une situation assez différente à cet égard de celle des grandes entreprises, dans la mesure où, pour elles, le gisement des fonds prêtés se réduit souvent aux crédits qu'elles obtiennent, soit auprès du système bancaire, soit auprès d'autres entreprises (le « crédit interentreprises »).

Le mouvement de libéralisation financière a conduit les établissements de crédit, confrontés à une moindre demande de crédit de la part des grandes entreprises, à rechercher activement des opportunités sur le segment des PME, qui s'est avéré d'autant plus concurrentiel que les besoins de financements de ces dernières se situaient, à la fin des années quatre-vingt, à des niveaux assez élevés.

Très dépendantes à l'égard du système bancaire de plus en plus engagé en leur faveur, certaines PME, confrontées au retournement conjoncturel, ont parfois été contraintes de solliciter davantage les établissements de crédit au moment même où certains d'entre eux souhaitaient limiter leurs engagements dans un souci de gestion prudente de leurs risques.

Néanmoins, alors que l'environnement conjoncturel paraît s'être amélioré depuis la fin de l'exercice 1993, il semble qu'il faille imputer principalement à une faiblesse de la demande de crédit l'essentiel de la diminution des encours, dont la progression devrait reprendre avec le retour de la croissance.

L'objet de la présente étude est de mieux cerner dans quelques pays industrialisés membres de l'OCDE (Japon, Allemagne, Royaume-Uni, États-Unis) les spécificités de ce qui a souvent été appelé le « risque PME » et d'analyser de façon plus approfondie le cas de la France. Avant toutes choses, il convient de rappeler que les PME constituent une population hétérogène dont la définition, quand elle existe, varie en fonction des pays. S'agissant de la France, la notion de PME retenue par l'Institut national de la statistique et des études économiques (INSEE) — à savoir les entreprises ayant un effectif compris entre 10 et 500 personnes — n'a pu être utilisée, dans la mesure où les engagements sur les PME ne sont pas retracés de façon spécifique sur les états comptables ou prudentiels adressés à la Commission bancaire¹. Aussi le terme PME recouvre-t-il, dans la présente étude, les entreprises réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 500 millions de francs ; cette approche a le mérite d'inclure la population des « professionnels » composée des commerçants, artisans, etc., qui forment l'essentiel du tissu des très petites entreprises.

Enfin, l'examen du « risque PME » a été effectué, d'une part, à l'aide des données comptables réparties par groupe homogène d'établissements (selon les concepts développés par le secrétariat général de la Commission bancaire ; cf. annexe 1) et, d'autre part, à partir des déclarations au service central des Risques (SCR) de la Banque de France.

¹ S'agissant des entreprises, les états adressés à la Commission bancaire établissent une distinction entre d'une part, les sociétés non financières et, d'autre part, les entrepreneurs individuels.

1. La dégradation de la situation des PME dans les principaux pays occidentaux n'a pas manqué d'affecter, à des degrés divers, la plupart des systèmes bancaires

L'accès, parfois difficile, des PME au crédit bancaire justifie, dans la plupart des pays occidentaux, l'existence de mécanismes particuliers de financement, en dépit d'un mouvement général de libéralisation des marchés. Dans certains pays, on assiste même au renforcement des mécanismes de soutien existants bien que, en raison de leurs coûts budgétaires, les pouvoirs publics soient contraints de limiter leurs interventions.

1.1. Le Japon

1.1.1. Le tissu économique est composé essentiellement de PME dont la situation financière demeure plutôt fragile

En dépit de l'efficacité reconnue du modèle économique japonais, fondé sur la coexistence de grands groupes industriels et d'un tissu très dense de petites et moyennes entreprises dont les intérêts sont étroitement liés, les PME japonaises, qui représentent près de 99 % du nombre total des entreprises et emploient environ 80 % de la main-d'œuvre nationale, ont souffert de la conjoncture économique.

La santé financière des PME est analysée chaque trimestre par la Banque du Japon, suivant des modalités voisines de celles qui sont utilisées par la Banque de France. Les données de nature qualitative qui portent, par exemple, sur le comportement des institutions financières sont complétées par des grandeurs objectives (niveau des ventes, endettement...). Les résultats récents de cette enquête (« Tankan ») montrent que la situation financière des petites entreprises a eu tendance à se dégrader depuis la fin des années quatre-vingt et que l'attitude plus restrictive des institutions financières, après une période plutôt libérale dans un contexte parfois qualifié de « bulle spéculative », a provoqué un resserrement de l'offre de crédit. En effet, pour la deuxième année consécutive, le rythme de progression de la distribution du crédit s'est inscrit en baisse en 1993. Cette évolution n'a pas seulement eu pour origine un phénomène de raréfaction de l'offre, imputable à une politique délibérée des banques, elle résulte aussi, selon la Banque du Japon, d'une moindre demande de crédit, la diminution de la valeur des garanties immobilières détenues par les entreprises ayant notamment entamé leur capacité d'emprunt.

En tout état de cause, les PME sont très dépendantes du système bancaire, le marché des capitaux étant pour l'essentiel réservé aux grandes entreprises, tandis que le compartiment hors cote de la bourse et le capital-risque sont peu développés.

Les réseaux spécifiques de financement des PME distribuent environ un quart des prêts aux petites et moyennes entreprises tandis que, comme le montre le tableau reproduit ci-après, les concours aux PME représentent une activité essentielle pour les différentes catégories d'établissements de crédit généralistes.

PART DES CONCOURS AUX PME DANS L'ACTIVITÉ DE PRÊT

(en pourcentage)

	Montant
« City Banks » (a)	56,6
« Trust Banks » (a).....	43,7
Banques régionales de 1 ^{er} rang (a)	63,8
Banques régionales de 2 ^e rang (a).....	70,7
Banques de crédit à long terme (a).....	41,6
ENSEMBLE DES BANQUES.....	57,8

(a) Les « City Banks » ainsi que les banques régionales composent l'essentiel du groupe des banques dites ordinaires. Les « Trust Banks » sont autorisées à traiter des opérations bancaires classiques en plus de leurs opérations de fiducie (collecte en placement de l'épargne). Les banques de crédit à long terme exercent une activité de financement de l'investissement.

Source : Banque du Japon

1.1.2. Le soutien des pouvoirs publics aux PME est significatif

Les aides publiques aux PME sont dispensées par le canal de quatre institutions financières publiques spécialisées et par celui des associations de crédit, dont le rôle consiste à garantir et subventionner les concours accordés par les banques commerciales.

Les institutions financières spécialisées sont des organismes publics placés sous la tutelle du ministère des Finances et dont le capital est détenu majoritairement ou en totalité par l'État. Ces établissements reçoivent des fonds publics du « Trust Fund Bureau » destinés à être rétrocédés sous la forme de prêts bonifiés. Ces concours représentent environ 10 % de l'ensemble des crédits en faveur des PME.

La bonification des crédits distribués par les banques commerciales est obtenue par l'intermédiaire d'un réseau de 52 « associations de crédit » constituées dans chacun des départements administratifs du Japon. Une institution financière spécialisée dont l'État détient la majorité du capital (la « Small Business Credit Insurance Corp. ») contregarantit à hauteur de 70 % ou 80 % les prêts octroyés par les banques commerciales garantis intégralement par les associations.

Les entreprises peuvent également bénéficier d'un mécanisme de bonification grâce aux prêts à taux préférentiels que consentent les départements administratifs aux associations de crédit qui, à leur tour, mettent ces ressources peu onéreuses à la disposition des banques commerciales chargées de consentir des crédits assortis de conditions débitrices avantageuses. Ces mécanismes de bonification qui associent étroitement le secteur bancaire privé et l'ensemble des pouvoirs publics (État et départements) ont, d'une part, un effet amplificateur dans la mesure où le montant des prêts doit représenter un multiple du montant des fonds publics injectés et, d'autre part, présentent une réelle efficacité fondée sur l'expertise financière qu'apportent les établissements de crédit.

Au total, l'effort budgétaire consenti par l'État en faveur des PME a atteint en 1993 un montant substantiel de 5 milliards de dollars ; toutefois l'avantage retiré par les PME n'atteint pas, dans la plupart des cas, un point de taux d'intérêt.

Le financement externe des PME japonaises dépend donc pour l'essentiel du système bancaire privé. Dans une période conjoncturelle difficile pour les PME confrontées à une fragilisation de leur situation financière, l'État a plutôt tendance à accroître, dans des proportions toutefois limitées, son soutien sur le plan budgétaire, en vue de favoriser le processus de redémarrage de l'activité.

1.2. L'Allemagne

Les petites et moyennes entreprises ont, en Allemagne, une importance toute particulière en termes d'emploi et d'impact sur l'économie. Selon les statistiques des Fédérations de l'artisanat et des chambres de commerce d'outre-Rhin, les PME assuraient, au milieu des années quatre-vingt, environ 50 % du produit intérieur brut.

Si les marchés de capitaux ont récemment connu en Allemagne un développement rapide, les PME continuent de solliciter à titre quasi exclusif les banques pour le financement de leurs besoins d'exploitation à court terme. En ce qui concerne le financement de leur développement à long terme, elles bénéficient d'aides publiques qui ont eu tendance à s'accroître en raison du processus de réunification politique.

1.2.1. Le principe de complémentarité s'applique dans le domaine de l'octroi des aides publiques aux entreprises

En règle générale, les banques d'État interviennent par l'intermédiaire des établissements de crédit. Ces derniers doivent obligatoirement intervenir en complément des financements publics, en tout état de cause limités à la moitié des besoins de financement de l'entreprise. En fait, l'octroi des crédits d'origine publique est subordonné à l'acceptation préalable du dossier par la banque, qui ne manque toutefois pas de prendre en considération l'éventualité d'une intervention des pouvoirs publics.

Les institutions spécialisées publiques, nées immédiatement après la dernière guerre, qui avaient pour objectif de faciliter la reconstruction de l'économie, ont redéployé leur activité pour se consacrer au financement des PME.

Deux institutions publiques fédérales jouent un rôle important dans le financement des PME :

- la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KFW) — Institution pour la reconstruction —, dont l'une des vocations est de fournir des crédits aux entreprises de toute dimension, dans le cadre de la politique structurelle définie par le gouvernement ; grâce à des ressources obligataires garanties par l'État, elle consent des concours qui prennent la forme de crédits à long terme (60 milliards de francs environ en 1991) dont une part importante, difficilement chiffrable toutefois, a bénéficié aux PME ;
- la Deutsche Ausgleichsbank (DAB), Institution d'une taille sensiblement plus réduite, a une activité de crédit orientée à la fois vers les PME et les professions libérales.

Enfin, quelques-uns des « Länder » (Bavière, Bade-Wurtemberg) ont créé des institutions de droit public chargées, au plan régional, de consentir des crédits à taux privilégiés.

1.2.2. D'autres aides spécifiques sont octroyées par les pouvoirs publics, notamment en faveur des « Länder » de la partie orientale

Les PME peuvent prétendre à des aides publiques diversifiées, sous forme de bonifications d'intérêt ou de cautions, qui sont destinées à la constitution ou au renforcement des fonds propres, au développement des exportations ou encore à la promotion des entreprises spécialisées dans les technologies de pointe.

Mises en place conjointement par la KFW et la DAB, des aides sont également consenties dans le cadre de la politique visant à favoriser l'émergence d'un véritable tissu de petites et moyennes entreprises.

En résumé, la distribution de crédits en faveur des PME allemandes est principalement fondée sur une logique de marché, qui coexiste toutefois avec des mécanismes de subventionnement principalement mis en place en faveur des financements à long terme.

1.3. Le Royaume-Uni

Le Royaume-Uni a subi, à partir de 1991, un ralentissement conjoncturel très marqué, dont le principal effet a été une augmentation du nombre des faillites d'entreprises (55 000 par an durant la période 1991-1993, contre 20 000 les années antérieures). Les autorités publiques y ont été très sensibles car la vitalité des PME est, comme dans les autres pays occidentaux, essentielle dans la lutte contre le chômage. Les firmes employant moins de 20 salariés ont ainsi créé, selon une étude de l'Université de Newcastle, près de 2,5 millions d'emplois entre 1982 et 1991, tandis que les grandes entreprises réduisaient, dans le même temps, leur effectif d'environ 250 000 personnes.

1.3.1. La fragilisation de la santé financière des entreprises a conduit les banques à se montrer prudentes

La crise économique a plus particulièrement fragilisé les petites entreprises, surtout lorsqu'elles étaient de création récente et faiblement capitalisées, et entraîné un durcissement des conditions d'accès au crédit. Inquiets d'une éventuelle raréfaction du crédit susceptible d'accentuer les difficultés d'ordre conjoncturel, les pouvoirs publics ont sollicité la Banque d'Angleterre afin que celle-ci établisse un constat de la situation des petites entreprises au regard des conditions de leur financement bancaire. L'enquête a été menée en 1991 auprès de sept grandes banques (Barclays, Natwest, Lloyds, Midland...), qui se partagent environ 80 % du marché des petites entreprises.

Il ressort de cette étude que, dans le but de parvenir à une meilleure maîtrise de leurs risques, les banques britanniques incitent les PME à renoncer au découvert bancaire qui est le mode habituel de financement de leurs besoins à court, moyen et long terme, au profit de prêts amortissables ou de crédit-bail, techniques réputées accroître la sécurité du prêteur.

Par ailleurs, les banques britanniques ont entrepris des efforts en termes d'organisation afin d'améliorer la gestion de leurs risques, notamment sur les PME. Certaines grandes banques ont entrepris de créer des « centres bancaires » dédiés aux entreprises, considérant que deux conditions sont nécessaires pour atteindre le seuil de rentabilité dans une activité réputée difficile : d'une part, la spécialisation des équipes chargées d'étudier et de gérer les dossiers d'entreprises et, d'autre part, une relation de proximité avec leurs propriétaires ou leurs dirigeants. En dépit du caractère apparemment coûteux de ce type d'organisation, les banques estiment être en mesure de mieux gérer leurs risques et de dégager, en définitive, une rentabilité satisfaisante.

Une approche plus nuancée de la distribution de crédits aux PME est recherchée et une attention plus grande est portée au potentiel de rentabilité des entreprises. Dans un passé récent, au contraire, il semble qu'une attention excessive était portée à la valeur des actifs financés dont certains, immobiliers notamment, ont enregistré des décotes d'une ampleur significative, préjudiciable à la valeur des garanties détenues par les banques.

1.3.2. L'action des pouvoirs publics est limitée

Le système bancaire britannique compte un seul établissement spécialisé dans le financement des PME : Investor in Industry, créé en 1945 à l'initiative des pouvoirs publics confrontés aux problèmes que posait la reconstruction du pays. Également connue sous la dénomination « 3 I », cette institution, au capital duquel la Banque d'Angleterre est associée, a pour vocation d'accompagner, soit en fonds propres, soit sous la forme de crédits à long terme, le développement d'entreprises de taille moyenne et généralement performantes. En ce qui concerne la petite entreprise, l'action des pouvoirs publics en faveur des plus petites des PME a pris la forme de la création, au début des années quatre-vingt, d'un fonds de garantie aux modalités de fonctionnement très restrictives.

Après une période de limitation de l'offre de crédit aux petites entreprises au début des années quatre-vingt-dix dans un contexte de multiplication des défaillances d'entreprises, il semble que le

système britannique soit davantage en mesure de satisfaire une demande de crédit modérée, sans supporter de risques excessifs, la situation financière des entreprises ayant tendance à s'améliorer sous l'effet d'une conjoncture mieux orientée. Néanmoins, du fait de relations parfois difficiles entre les principales banques britanniques et les petites entreprises, la Banque d'Angleterre participe activement à la définition d'un code de bonne conduite (projet « Business links ») à l'instar de l'action menée en France par le Comité consultatif du Conseil national du crédit.

1.4. Les États-Unis

Le recours au crédit bancaire constitue pour les PME américaines la source privilégiée de leur financement externe. Elles s'adressent de façon prédominante à des institutions de crédit-bail locales — « Finance companies » —, non dotées du statut d'établissement de crédit, qui ont renforcé leurs positions à la faveur de la crise des caisses d'épargne, qui entretenaient d'étroites relations avec les PME.

1.4.1. Le ralentissement de l'offre de crédit en faveur des PME a eu des causes multiples

Le Système de réserve fédérale considère que la question du financement des petites entreprises est cruciale pour la croissance américaine, ces dernières employant environ les deux tiers de la main-d'œuvre du pays. De surcroît, au cours des années quatre-vingt, on leur doit, semble-t-il, environ 80 % des créations d'emplois.

Le ralentissement de l'octroi de crédits a affecté de façon indifférenciée l'ensemble des entreprises, même si le bâtiment et la promotion immobilière ont été particulièrement affectés, en raison notamment de la crise des caisses d'épargne, qui étaient les bailleurs de fonds essentiels dans ces secteurs d'activité. Il n'existe pas aux États-Unis de « *credit crunch* » spécifique aux PME.

Dans le contexte de redémarrage de la croissance qui prévaut aux États-Unis (+ 2,6 % en 1992, contre – 0,7 % en 1991 et 1,2 % en 1990), la demande de crédits émanant des petites entreprises s'est affermie. Du côté de l'offre, les établissements financiers américains, affaiblis à la fin des années quatre-vingt par le poids des crédits non performants et par des pertes importantes, se sont attachés à assainir leur bilan et à restaurer leur profitabilité. Ce mouvement s'est traduit par une rigueur accrue dans la gestion, ce qui a entraîné une diminution de l'offre de crédits, tandis que certains établissements ont accru la part relative de leurs emplois sous la forme de titres de la dette publique fédérale.

Contrairement à une explication parfois avancée, les contraintes réglementaires de fonds propres n'ont pas eu, selon le Système de réserve fédérale, d'influence significative sur le comportement des banques. En effet, les établissements non soumis aux règles définies à Bâle ont, comme les autres banques, pris conscience de la nécessité de constituer une base de capital plus large.

Au total, les efforts d'assainissement intervenus à la fin des années quatre-vingt, qui se sont effectivement traduits par une limitation des concours à l'économie, ont placé les banques américaines dans une position favorable pour profiter du redémarrage de la croissance.

1.4.2. L'évolution du contexte réglementaire a également pesé sur l'activité de distribution de crédit

Les changements intervenus dans le domaine de la surveillance bancaire ont également eu un impact non négligeable sur l'activité de distribution de crédit. En effet, les années quatre-vingt ont été caractérisées par une forte augmentation du coût des défaillances d'établissements de crédit supporté par le *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) et le budget fédéral. Cette situation a fortement incité les pouvoirs publics à durcir la surveillance prudentielle et a conduit les banques à faire preuve de davantage de rigueur dans leur mode de fonctionnement interne.

Les exigences de la FIRREA (*Financing Institution Reform Recovery and Enforcement Act – 1989*) et de la FDICIA (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act – 1991*) ont contraint les banques à prendre des garanties qu'elles n'avaient pas l'habitude d'exiger, sous peine de s'exposer à des reproches des autorités prudentielles, ce qui s'est traduit, au total, par une diminution de la demande solvable. Certains analystes ont fait valoir que les obligations faites aux institutions financières de prendre davantage de garanties lors de l'octroi de crédits et de rationaliser leurs procédures ont pu avoir des effets pervers sur le coût de l'intermédiation. Elles ont pu notamment conduire les banques à privilégier l'octroi de crédits hypothécaires, ou en faveur de la consommation, ces produits se prêtant mieux que d'autres aux exigences des autorités et à la standardisation des traitements.

Afin de ne pas contrarier la distribution de crédits bien documentés aux petites entreprises (« character loans »), le Système de réserve fédérale a récemment assoupli sa position en considérant que les relations étroites d'un établissement avec ses clients peuvent compenser les imperfections en termes de formalisme ou d'exigence de sûretés.

1.4.3. L'intervention des pouvoirs publics

Dans un pays très attaché aux principes de l'économie de marché et à l'initiative individuelle, il n'existe qu'un seul instrument destiné à apporter un soutien financier aux PME : les programmes de la *Small Business Administration* (SBA).

Crée en 1953, la SBA a pour vocation essentielle, d'une part, d'accorder des garanties sur prêts bancaires et, d'autre part, de cautionner des entreprises du secteur du bâtiment et des travaux publics, afin de leur permettre d'obtenir des contrats publics. Les établissements prêteurs sont chargés de l'étude des dossiers et bénéficient de la délégation de la SBA pour accorder la garantie.

En 1993, le volume des prêts ayant bénéficié de la garantie fédérale a atteint 6,4 milliards de dollars, contre 4,1 milliards de dollars en 1991. Au cours des dernières années, la technique de la titrisation a été étendue aux crédits consentis aux PME et bénéficiant de la garantie de la SBA.

L'assiette de ces titrisations étant limitée aux seuls crédits garantis par la SBA, certains estiment qu'il serait utile de l'étendre à l'ensemble des crédits aux PME. En tout état de cause, même limité, ce mécanisme constitue une incitation à l'accroissement des interventions des banques en faveur de cette clientèle.

Dans un autre domaine, l'administration Clinton s'est récemment attachée à favoriser la réhabilitation des zones sinistrées, notamment sur le plan du logement et de l'expansion des PME. Elle estime en effet que la multiplication des « Community Banks » (établissements tournés vers les besoins des zones où ils sont implantés) est de nature à prévenir un risque de désertification économique et sociale de certaines régions des États-Unis.

L'administration américaine a dû réviser à la baisse l'effort financier qu'elle avait eu l'intention de consentir, pour finalement proposer la création d'un fonds bancaire et de crédit pour les communautés (« Community Banking and Credit Fund ») destiné à soutenir les interventions des institutions financières dans ces zones (l'apport financier de l'État fédéral serait limité à 382 millions de dollars).

Cette action en faveur des communautés devrait, en toute logique, d'abord bénéficier aux populations les plus pauvres et, pour une part réduite, aux petites entreprises, dont le financement est assuré depuis de longues années par des « banques locales » qui, en distribuant des « character loans », pratiquent de fait une forme de « community banking ».

2. En France, en dépit d'un mouvement de banalisation de leurs modalités de financement, les PME, fragilisées par le ralentissement conjoncturel, continuent de bénéficier d'aides publiques très diversifiées

2.1. Les réponses apportées par les pouvoirs publics aux besoins de financement des PME depuis 1945

2.1.1. Les mesures prises par les pouvoirs publics en faveur des financements des PME sont assez récentes

Jusqu'à la fin des années soixante, les pouvoirs publics n'ont pas développé de politique spécifique en faveur des PME

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, l'État a lui-même pris en charge l'essentiel des besoins de financement de l'économie française par l'intermédiaire du Fonds de développement économique et social (FDES). Toutefois, la réalisation des objectifs de reconstruction, de mise en place de nouvelles infrastructures industrielles et d'aménagement du territoire a naturellement profité aux PME. En effet, les pouvoirs publics se sont largement appuyés sur les structures qui existaient avant 1945 : le Crédit national (créé en 1919), ainsi que la Caisse centrale de crédit coopératif (crée en 1938), ont distribué des prêts du FDES ; la Caisse nationale des marchés de l'État (CNME, instituée par la loi du 19 août 1936) et les sociétés de caution mutuelle qui lui étaient liées (par la procédure prévue à l'article 8 de la même loi) ont poursuivi leurs interventions sur une plus grande échelle. Plus tard, la création des Sociétés de développement régional (SDR) (en 1955) a servi la politique d'aménagement du territoire, ces établissements prenant des participations dans le capital d'entreprises régionales.

Toutefois, seuls quelques établissements, comme la Caisse centrale de crédit hôtelier, commercial et industriel (CCHCT), créée en 1923 puis rattachée en 1945 au Crédit populaire, avaient explicitement pour vocation principale de distribuer des crédits en faveur des PME.

L'ensemble de ces institutions ont distribué des prêts à long terme, au demeurant d'un montant limité, en faveur de l'investissement productif des entreprises, à partir de ressources collectées sur les marchés financiers.

Ce n'est qu'au début des années soixante-dix qu'une véritable politique de financement des PME a été mise en œuvre

Au début des années soixante-dix, dans un contexte de crise économique (dévaluation du dollar, choc pétrolier), les pouvoirs publics ont recherché de nouvelles voies pour améliorer la compétitivité nationale et assurer la promotion du tissu des PME. Le VI^e plan (couvrant la période 1971-1975) définissait notamment des « actions clefs » parmi lesquelles figuraient le renforcement et la spécialisation des PME bien gérées et dynamiques.

Dans ce contexte, l'aide au financement des PME s'est d'abord concrétisée par la « réactivation » des structures héritées des périodes antérieures : les SDR ont vu leur champ d'action étendu au crédit-bail immobilier par le biais de Sicomi (1969), puis à la caution mutuelle (1971). De nombreuses sociétés de caution mutuelle ont bénéficié de subventions publiques s'inscrivant dans des plans de relance sectorielle (secteur de l'édition, du transport routier, de l'industrie du cuir...). Enfin, des mesures en faveur des exportations des PME ont également été prises par la Banque française du commerce extérieur.

L'ensemble de ces aides ont été relayées par la création de nombreuses institutions ayant pour vocation, soit le renforcement des fonds propres des PME, soit l'amélioration des conditions de distribution des prêts aux PME. Peuvent être cités au premier titre l'Institut de développement industriel (créé en 1970), l'Institut de développement des industries agro-alimentaires (1980), les sociétés

financières d'innovation (loi du 11 juillet 1972), qui poursuivent une activité de capital-risque au profit des entreprises innovantes.

Relèvent du second aspect, le Crédit d'équipement aux PME (CEPME), créé en 1980, par fusion de la CNME, de la CCHCT et du Groupe interprofessionnel des PME, ou l'intervention du Crédit national directement en faveur des PME de l'industrie et du commerce.

La création en 1983 de la Sofaris — Société française d'assurance du capital à risque des PME, devenue ensuite la Société française de garantie des financements des PME —, par un groupe de banques et d'assurance à l'invitation de l'État, illustre la même volonté de répondre à un problème particulier par des mesures institutionnelles. Elle est toutefois quelque peu atypique, dans la mesure où l'objectif recherché consiste à limiter la garantie directe de l'État par la mise en œuvre d'instruments nouveaux (garanties de prêts participatifs) ou perfectionnés (fonds de garantie).

Toutes ces structures, conjointement avec d'autres institutions plus classiques telles que les banques mutualistes ou coopératives, ont permis aux pouvoirs publics de mener une politique économique en partie fondée sur la distribution des crédits à taux bonifiés, dans le contexte de l'encadrement du crédit. Ces crédits à taux bonifiés en faveur des PME, fort divers, concernaient essentiellement les trois secteurs de l'agriculture, de l'industrie et de l'artisanat.

2.1.2. Une réorientation de la politique des pouvoirs publics a été effectuée au cours des années quatre-vingt

La banalisation des modalités de financement des PME

La transformation des modalités du financement de l'économie française a notamment entraîné la disparition progressive des procédures de distribution de prêts à des conditions privilégiées.

S'agissant du financement des PME, le mouvement de déréglementation a été perceptible à partir de 1984. Les « ressources privilégiées » ont pu être collectées par l'ensemble du système bancaire grâce aux « comptes pour le développement industriel » (Codevi), dont les sommes sont d'abord utilisées en faveur de l'investissement industriel (via le Fonds industriel de modernisation), puis destinés à certaines PME. Dans le même temps, le volume de crédits à taux bonifié a décru sensiblement, les premiers à connaître ce déclin ayant été les prêts à l'artisanat. Enfin, la loi bancaire de 1984 a contribué à la banalisation du système financier, dans la mesure où les institutions financières spécialisées sont entrées dans son champ d'application.

Les aides en faveur des PME ont néanmoins été diversifiées

D'une part, la politique de décentralisation menée à partir de 1982 a favorisé le développement des interventions des collectivités locales — et plus particulièrement des régions — en faveur des entreprises et des industries locales par l'octroi de diverses primes. Ces mesures ont été notamment renforcées par la loi du 5 janvier 1988, dite loi Galland, qui permet aux communes, départements et régions de participer au capital d'établissements de crédit dont l'objectif exclusif est de garantir des concours financiers accordés à des entreprises privées.

D'autre part, au niveau communautaire, des procédures d'aides en faveur des PME ont également été mises en place au moyen de bonifications d'intérêts sur les prêts accordés aux PME par la Banque européenne d'investissement. Il est à noter en outre que le traité de Rome (modifié par celui de Maastricht) ne s'oppose pas à la distribution des crédits à taux préférentiels par les États membres dès lors qu'ils bénéficient notamment aux PME.

Les interventions de l'État en faveur du financement des PME se sont diversifiées à la fin des années quatre-vingt. L'instrument fiscal a ainsi été utilisé (baisse de l'impôt sur les sociétés, abaissement du plafond de la taxe professionnelle par rapport à la valeur ajoutée...). La volonté de renforcer les fonds propres des PME s'est d'abord traduite par la création du second marché et des fonds communs de

placements à risque en 1983, puis par des mesures ayant pour objectif de permettre aux PME de réduire le recours à l'intermédiation bancaire.

Enfin, des mesures d'ordre plus général, qui touchent indirectement le financement des PME, ont été prises en faveur de la création d'entreprises, des délais de paiement... Sont actuellement à l'étude, à ce titre, des réformes relatives à la transmission d'entreprises ou au droit de la faillite (cf. infra).

2.2. La conjoncture économique générale récente a fragilisé le tissu des PME

Bien que les principaux pays industrialisés soient confrontés à des mouvements conjoncturels d'amplitude différente, tous ont subi, à partir de 1988 et jusqu'en 1992-1993, un ralentissement conjoncturel qui a fragilisé leur tissu économique et en particulier les PME.

Comme le montre le tableau ci-après, le recul de la croissance a été d'une grande ampleur dans l'ensemble des pays de l'OCDE (- 3,5 points sur la période 1987-1993).

	VARIATION DU PIB EN VOLUME (en moyenne annuelle)							
	(en pourcentage)							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
France	2,4	2,2	4,3	3,9	2,4	0,6	1,2	- 1,0
Allemagne.....	2,2	1,5	3,7	3,4	5,1	3,7	1,5	- 2,3
Royaume-Uni.....	3,8	4,6	4,3	2,1	0,5	- 2,1	- 0,6	1,7
Belgique.....	1,6	2,3	4,6	3,7	3,8	2,0	0,7	1,4
Pays-Bas.....	2,0	0,8	2,7	4,0	3,9	2,1	1,5	- 0,6
États-Unis.....	2,7	3,4	4,5	2,5	1,2	- 0,7	2,6	2,7
Japon.....	2,7	3,4	4,5	3,2	2,4	0,8	1,7	1,0
OCDE	2,7	3,4	4,5	3,2	2,4	0,8	1,7	1,0

Source : OCDE

Dans un environnement conjoncturel difficile, les entreprises ont, dans l'ensemble, adopté une attitude plutôt prudente, voire attentiste, en différant notamment leurs décisions d'investissement et en privilégiant leur désendettement. Entre 1990 et 1993, l'investissement des entreprises a reculé d'environ 15 % en volume et la baisse a atteint près de 30 % si l'on ne retient que l'investissement industriel. Cependant, durant les années correspondant à la phase ascendante du cycle économique (1983-1990), l'investissement industriel avait enregistré une progression de 60 % environ.

Ces comportements ont naturellement entraîné un recours moindre aux concours à moyen et long terme, tandis que la demande de crédits à court terme est demeurée plutôt soutenue, notamment de la part des petites entreprises confrontées à des difficultés de trésorerie.

Les enquêtes financières trimestrielles menées par la Banque de France en 1993 ont révélé que la situation des PME, en termes de trésorerie, est demeurée dans l'ensemble assez tendue tandis que les grandes entreprises ont affiché une relative aisance. En dépit d'une maîtrise plus rigoureuse des différentes composantes de leur besoin en fonds de roulement (délais de paiements liés aux postes clients et fournisseurs, stocks) et d'une forte réticence à investir, les entreprises de taille petite ou moyenne ont connu des difficultés de paiement d'autant plus sérieuses que, de leur côté, les établissements de crédit, confrontés à la nécessité d'accroître leurs provisions pour risques, se montraient plus sélectifs dans leur décision d'octroi de lignes à court terme.

Les plus petites entreprises — effectif compris entre 3 et 10 personnes —, qui représentent 68,3 % du nombre total d'entreprises, ont été particulièrement concernées par la forte progression du nombre des faillites d'entreprises.

En effet, le rapport du Conseil national du crédit sur « les garanties et le crédit aux entreprises » (septembre 1993) observe que les entreprises les plus risquées — c'est-à-dire celles qui présentent un taux de sinistralité supérieur à la moyenne — sont généralement de taille moyenne (10 à 20 salariés) et de création récente (50 % des entreprises défaillantes ont moins de cinq ans d'existence).

NOMBRE DE FAILLITES D'ENTREPRISES EN FRANCE							
(en milliers)							
1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
27,5	31,0	35,0	41,7	47,0	53,0	57,8	63,2

Source : INSEE

Les PME ne constituent pas un ensemble homogène. En effet, si certaines PME ont bien résisté à la crise économique et ont pu même améliorer leur situation financière, d'autres, au contraire, de petite taille et souvent de création assez récente, n'ont pas été en mesure de résister au creux du cycle conjoncturel.

3. Les PME françaises représentent un marché essentiel pour l'ensemble des établissements de crédit

Les PME françaises, à l'instar des entreprises petites ou moyennes des autres pays industrialisés, font de façon marginale appel aux marchés pour assurer leur financement. La taille insuffisante de la plupart d'entre elles en est la raison principale, mais il faut également prendre en compte l'identification souvent très forte qui existe entre la PME et son propriétaire, souvent réticent à ouvrir son capital, comme à effectuer toute la communication financière nécessaire pour émettre des titres.

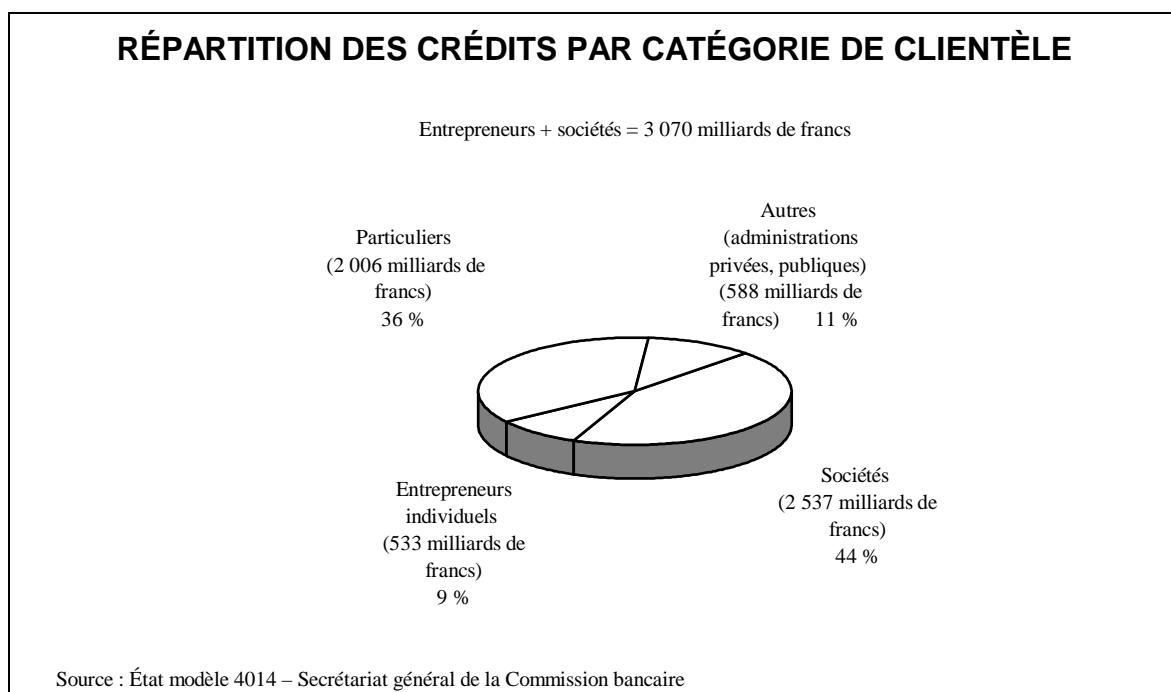
La dégradation de la conjoncture, qui a compromis la santé financière de nombreuses entreprises, a influé défavorablement sur celle des établissements de crédit, dont beaucoup sont très impliqués dans le financement des PME. En réalité, ce qui est parfois qualifié de « risque PME » n'est autre que le risque afférent à la détérioration de l'environnement économique général qui a affecté l'ensemble des entreprises et en particulier les plus petites d'entre elles.

3.1. L'octroi de crédits aux PME représente une activité essentielle pour le système bancaire français dans son ensemble

En l'absence de référence au concept de PME pour l'établissement des états comptables et prudentiels adressés à la Commission bancaire, la détermination du volume des concours en faveur des PME n'est pas immédiate, pas plus que la localisation de ce risque « spécifique » au sein du système bancaire. Toutefois, l'utilisation conjointe des données collectées par le service central des Risques de la Banque de France et des informations de nature comptable permet, d'une part, d'en évaluer l'importance et, d'autre part, d'estimer le poids relatif de cette activité dans les fonds de commerce des différents groupes homogènes d'établissements (GHE).

3.1.1. L'estimation de l'importance du risque PME dans l'activité des établissements de crédit

La ventilation des crédits par catégorie de bénéficiaires permet tout d'abord d'établir la part relative des crédits aux entreprises dans le total des concours à l'économie. Ainsi, l'activité métropolitaine de l'ensemble des établissements de crédit, au 30 septembre 1993, fait ressortir un encours total de 5 664 milliards de francs, qui se décompose de la manière suivante.



Les engagements sur les entreprises de toute dimension (grandes entreprises, PME, entrepreneurs individuels, professionnels) représentent donc, dans l'activité métropolitaine des établissements de crédit, plus de la moitié de l'activité de distribution de crédits (53 % au 30 septembre 1993).

Par ailleurs, appréhendée à partir des déclarations au service central des Risques de la Banque de France¹ au 30 septembre 1993, la répartition des crédits en faveur des entreprises classées par code d'activité, se présente ainsi.

RÉPARTITION DES CRÉDITS EN FAVEUR DES ENTREPRISES		
Tranche de chiffre d'affaires	Montant	
	en milliards de francs	en pourcentage
Égal ou supérieur à 5 milliards de francs	211	5,2
Entre 1 milliard et 5 milliards de francs	252	6,2
Entre 500 millions et 1 milliard de francs.....	116	2,9
Entre 200 millions et 500 millions de francs	182	4,5
Entre 100 millions et 200 millions de francs	136	3,4
Entre 50 millions et 100 millions de francs	129	3,2
Entre 10 millions de francs et 50 millions de francs	211	5,2
Entre 5 millions et 10 millions de francs	45	1,1
Moins de 5 millions de francs	21	0,5
Autres crédits.....	2 754	67,8
Total.....	4 057	100,0

Source : Banque de France – Service central des Risques

L'utilisation conjointe des déclarations au service central des Risques et des informations extraites des états comptables adressés à la Commission bancaire permet d'obtenir une répartition des crédits — en francs et en devises — aux sociétés et entrepreneurs individuels (*3 070 milliards de francs* selon les chiffres de la Commission bancaire) comme suit.

RÉPARTITION DES CRÉDITS AUX SEULES ENTREPRISES (en francs et en devises)	
	(en milliards de francs)
	Montant
Grandes entreprises (chiffre d'affaires supérieur à 500 millions de francs).....	579
Crédits déclarés en faveur de PME (chiffre d'affaires inférieur à 500 millions de francs).....	724 }
Crédits déclarés en faveur d'autres PME	646 } 2 491
Autres crédits aux PME et professionnels.....	1 121 }
Total des entreprises.....	3 070

Source : Banque de France – Service central des Risques

Les *crédits en faveur d'autres PME* (646 milliards de francs), recensés par le service central des Risques, représentent des concours en faveur d'entreprises auxquelles la Banque de France n'attribue pas de cotation d'activité et de crédit, faute de disposer d'une information comptable et financière suffisamment détaillée (échappent naturellement à cette cotation la quasi-totalité des professionnels).

¹ Le service central des Risques retient une définition différente des crédits : sont notamment recensés dans la rubrique *autres crédits* des concours consentis par la Caisse des dépôts et consignations, la Caisse nationale des autoroutes qui, n'ayant pas le statut d'établissement de crédit, n'entrent pas dans le « périmètre d'activité » de la Commission bancaire.

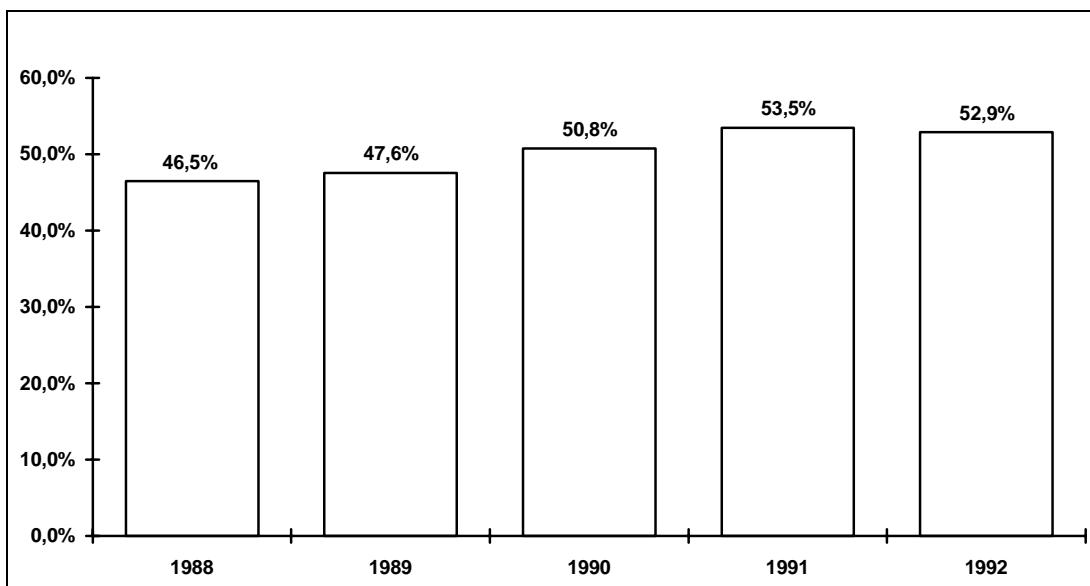
L'essentiel des risques classés dans la rubrique *autres crédits aux PME et professionnels* (1 121 milliards de francs) concerne des bénéficiaires, soit faiblement endettés, soit en relation avec plusieurs établissements de crédit dont les engagements respectifs n'atteignent pas la limite de déclaration au service central des Risques (700 000 francs).

On observe que les *crédits consentis aux grandes entreprises* représentent moins de 20 % de l'encours total de crédit (579 milliards de francs sur 3 070 milliards de francs), tandis que la *distribution de crédit aux PME* apparaît comme l'activité largement dominante dans le portefeuille des établissements de crédit, le volume des engagements en leur faveur atteignant 2 491 milliards de francs.

L'octroi de crédits aux entreprises, dont une part essentielle bénéficie aux PME, représente pour le système bancaire dans son ensemble une activité dont l'importance n'a cessé de croître au cours des dernières années, dans un contexte où les grandes entreprises ont eu tendance à réduire leur endettement et à se financer sur les marchés.

Ainsi, comme le montre le graphique reproduit ci-après, l'importance relative des concours aux sociétés et aux entrepreneurs individuels s'est accrue de 6,4 points depuis 1988 pour atteindre à la fin de 1992 près de 53 % du total des crédits à l'économie (les données par groupe et sous-groupe homogène figurent à l'annexe 2).

ÉVOLUTION DE LA PART DES CONCOURS AUX SOCIÉTÉS ET AUX ENTREPRENEURS INDIVIDUELS DANS LE TOTAL DES CONCOURS



Source : Analyses comparatives – Activités des établissements de crédit – Secrétariat général de la Commission bancaire

En définitive, l'importance des crédits octroyés aux PME, telle qu'elle a pu être évaluée (2 491 milliards de francs), atteste du caractère vital pour le système bancaire d'un marché qui a pris une importance croissante au cours des dernières années. Même si les difficultés conjoncturelles ont pu conduire certains établissements de crédit à se montrer plus sélectifs dans l'octroi de crédits aux PME, cette clientèle ne devrait pas souffrir d'une situation de rationnement global du crédit. La distribution de crédits aux petites et moyennes entreprises demeure en effet un marché stratégique pour de nombreux établissements de crédit.

3.1.2. La localisation du risque PME par groupe homogène

Comme le montre le tableau ci-dessous la répartition des crédits aux entreprises fait ressortir la place largement prédominante qu'occupe le groupe des très grands établissements ou réseaux à vocation générale (46,4 %) et le rôle important des établissements rattachés au groupe des établissements de financement spécialisés (31,1 %).

Il convient en outre d'observer que la localisation, par groupe homogène d'établissements, des concours aux PME — entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 500 000 francs — déclarés au service central des Risques aux PME ne diffère pas de façon significative de la structure des crédits à l'ensemble des entreprises.

LOCALISATION DES CONCOURS AUX ENTREPRISES PAR GROUPE HOMOGENE		
	(en pourcentage)	
	Concours aux entreprises (état modèle 4 014)	Crédits aux PME (a)
Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale	46,4	40,3
Les grands établissements ou réseaux à vocation générale	6,3	7,7
Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale	2,3	3,2
Les banques locales ou mixtes	2,6	4,2
Les établissements de financement spécialisés.....	31,1	32,7
Les établissements de marché	0,9	0,5
Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille	7,0	8,6
Les banques étrangères	3,4	2,8
TOTAL	100,0	100,0

(a) Source : Banque de France – Service central des Risques
Sources : Banque de France – Service central des Risques
Secrétariat général de la Commission bancaire

Si la part de certains groupes dans la distribution des concours aux entreprises est effectivement réduite, il n'en demeure pas moins que les entreprises peuvent constituer néanmoins, pour lesdits groupes, l'essentiel de leur fonds de commerce, ce qui les place dans une situation de vulnérabilité relative à l'égard du « risque PME ». Le tableau reproduit à l'annexe 1 indique la part que représentaient en 1986 et en 1992, pour chacun des groupes homogènes, les concours aux entreprises dans le total des crédits qu'ils distribuent.

Deux phénomènes apparaissent :

- les crédits aux entreprises concernent la plupart des groupes homogènes, le plus souvent dans des proportions importantes ;
- les crédits aux entreprises ont vu leur importance relative s'accroître dans le total des concours (52,9 % en 1992, contre 46,5 % en 1986).

Par ailleurs, ces chiffres appellent les commentaires suivants.

– Le groupe des « très grands établissements ou réseaux à vocation générale » (100) affiche un taux très proche de 50 % révélateur de la structure diversifiée de la clientèle à laquelle s'adressent ces établissements. Les trois grandes banques nationales présentent un ratio (57,4 %) nettement inférieur à celui du réseau du Crédit populaire, dont l'orientation marquée du fonds de commerce en direction des entreprises, le plus souvent de petite ou moyenne dimension, apparaît nettement (62,64 %). Le profil que présente le Crédit mutuel est quelque peu différent : les entreprises ne bénéficient que du tiers

environ des concours qu'il accorde (32,9 %). L'activité de crédit en faveur des entreprises dans l'ensemble du réseau des caisses d'épargne se situe à un niveau relativement faible (8,94 %) comparativement aux autres sous-groupes, mais on peut noter que l'importance relative de ces concours a plus que doublé depuis 1988 (4,48 %).

– Les groupes qui réunissent les « grands établissements ou réseaux à vocation générale » (200), les « établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale (300) ainsi que les « banques locales ou mixtes » (400) exercent une activité de proximité et participent très activement au financement des petites et moyennes entreprises et des professionnels (leurs ratios atteignent respectivement 66,6 %, 69,5 % et 71,6 %).

– Dans le groupe 500, qui rassemble les établissements dits spécialisés (dont ceux qui se consacrent au financement de l'immobilier ou des particuliers), il convient de retenir plus particulièrement le sous-groupe 540 (lui-même subdivisé en quatre familles), qui comprend des établissements dont le fonds de commerce est essentiellement tourné vers l'octroi de concours en faveur des PME. Leur ratio atteint un minimum de 82,93 % chez les établissements spécialisés dans le financement des activités professionnelles (544) et avoisine 99 % pour les sociétés de développement régional (541).

– Les établissements des groupes 600 (établissements de marché) et 800 (banques étrangères) participent de façon assez marginale au financement des PME, tandis que les concours consentis par les établissements du groupe 700 (établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille) bénéficient surtout à des entreprises d'une dimension moyenne ou grande.

En définitive, si l'on excepte les quelques établissements spécialisés dans les activités de marché et dans les crédits aux particuliers ainsi que les banques étrangères, on constate que le risque PME est un risque diffus, en raison de sa présence à des niveaux significatifs dans la quasi-totalité des groupes homogènes. En conséquence, c'est l'ensemble du système bancaire qui a été confronté aux difficultés récentes et ceci explique très largement les fortes dotations aux provisions sur les encours domestiques en 1992 et en 1993.

3.2. La dégradation de la conjoncture économique a contribué à la montée du risque de crédit sur les entreprises et sur les PME en particulier

Le mouvement de dérégulation intervenu au milieu des années quatre-vingt, en ouvrant plus largement le marché du financement des entreprises à de nouveaux acteurs (réseaux mutualistes, caisses d'épargne...) a entraîné une accentuation de la concurrence dans une période de grand développement des encours de crédit. Le soudain ralentissement conjoncturel qui a entraîné une forte croissance des défaillances d'entreprises a affecté l'ensemble des établissements de crédit, même si les conséquences des difficultés des PME ont revêtu une acuité particulière pour certains établissements spécialisés. C'est dans ce contexte que les établissements de crédit ont enregistré un accroissement des créances douteuses et ont dû consentir un effort substantiel de provisionnement.

3.2.1. La qualité des risques appréciée à partir des cotations attribuées par la Banque de France

La Banque de France attribue aux entreprises d'une certaine dimension une cotation dite de crédit, fondée sur une analyse des équilibres financiers et de la rentabilité. La cotation « 3 » est représentative d'une situation saine, à la fois sur le plan du respect des équilibres financiers et sur celui de la rentabilité, tandis que les cotes 4, 5 et 6 sont attribuées à des entreprises suscitant des réserves.

Le total des crédits consentis aux PME réalisant un chiffre d'affaires compris entre 10 millions de francs et 500 millions et auxquelles la Banque de France attribue une cotation de crédit se répartit de la façon suivante.

RÉPARTITION PAR COTE DE CRÉDIT DES CONCOURS AUX PME		
Cotes de crédit	Montant	
	en milliards de francs	en pourcentage
« 3 »	256,5	44,9
« 4 »	53,8	9,4
« 5 »	198,0	34,7
« 6 »	62,8	11,0
TOTAL	571,1	100,0

Source : Banque de France
Service central des Risques

On constate que la part des crédits consentis à des entreprises auxquelles a été attribuée une cote péjorative est prédominante (55,1 %) et que, de plus, les cotes reflétant une situation très dégradée représentent plus de 10 % de l'encours total.

Réparti par groupe homogène et cote de crédit, l'encours des engagements aux PME se décompose ainsi (un tableau complet par groupe et sous-groupe homogène figure à l'annexe 3).

RÉPARTITION PAR GROUPE HOMOGENE ET COTE DE CRÉDIT DES CONCOURS AUX PME				
Groupes homogènes d'établissements	Montant		Montant	
	cote « 3 »	en pourcentage	cotes « 4 », « 5 », « 6 »	en pourcentage
Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale.....	111,0	43,3	117,0	37,2
Les grands établissements ou réseaux à vocation générale	25,6	10,0	27,3	8,7
Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale.....	9,7	3,4	12,7	4,0
Les banques locales ou mixtes	7,0	2,7	15,0	4,5
Les établissements de financement spécialisés.....	90,4	35,2	110,4	35,1
Les établissements de marché.....	0,1	0	0,9	0,3
Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille	8,8	3,4	19,5	6,2
Les banques étrangères	3,9	1,5	11,4	3,6
TOTAL	256,5	100,0	314,2	100,0

Source : Banque de France
Service central des Risques

Si la répartition des crédits consentis, d'une part aux entreprises cotées « 3 » et, d'autre part, à celles qui suscitent des réserves, présente un profil voisin de la ventilation des risques par groupe homogène d'établissements, on observe toutefois que le groupe 100 et, à un degré moindre, le groupe 200 bénéficient d'une part plus importante de risques cotés « 3 ».

Si l'on ne retient que la cote de crédit qui traduit une situation fortement compromise (cote « 6 »), on obtient la répartition suivante.

RÉPARTITION PAR GROUPE HOMOGENE DES CONCOURS AUX PME COTÉES « 6 »		
Groupes homogènes d'établissements	Cote « 6 »	
	en milliards de francs	en pourcentage
Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale	18,1	28,8
Les grands établissements ou réseaux à vocation générale	4,3	6,8
Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale	2,5	4,0
Les banques locales ou mixtes.....	4,6	7,3
Les établissements de financement spécialisés	25,0	39,8
Les établissements de marché.....	0,5	0,8
Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille.....	8,0	8,0
Les banques étrangères	2,8	4,5
TOTAL	62,8	100,0

Source : Banque de France
Service central des Risques

On peut remarquer que les très grands établissements ou réseaux à vocation générale (groupe 100) financent un pourcentage relativement faible (28,8 %) des PME qui se trouvent dans les situations les plus difficiles. En revanche, les établissements de financement spécialisés (groupe 500) représentent environ 40 % du total des risques au profit d'entreprises cotées « 6 », dont près des deux tiers, il est vrai, concernent des engagements déclarés par des établissements spécialisés dans le crédit immobilier.

La Banque de France recense également les procédures judiciaires ouvertes à l'encontre des entreprises. Le recensement des encours déclarés au nom de PME ayant fait l'objet d'une décision judiciaire fait ressortir un montant de 20,57 milliards de francs (soit 3,6 % du total des risques déclarés en faveur de PME) répartis par groupe homogène d'établissements de la façon suivante.

RÉPARTITION PAR GROUPE HOMOGENE DES CONCOURS EN FAVEUR DE PME SUJETTES À UNE PROCÉDURE JUDICIAIRE		
Groupes homogènes d'établissements	Montant	
	en milliards de francs	en pourcentage
Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale	7,36	35,8
Les grands établissements ou réseaux à vocation générale	2,06	10,0
Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale	1,26	6,1
Les banques locales ou mixtes.....	1,78	8,7
Les établissements de financement spécialisés	6,83	33,2
Les établissements de marché.....	0,00	0,0
Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille.....	0,96	4,6
Les banques étrangères	0,32	1,6
TOTAL	20,57	100,0

Source : Banque de France
Service central des Risques

Les grands établissements ou réseaux à vocation générale, les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale et les banques locales ou mixtes (groupes 200, 300 et 400), dont la clientèle

est composée essentiellement de PME, accordent une part très significative des crédits aux entreprises en difficulté en regard de la place qu'ils occupent dans la distribution de crédits aux PME.

Sur un total de 6,83 milliards de francs d'encours supposés fortement compromis, les établissements spécialisés dans l'affacturage et les établissements spécialisés dans le crédit d'équipement (groupes 542 et 543) représentent conjointement un encours de 3,66 milliards de francs.

3.2.2. Un accroissement très substantiel des créances douteuses

Depuis la fin des années quatre-vingt, le montant des créances douteuses n'a cessé d'augmenter, d'abord de façon assez régulière de 1988 à 1991, avant de connaître une progression plus sensible en 1992. Le montant des créances douteuses relatives aux sociétés et aux entrepreneurs individuels a enregistré au cours des années récentes une évolution préoccupante. Le seuil des 100 milliards de francs a été atteint en 1992 alors que leur montant atteignait à peine plus de 37 milliards de francs en 1988.

En outre, la part relative des créances douteuses nettes sur les entreprises (sociétés et entrepreneurs individuels) est passée de 49,5 % en 1988 à 60,0 % en 1992 comme le montre le tableau ci-dessous.

RÉPARTITION DES CRÉANCES DOUTEUSES NETTES PAR CATÉGORIE ÉCONOMIQUE					
	(en pourcentage)				
	Sociétés	Entrepreneurs individuels	Particuliers	Autres	Total
1988	31,0	18,5	33,9	16,6	100,0
1989	28,0	18,4	37,0	16,6	100,0
1990	29,9	17,3	38,9	13,9	100,0
1991	37,0	15,7	37,1	10,2	100,0
1992	46,2	13,8	29,1	10,9	100,0

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

Analysée par groupe homogène d'établissements, la dégradation de la qualité du risque sur les entreprises apparaît nettement.

ÉVOLUTION DU MONTANT DES CRÉANCES DOUTEUSES NETTES PAR GROUPE HOMOGENE		
Groupes homogènes d'établissements	1988	1992
Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale	19,0	41,4
Les grands établissements ou réseaux à vocation générale	2,7	5,3
Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale	0,7	3,5
Les banques locales ou mixtes	0,9	3,4
Les établissements de financement spécialisés.....	11,8	37,4
(dont les établissements spécialisés dans le financement des activités professionnelles hors immobilier)	(7,9)	(15,8)
Les établissements de marché	0	0
Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille	1,0	7,3
Les banques étrangères	0,5	2,2
TOTAL	37,3	101,4

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

La dégradation de la qualité du risque PME est perceptible dans l'évolution des créances douteuses dans les groupes d'établissements traditionnellement tournés vers cette clientèle — les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale, les banques locales ou mixtes, les établissements spécialisés dans le financement de l'immobilier hors acquéreurs de logement et les établissements spécialisés dans le financement des activités professionnelles hors immobilier (groupes 300, 400, 520 et 540) — dont le niveau, plutôt faible en 1988, a connu en quatre ans une très forte progression.

La détérioration des portefeuilles de crédits a été également sensible chez les établissements spécialisés dans l'octroi de crédits d'équipement aux PME (groupe 543), dont les créances douteuses nettes ont représenté, en 1992, 10,5 milliards de francs, soit 10 % environ du total des créances douteuses ou litigieuses nettes.

La comparaison de la structure par groupe homogène d'établissements, d'une part, des créances douteuses et litigieuses nettes et, d'autre part, des crédits à l'ensemble des entreprises permet de mieux cerner l'intensité relative du risque de contrepartie dans les différentes catégories d'établissements. Il apparaît en particulier que le groupe 500 supporte une part importante des créances compromises, en regard de son poids relatif dans la distribution des concours aux entreprises comme l'atteste le tableau ci-après.

STRUCTURE COMPARÉE DE LA RÉPARTITION DES CRÉANCES DOUTEUSES NETTES ET DES CRÉDITS AUX ENTREPRISES PAR GROUPE HOMOGENE		
<i>(en pourcentage)</i>		
Groupes homogènes d'établissements	Créances douteuses et litigieuses nettes	Crédits aux entreprises
Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale	40,8	46,4
Les grands établissements ou réseaux à vocation générale	5,2	6,3
Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale	3,4	2,3
Les banques locales ou mixtes	3,4	2,7
Les établissements de financement spécialisés	36,8	31,1
Les établissements de marché	0,0	0,9
Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille	7,2	7,0
Les banques étrangères	2,2	3,4
TOTAL	100,0	100,0

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

3.2.3. La progression des dotations aux comptes de provisions

Face à la dégradation du « risque PME », les établissements de crédit ont été contraints, dès 1991, de constituer des provisions dans des proportions quelque peu inhabituelles, comme l'atteste la forte progression des dotations brutes sur la clientèle, dont une part importante a concerné des engagements en faveur d'entreprises petites ou moyennes.

ÉVOLUTION DU MONTANT DES DOTATIONS AUX COMPTES DE PROVISIONS

(en milliards de francs)

Dotations brutes aux provisions	1988	1989	1990	1991	1992
Institutions financières.....	4,3	6,1	4,9	8,4	5,7
Portefeuilles- titres.....	4,5	7,9	13,4	9,6	20,6
Autres provisions.....	17,7	15,9	19,9	20,9	31,3
Clientèle.....	39,7	43,1	46,4	64,4	99,4
TOTAL	66,2	73,0	84,6	103,3	157,0

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

Les dotations brutes aux comptes de provisions en couverture du risque clientèle, dont la croissance a été plutôt modérée de 1988 à 1990, ont enregistré une augmentation de l'ordre de 20 milliards de francs en 1991, puis un accroissement plus fort encore en 1992, avec 35 milliards de francs.

Le tableau ci-dessous indique l'évolution des reprises de provisions.

ÉVOLUTION DU MONTANT DES REPRISES DE PROVISIONS

(en milliards de francs)

Reprises de provisions	1988	1989	1990	1991	1992
Institutions financières.....	0,7	1,9	2,2	3,3	4,6
Portefeuilles-titres.....	8,8	4,4	5,1	8,3	6,2
Autres provisions.....	5,5	9,4	11,2	12,7	14,7
Clientèle.....	14,8	13,6	16,1	20,2	26,7
TOTAL	29,8	29,3	34,6	44,5	52,2

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

Au cours de la période sous revue, si l'on excepte l'année 1992, les reprises de provisions sur la clientèle ont connu une évolution beaucoup moins heurtée. En effet, de 1988 à 1991, les reprises de provisions sur la clientèle qui représentaient un tiers environ des dotations de même nature n'ont couvert en 1992 que 26,8 % de l'effort de provisionnement.

Au total, les dotations nettes aux comptes de provisions ont évolué de 1988 à 1992 de la façon suivante.

ÉVOLUTION DU MONTANT DES DOTATIONS NETTES AUX COMPTES DE PROVISIONS					
	(en milliards de francs)				
Dotations nettes	1988	1989	1990	1991	1992
Institutions financières.....	3,6	4,2	2,7	5,1	1,1
Portefeuilles- titres.....	-4,3	3,5	8,3	1,3	14,4
Autres provisions.....	12,2	6,5	8,7	8,2	16,6
Clientèle.....	24,9	29,5	30,3	44,2	72,7
TOTAL	36,4	43,7	50,0	58,8	104,8

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

Les dotations nettes aux comptes de provisions se rapportant aux risques sur la clientèle ont représenté en 1992 un montant de 72,7 milliards de francs¹, dont 20 milliards de francs environ concernent les PME, ce qui représente un effort significativement supérieur à celui qui avait été consenti l'année précédente.

4. Les établissements de crédit doivent poursuivre leurs efforts de maîtrise du risque PME

À la fin des années quatre-vingt, la demande de crédit soutenue de la part des entreprises a conduit les établissements de crédit à développer leur activité dans un environnement qui s'est révélé très concurrentiel, en particulier en raison de la volonté de nombreux établissements de crédit, soit d'investir sur le marché des PME, soit d'y renforcer leurs positions. Or, il semble que ces derniers n'ont pas toujours procédé à une sélection suffisamment rigoureuse de leurs risques et qu'ils ont pris certains engagements qui se sont révélés de médiocre qualité dès l'apparition des difficultés conjoncturelles du début des années quatre-vingt-dix.

4.1. Le développement d'une « culture du risque »

Tout établissement de crédit est exposé à un risque de dégradation de la conjoncture (générale ou sectorielle) et à un risque spécifique au débiteur lui-même. À cet égard, les PME, dans une certaine mesure, plus vulnérables en raison de leur taille souvent modeste, de leur spécialisation économique et, s'agissant des plus petites d'entre elles, de l'insuffisance de leur fonds propres, requièrent, en ce qui concerne leur financement, un grand professionnalisme.

Or de trop nombreux établissements de crédit ont eu tendance, dans un passé récent, à faire prévaloir une stratégie de parts de marché. Mais l'obligation de constituer d'importantes provisions sur les PME a, semble-t-il, entraîné des modifications du comportement des établissements de crédit, qui s'attachent désormais à mieux intégrer le coût du risque dans leurs décisions. En effet, l'objectif de rentabilisation de cette activité qui, à l'évidence, passe par une réduction des besoins de provisions, paraît constituer une préoccupation prioritaire de nombreux établissements de crédit engagés sur ce marché. Dans cet esprit, les établissements consentent des efforts substantiels dans le domaine de la formation de leur personnel au risque d'entreprise, en vue d'améliorer leur professionnalisme. En outre, constatant qu'une meilleure maîtrise des risques implique une relation très étroite avec les entreprises petites et moyennes, afin notamment de suppléer à la signification parfois limitée de la documentation financière dont ils disposent, certains établissements de crédit se sont engagés dans la voie de la spécialisation de leurs agences ou, à défaut, de leurs équipes.

¹ Compte non tenu de la part des provisions inscrites dans les rubriques « autres provisions », qui ont trait à des risques de nature diverse (provisions pour retraites, pour risque de taux, pour litige...), mais qui recèlent également des provisions non affectées et destinées à couvrir une éventuelle dégradation de la qualité de certains actifs.

4.2. Le renforcement nécessaire des procédures de contrôle interne et l'amélioration de la qualité des systèmes d'information

Le règlement n° 90-08 du Comité de la réglementation bancaire, relatif au contrôle interne, fait référence de façon explicite au risque de contrepartie pour le contrôle duquel les établissements sont invités à mettre en place une organisation permettant d'obtenir et de traiter efficacement une information comptable et financière de qualité. Cette nécessité s'applique aux différents stades de la gestion du « risque PME » : la décision d'octroi fondée sur une analyse du risque, la surveillance du déroulement normal de l'opération de crédit et la détection des situations anormales, le recouvrement de la créance en cas de difficultés et la constitution éventuelle de provisions en rapport avec les risques de pertes. Des insuffisances dans les systèmes d'information sont susceptibles, à chacune de ces étapes, de compromettre la valeur des créances détenues par l'établissement de crédit.

S'agissant des procédures d'octroi des crédits, le recours à des bases de données (Fiben, Infogreff...)¹, parfois associées à des systèmes automatisés d'aide à la décision (systèmes experts), comme les mettent en œuvre déjà certains grands établissements, est susceptible de limiter la prise de risques. Néanmoins, les modalités de la décision elle-même méritent parfois d'être affinées, dans la mesure où les outils, aussi sophistiqués soient-ils, ne mettent pas les exploitants bancaires à l'abri d'erreurs de jugement. À cet égard, il n'est pas rare que la décision d'octroi de crédits, notamment en faveur de PME, soit prise sans qu'un contrôle d'opportunité ne soit exercé. Les comités de crédit n'étant pas en mesure de se prononcer sur l'ensemble des engagements, il peut s'avérer particulièrement utile de confier aux *back-offices* en charge de la gestion administrative des engagements une fonction critique sur les décisions d'octroi des crédits. La mise en œuvre de la règle dite des « quatre yeux », qui vise à impliquer deux responsables, peut notamment contribuer à sécuriser l'acte d'octroi de crédits.

En ce qui concerne le suivi des risques, il est apparu également nécessaire à certains établissements d'améliorer ou de créer les indicateurs d'alerte destinés à mettre en évidence la dégradation de la situation des débiteurs. La modernisation des outils de contrôle n'a pas toujours été regardée comme une priorité, en raison des investissements informatiques qu'elle supposait. Compte tenu du coût des déboires rencontrés ces dernières années dans le domaine du financement des PME, ces efforts d'élaboration ou, à tout le moins, de rationalisation des outils de gestion paraissent de plus en plus souvent justifiés, en raison des économies en termes de provisions qu'ils devraient normalement procurer. Dans un ordre d'idées voisin, l'entrée en vigueur de la Bafi qui oblige les établissements à classer dans les encours douteux et litigieux les créances de toute nature, même assorties de garanties, en fonction des retards de paiement, a également contribué à l'amélioration de l'information des gestionnaires.

La maîtrise du risque PME nécessite à l'évidence des systèmes d'information très sophistiqués qui vont au-delà de la satisfaction des exigences de nature strictement comptable. En particulier, la connaissance de la rentabilité des opérations initiées avec les entreprises selon les secteurs économiques, la taille..., constitue un atout essentiel pour définir, et le cas échéant infléchir, les stratégies commerciales. Certains établissements disposent déjà de ces outils tandis que d'autres présents sur le marché de la PME consentent actuellement des efforts pour les acquérir ou améliorer les performances de leurs systèmes internes.

¹ Ouvert à la profession bancaire, *Fiben* est un fichier géré par la Banque de France qui a acquis peu à peu le rôle d'une véritable centrale de renseignements sur les entreprises dont le siège social ou le domicile est situé en France métropolitaine. Cette base de données recense des données descriptives, des éléments comptables et financiers, la cotation Banque de France...

Infogreff est un service payant de renseignements accessible par voie télématique qui permet aux entreprises un accès aux informations recensées par les Greffes des tribunaux de commerce.

Par nature, les encours que sollicitent les PME représentent, pour la plupart d'entre eux, des montants unitaires peu élevés et les limites imposées par la réglementation prudentielle, en termes de division des risques notamment, sont de ce fait peu contraignantes. Il appartient donc aux établissements de se doter de procédures et de limites internes, en termes de montant d'autorisation, de division sectorielle, par type de support.

Enfin, l'accent doit être également mis sur la qualité de l'organisation du recouvrement. En effet, il est devenu primordial d'améliorer l'efficacité des actions en recouvrement qui dépend, pour une large part, de la célérité avec laquelle les interventions sont conduites sur les comptes devenus sensibles. Il semble que des interventions précoce permettent, en définitive, de limiter de façon significative le risque final de pertes.

4.3. La mutualisation du risque et sa rémunération

La couverture des sinistres peut être assumée soit par l'établissement lui-même par affectation de son résultat brut d'exploitation, dont le niveau doit alors être suffisant pour supporter les charges de provisionnement, soit reportée sur un autre établissement qui prend à sa charge, en tout ou partie, le risque de défaillance.

4.3.1. La mutualisation du risque

Les établissements de crédit, du fait de leur fonction d'intermédiation, réalisent de fait une mutualisation du risque, les profits dégagés sur les crédits sains étant en partie affectés à la couverture des créances compromises.

Afin de minimiser leur exposition aux risques de contrepartie, les établissements de crédit exigent fréquemment du débiteur lui-même une ou plusieurs garanties ou les sollicitent d'un autre établissement de crédit. Les sociétés de caution mutuelle ont pour vocation d'exercer cette fonction de prise en charge du risque, notamment en faveur des petites et moyennes entreprises qui, en raison de leur faible surface financière, ne peuvent pas toujours apporter aux établissements prêteurs toutes les garanties que ces derniers sollicitent. À cet égard, il convient d'observer que les établissements spécialisés dans les interventions par caution (groupe homogène 550) sont engagés, pour l'essentiel, en faveur des PME ainsi que des professionnels, à hauteur de 190 milliards de francs, compte non tenu des interventions d'autres établissements, également spécialisés dans l'octroi de cautions, et rattachés à d'autres groupes homogènes (Banques populaires par exemple). Si ces établissements facilitent, à l'évidence, l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises, le coût de la caution peut, dans certains cas, s'avérer très élevé.

Au surplus, comme le souligne le rapport du Conseil national du crédit sur « les garanties et le crédit aux entreprises » cette activité, qui s'apparente à un service d'assurance, pose deux problèmes. Le premier d'entre eux est celui de la « sélection adverse » supporté par l'assureur, qui reçoit une clientèle présentant un fort risque, tandis qu'à l'inverse, la bonne clientèle ne s'adresse pas à lui. Le second a trait à « l'aléa moral », phénomène de relâchement de la discipline en raison de la certitude qu'a l'assuré de la prise en charge, par l'assureur, de sa propre défaillance.

4.3.2. La rémunération du risque

La logique qui sous-tend la différenciation des taux d'intérêt vise à faire supporter aux débiteurs les plus fragiles les conditions les plus élevées et, à l'inverse, à favoriser les entreprises présentant un profil moins risqué. Aux yeux de certains, la rentabilisation de la distribution des crédits aux entreprises passe par une meilleure prise en compte du risque individuel dans la fixation des conditions tarifaires (taux d'intérêt, commissions...). En effet, le mouvement de diminution de la marge globale d'intermédiation qui, de 2,07 en 1988 s'est établie à 1,80 en 1992, ne saurait perdurer sans compromettre la pérennité d'établissements de crédit confrontés à une dégradation de la qualité de leurs actifs. L'inversion de cette

tendance ne manquerait pas d'avoir des effets positifs sur la capacité des établissements de crédit à mieux satisfaire la demande de crédit, comme on a pu le constater dans d'autres pays industrialisés.

Toutefois, la vive concurrence sur le marché de la PME représente actuellement une contrainte forte qui va parfois à l'encontre d'une prise en compte optimale des risques. En effet, certains établissements de crédit ont parfois été conduits à participer au financement d'opérations non viables ou à proposer des conditions de prix parfois irréalistes en regard de la qualité des bénéficiaires ou des projets. La mise en œuvre de stratégies de conquête de parts de marché ou de pénétration de nouveaux segments ont pu justifier le paiement d'un « ticket d'entrée » dont le coût s'est révélé parfois excessif.

Toutefois, dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, dont bénéficient les PME dans leur ensemble, il semble que les établissements de crédit disposent d'une marge de manœuvre plus grande pour procéder, en tant que de besoin, à une plus grande différenciation des conditions débitrices. À cet égard, si les études de la centrale des bilans de la Banque de France montrent que, à risque égal, les PME supportent un coût du crédit plus élevé que les entreprises de grande taille, il est également observé que les entreprises les moins solvables ne sont pas toujours pénalisées en termes de taux d'intérêt.

Il convient aussi d'observer que les établissements de crédit, selon qu'ils sont spécialisés ou généralistes et selon l'orientation de leurs fonds de commerce, sont confrontés à des problèmes spécifiques de rentabilisation de leurs opérations de crédit et de rémunération des risques encourus.

L'octroi de crédits aux PME paraît constituer une activité bien adaptée aux établissements généralistes et plus particulièrement à ceux qui disposent d'un réseau, dès lors que le financement optimal de cette clientèle exige une relation de proximité permettant de mieux suivre le risque. Néanmoins, les établissements généralistes qui supportent des frais de structure élevés, notamment du fait de leurs implantations multiples, estiment parfois que l'activité d'octroi de crédits aux PME n'est pas rentable, sauf à obtenir la gestion du compte de l'entreprise qui enregistre des mouvements créateurs et autorise la perception de commissions diverses. Pour leur part, les établissements spécialisés, parfois positionnés sur des segments de marchés étroits, doivent, pour demeurer concurrentiels, proposer des produits très exactement ajustés aux besoins spécifiques des PME, dans la mesure où il ne leur est pas toujours possible d'offrir les meilleures conditions débitrices.

Au total, une rentabilisation accrue de l'activité de distribution de crédits aux PME, qui constitue un impératif partagé, semble-t-il, par de très nombreux établissements de crédit, suppose une appréhension rigoureuse du risque de contrepartie.

4.4. La réforme de la loi sur les faillites

L'ensemble du dispositif législatif concernant la prévention des défaillances des entreprises et le règlement de leurs difficultés est apparu de plus en plus inadapté à la situation économique actuelle. En particulier, il semble que le droit de la faillite, en méconnaissant trop souvent les intérêts des créanciers, notamment bancaires, était devenu préjudiciable aux entreprises elles-mêmes. Aussi la profession bancaire et les instances représentatives des entreprises ont-elles estimé qu'un rééquilibrage du cadre législatif actuel, ménageant mieux les intérêts des créanciers, en particulier par la restauration de la valeur des garanties, rendrait plus aisée la distribution du crédit aux entreprises. Sur ce point les entreprises partagent pour une large part la préoccupation des établissements de crédit, en raison du rôle que joue dans notre pays le crédit interentreprises. C'est la raison pour laquelle le parlement a récemment adopté une réforme législative visant à améliorer la loi régissant le traitement des entreprises en difficulté¹ (loi du 25 janvier 1985).

¹ Une réflexion portant sur « les garanties et le crédit aux entreprises » avait été menée sous l'égide du Conseil national du crédit qui en a rendu compte dans le rapport de septembre 1993.

La continuation de l'activité et la sauvegarde de l'emploi étaient, dans l'esprit du législateur, les objectifs que devait permettre d'atteindre la loi du 25 janvier 1985. Or, force est de constater que la liquidation intervient dans 90 % des cas environ et qu'en outre l'ouverture d'une procédure de liquidation est prononcée le jour même du jugement dans plus de 50 % des cas. Aussi, dans la mesure où la liquidation apparaît comme l'issue la plus probable, convenait-il d'assurer une protection plus satisfaisante des créanciers, qu'il s'agisse des établissements de crédit ou des entreprises clientes du débiteur défaillant.

Les dispositions de l'article 40 de la loi ont été également vivement contestées, notamment par les établissements de crédit, dans la mesure où les créances nées durant la période dite d'observation sont honorées par priorité à toutes les autres, qu'elles soient assorties ou non de priviléges ou sûretés. En conséquence, les établissements de crédit, fortement pénalisés par une disposition qui visait à favoriser le maintien de l'activité, ont parfois été amenés à modifier leurs comportements en matière de prise de garanties et notamment à exiger plus souvent des garanties personnelles que répugnent à consentir des chefs d'entreprise attentifs à établir, autant que possible, une séparation entre leur patrimoine propre et l'entreprise dont ils sont propriétaires.

Au total, moderniser un droit de la faillite par trop défavorable aux intérêts des créanciers, lutter contre la banalisation du dépôt de bilan (parfois utilisé semble-t-il comme un outil de gestion) tout en préservant les intérêts des salariés et, au-delà, tout en assurant la pérennité des entreprises solvables confrontées à des difficultés passagères, constituent les objectifs de la réforme poursuivis par les pouvoirs publics. Les entreprises peuvent attendre de la réforme du droit de la faillite un accès plus facile aux crédits, mais aussi une atténuation des effets des dépôts de bilan des entreprises avec lesquelles elles sont en relation. Pour leur part, les établissements de crédit escomptent une augmentation du montant des récupérations de créances auprès d'entreprises défaillantes.

Rouages essentiels dans l'ensemble des économies développées, les PME, qui ont été sévèrement affectées par le ralentissement conjoncturel du début des années quatre-vingt-dix, suscitent l'attention des pouvoirs publics, partout inquiets des conséquences, en termes d'activité et d'emploi, d'une éventuelle raréfaction de l'octroi de crédits. Dépendantes des financements bancaires, aussi bien pour la satisfaction de leurs besoins de trésorerie que pour leur développement à moyen terme, certaines PME, notamment les plus petites d'entre elles, semblent toutefois davantage souffrir d'une contraction de la demande globale que d'un rationnement de l'offre de crédits. Néanmoins, il est indéniable que les pertes subies ces dernières années par les systèmes bancaires des pays industrialisés ont naturellement conduit les établissements de crédit à se montrer, en règle générale, plus attentifs à la sélection de leurs risques sur un marché par nature difficile.

Compte tenu du particularisme des PME en matière de financement et des difficultés qu'elles peuvent parfois rencontrer pour accéder au crédit, des mécanismes de soutien public, plus ou moins importants, ont été mis en place ou renforcés dans la plupart des économies occidentales.

En France, les établissements de crédit, qui pour la plupart d'entre eux sont confrontés au risque PME, ont subi une dégradation significative de la qualité de leurs portefeuilles de crédits qu'atteste une progression sensible des dotations aux comptes de provisions. Les établissements de crédit spécialisés dans les PME ont naturellement pâti de la dégradation de la santé financière de cette clientèle, au point de fragiliser certains d'entre eux. Certains établissements généralistes, *a priori* mieux armés pour absorber des difficultés en raison de leurs fonds de commerce diversifiés, ont également dû faire face à une détérioration de la qualité de leurs engagements dans ce domaine.

L'importance des sinistres a incité les établissements de crédit à porter leur attention sur l'amélioration de la gestion du risque PME. Si la capitalisation des moyennes entreprises françaises a eu tendance, semble-t-il, à s'améliorer pour se rapprocher des normes européennes, celle des petites entreprises, soumises il est vrai à des contraintes de capital très limitées, demeurent dans une situation plus précaire et constituent, pour les établissements de crédit qui les financent, une plus grande source de difficultés.

Enfin, l'apparition d'un risque nouveau par son ampleur a fait prendre conscience de la nécessité du développement d'une « culture du risque » dans la gestion des crédits aux PME. Sur un plan pratique, il est apparu indispensable à de nombreux établissements de crédit de procéder à un renforcement de leurs procédures de contrôle interne afin de limiter, autant que possible, les conséquences négatives d'une dégradation de la solvabilité de débiteurs, par nature fragiles.

En tout état de cause, la distribution de crédits en faveur des PME demeure une activité très concurrentielle et, en même temps, essentielle pour la plupart des établissements de crédit pour lesquels ce marché constitue une part importante de leur fonds de commerce. Toutefois, il n'est pas contestable qu'à la suite des déboires rencontrés dans les années récentes certains d'entre eux cherchent plus ou moins activement à se désengager de ce marché. La plupart des autres, au contraire, poursuivent une stratégie de développement tout en s'attachant à se montrer plus prudents dans la conduite de leur politique d'octroi de crédits.

ANNEXE 1

GROUPES ET SOUS-GROUPES HOMOGÈNES D'ÉTABLISSEMENTS (GHE)

Code GHE	
100	Les très grands établissements ou réseaux à vocation générale
110	Les trois grandes banques
120	Le Crédit agricole
130	Le réseau des caisses d'épargne et de prévoyance
140	Le Crédit populaire
150	Le Crédit mutuel (Crédit mutuel et Crédit mutuel agricole et rural)
200	Les grands établissements ou réseaux à vocation générale
210	Les grandes banques à vocation générale
220	Le Crédit coopératif
300	Les établissements ou réseaux petits ou moyens à vocation générale
310	Les banques petites ou moyennes à vocation générale
320	Les caisses de crédit municipal
400	Les banques locales ou mixtes
410	Les banques locales classiques
420	Les banques mixtes
430	Les banques mixtes étrangères à vocation domestique dominante
500	Les établissements de financement spécialisés
510	Les établissements spécialisés dans le financement des acquéreurs de logement
520	Les établissements spécialisés dans le financement de l'immobilier hors acquéreurs de logement
530	Les établissements spécialisés dans le financement des particuliers hors immobilier
540	Les établissements spécialisés dans le financement des activités professionnelles hors immobilier
541	Les sociétés de développement régional (SDR)
542	Les établissements spécialisés dans l'affacturage
543	Les établissements spécialisés dans le crédit d'équipement
544	Les autres établissements spécialisés dans le financement des activités professionnelles hors immobilier
550	Les établissements spécialisés dans les interventions par cautions
560	Les établissements spécialisés dans le financement des économies d'énergie
570	Les autres établissements spécialisés
600	Les établissements de marché
610	Les banques de marché
620	Les maisons de titres
700	Les établissements de groupe, d'ingénierie ou de portefeuille
710	Les banques et sociétés financières de groupe
720	Les banques et sociétés financières d'affaires ou de portefeuille
730	Les établissements holdings de groupes financiers
740	Les autres établissements de services financiers
800	Les banques étrangères
810	Les banques étrangères tournées vers l'activité domestique
820	Les banques étrangères spécialisées dans le financement des institutions non résidentes
830	Les banques étrangères à activité domestique tournées vers le financement d'une clientèle d'origine étrangère
840	Les banques étrangères tournées vers le financement d'une clientèle de grandes entreprises
850	Les banques étrangères à vocation générale tournées vers le financement d'une clientèle de détail
860	Les grandes banques étrangères à activité interbancaire dominante
870	Les banques étrangères petites ou moyennes à activité interbancaire dominante
880	Les autres banques étrangères

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

ANNEXE 2

**PART DES CONCOURS AUX ENTREPRISES
DANS LE TOTAL DES CONCOURS À L'ÉCONOMIE
(répartition par groupe et sous-groupe homogène)**

(en pourcentage)

Code GHE	1988	1992
GROUPE 100	47,3	49,9
110	53,4	57,4
130	4,5	8,9
140	64,4	62,6
150	25,5	32,9
GROUPE 200	63,0	66,6
210	62,4	66,7
220	84,6	65,0
GROUPE 300	61,0	69,5
310	74,6	77,3
320	1,6	4,2
GROUPE 400	63,8	71,6
410	80,1	80,5
420	73,0	78,0
430	48,2	58,3
GROUPE 500	41,7	49,4
510	15,0	26,3
520	94,5	93,8
530	22,5	22,2
540	95,0	91,3
550	67,7	35,4
560	99,2	97,6
570	30,9	32,9
GROUPE 600	62,9	79,0
610	58,3	82,0
620	89,5	53,8
GROUPE 700	52,9	69,6
710	70,9	79,9
720	49,7	67,6
730	76,7	85,2
740	65,9	55,6
GROUPE 800	35,5	57,8
810	59,2	69,4
820	12,1	22,2
830	68,2	68,4
840	63,4	59,4
850	18,3	22,2
860	58,0	84,1
870	30,5	41,9
880	21,9	69,0
Moyenne	46,5	52,9

Source : Secrétariat général de la Commission bancaire

ANNEXE 3

RÉPARTITION DES ENCOURS DE CRÉDIT AUX PME PAR COTE DE CRÉDIT ET PAR GROUPE HOMOGENE

Code GHE	« 3 »	« 4 »	« 5 »	« 6 »	Total	(en pourcentage)
GROUPE 100	111,0	24,5	74,5	18,1	228,0	
110.....	62,6	14,2	45,5	9,5	131,8	
120.....	26,6	5,8	15,3	4,8	52,5	
130.....	3,2	0,5	2,0	0,5	6,2	
140.....	14,5	3,1	9,0	2,6	29,2	
150.....	4,0	0,9	2,7	0,7	8,3	
GROUPE 200	25,6	5,7	17,3	4,3	52,9	
210.....	23,9	5,3	15,7	3,7	48,6	
220.....	1,7	0,4	1,6	0,6	4,3	
GROUPE 300	9,7	2,5	7,7	2,5	22,4	
310.....	9,7	2,5	7,7	2,5	22,4	
320.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
GROUPE 400	7,0	1,7	8,7	4,6	22,0	
410.....	2,1	0,6	2,8	1,0	6,5	
420.....	2,0	0,5	3,6	2,8	8,9	
430.....	2,9	0,6	2,3	0,8	6,6	
GROUPE 500	90,4	15,9	69,5	25,0	200,8	
510.....	6,0	1,0	7,0	4,4	18,4	
520.....	21,1	4,0	20,8	10,5	56,4	
530.....	3,2	0,7	2,6	0,5	7,0	
540.....	40,7	7,9	30,7	8,6	87,9	
550.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
560.....	1,2	0,2	1,0	0,5	2,9	
570.....	18,2	2,1	7,4	0,5	28,2	
GROUPE 600	0,1	0,0	0,4	0,5	1,0	
610.....	0,1	0,0	0,4	0,5	1,0	
620.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
GROUPE 700	8,8	2,5	12,0	5,0	28,3	
710.....	1,5	0,3	1,9	0,9	4,6	
720.....	7,1	1,7	9,2	3,6	21,6	
730.....	0,2	0,5	0,9	0,5	2,1	
740.....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
GROUPE 800	3,9	1,0	7,6	2,8	15,3	
810.....	0,4	0,0	0,6	0,2	1,2	
820.....	0,1	0,0	0,5	0,0	0,6	
830.....	0,6	0,1	0,6	0,2	1,5	
840.....	0,4	0,2	0,7	0,2	1,5	
850.....	0,2	0,0	0,8	0,4	1,4	
860.....	1,0	0,4	2,6	1,0	5,0	
870.....	0,4	0,1	0,7	0,3	1,5	
880.....	0,8	0,2	1,1	0,5	2,6	
TOTAL	256,0	53,9	198,0	62,8	570,7	

Source : Banque de France
Service central des Risques

L'ORGANISATION DES SÉANCES D'ADJUDICATION DES VALEURS DU TRÉSOR PAR LA BANQUE DE FRANCE : LE SYSTÈME TELSAT

La direction du Trésor, dans le cadre des orientations définies par le ministre de l'Économie, est responsable de l'émission des titres représentatifs de la dette publique. L'organisation matérielle des séances d'adjudication des valeurs d'État a été confiée à la Banque de France, en 1963 pour les bons du Trésor et en 1986 pour les obligations assimilables du Trésor (OAT), ce qui s'est matérialisé par la signature d'une convention entre l'État et la Banque.

Direction des Services de titres

Service des Adjudications de titres et de Gestion des TCN

- Jusqu'en 1991, les adjudications se sont déroulées en séance publique, avec lecture à haute voix des soumissions remises sous pli fermé.
- La modernisation de la tenue des séances d'adjudication s'est avérée indispensable pour permettre aux intervenants de s'affranchir des contraintes (durée des séances, déplacement des opérateurs à la Banque de France) induites par cette organisation traditionnelle.

- Elle a été réalisée avec le souci de conserver les mêmes règles de fond et de préserver la transparence nécessaire aux opérations de financement de l'État. Le système Telsat (Télétransmission des soumissions aux adjudications de titres), opérationnel depuis le mois de janvier 1992, permet désormais la transmission à distance des soumissions aux adjudications de valeurs du Trésor¹. Il est géré par la direction des Services de titres de la Banque de France.

¹ Les établissements qui le souhaitent conservent toutefois la possibilité de présenter leurs soumissions sous forme papier.

1. L'organisation des séances d'adjudication

1.1. Les principes généraux

Le Trésor émet trois catégories de titres standardisés :

- les BTF, bons du Trésor à taux fixe et à intérêts précomptés, d'une durée inférieure ou égale à un an, en francs,
- les BTAN, bons du Trésor à taux fixe et à intérêts annuels, d'une durée de 2 ou 5 ans, en francs et en écus,
- les OAT, obligations assimilables du Trésor, dont la durée s'échelonne jusqu'à 30 ans, en francs et en écus.

Alors que le recours à la syndication bancaire n'intervient que de manière ponctuelle, les adjudications portant sur les valeurs de l'État français ont lieu selon une périodicité fixée à l'avance par la direction du Trésor :

- BTF : tous les lundis à 15 heures,
- BTAN : le troisième jeudi de chaque mois à 11 heures,
- OAT : le premier jeudi de chaque mois à 11 heures,
- OAT ou BTAN en écus : tous les deux mois, le deuxième mercredi du mois à 11 heures.

Les adjudications sont ouvertes à tous les établissements de crédit titulaires d'un compte espèces à la Banque de France et d'un compte de titres de créances négociables à la Banque de France (pour les bons du Trésor) ou à la Sicovam (pour les OAT). Les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) peuvent en outre présenter à chaque séance des soumissions non compétitives, servies au taux ou prix moyen pondéré de l'adjudication, en fonction de leur participation aux trois adjudications précédentes.

Les soumissions sont libellées en taux lorsqu'il s'agit de BTF, et en prix (exprimé en pourcentage) lorsqu'il s'agit de BTAN et d'OAT.

Après avoir pris connaissance des prix (ou taux) et des volumes demandés, la direction du Trésor fixe le montant adjugé pour chacune des lignes, déterminant ainsi le prix ou le taux limite, respectivement en deçà ou au-delà desquels les soumissions ne sont pas retenues. Le prix payé par un soumissionnaire pour chacune de ses soumissions retenues est alors le prix qu'il a effectivement proposé pour celles-ci¹.

1.2. L'annonce des adjudications

Le calendrier des adjudications est publié par la direction du Trésor au début de chaque année pour les OAT, au début de chaque semestre pour les BTAN et au début de chaque trimestre pour les BTF.

Dans les jours qui précèdent une séance d'adjudication, la Banque de France diffuse un communiqué de presse qui indique le jour et l'heure de la séance, les lignes de titres concernées, le montant global de l'émission (de manière précise pour les BTF, sous forme d'une « fourchette » pour les BTAN et les OAT), la date de règlement des titres adjugés et, le cas échéant, le montant du coupon couru à régler en sus du prix des titres. Les établissements reliés à la Banque de France par Telsat reçoivent ces informations dans leur « boîte aux lettres » électronique, au plus tard la veille de la séance. La direction du Trésor diffuse également un message d'annonce sur les écrans Reuter et Telerate.

¹ Le principe décrit est celui des adjudications autrefois dites « à la hollandaise ».

1.3. La présentation et le traitement des soumissions

La présentation des soumissions doit respecter les règles suivantes.

– Des montants minimums sont imposés pour chaque soumission :

- un million de francs pour les BTF et les BTAN en francs,
- cinquante millions de francs pour les OAT en francs,
- cinq millions d'écus pour les BTAN et les OAT en écus.

– Un établissement peut proposer, pour une ligne de titre donnée, plusieurs montants à des prix ou taux différents.

– Les offres reçues après l'heure limite (fixée à 10 minutes avant l'heure de la séance) sont rejetées. Après agrégation des demandes, le système Telsat fournit, pour chacune des lignes de titres mises à l'adjudication, le détail des soumissions classées, soit dans l'ordre croissant des taux proposés pour les BTF, soit dans l'ordre décroissant des prix proposés pour les BTAN et les OAT, ainsi qu'un récapitulatif global des soumissions par taux ou par prix.

Ces informations sont immédiatement transmises à la direction du Trésor qui communique en retour à la Banque de France le taux ou le prix limite qu'elle accepte pour chaque catégorie de titres, le pourcentage servi à ce taux ou à ce prix (qui correspond à la tranche marginale) et le montant nominal global des titres émis. Lorsque ce montant a été fixé à l'avance (c'est le cas pour les BTF), le prix limite est déterminé par simple lecture du tableau récapitulatif.

Exemple : adjudication de BTAN 2 ans, avec 10 soumissionnaires, le 19 mai de l'année A

taux nominal : 4,5 %

montant mis en adjudication : entre 5 et 6,5 milliards de francs

jouissance le 12 mai de l'année A

règlement le 5 juin de l'année A

échéance le 12 mai de l'année A + 2

TABLEAU RÉCAPITULATIF

(montants en millions de francs – taux et prix en pourcentage)

Prix	Montant total demandé à ce prix	Montant cumulé des demandes	Prix moyen pondéré	Taux actuariel pondéré
98,04	1 000	1 000	98,04	5,59
98,03	1 600	2 600	98,03	5,60
98,02	2 000	4 600	98,03	5,60
98,01	2 600	7 200	98,02	5,61
98,00	3 100	10 300	98,01	5,61
97,99	1 250	11 550	98,01	5,61
97,98	1 150	12 700	98,01	5,61
97,97	700	13 400	98,01	5,61
97,96	200	13 600	98,01	5,61
97,95	350	13 950	98,00	5,62

DÉTAIL ANONYME DES SOUMISSIONS											
Prix	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Total
98,04		500							500		1 000
98,03		100							500		1 600
98,02	1 000					500			500		2 000
98,01	1 000		500			500			500	100	2 600
Servi = 54 %	540		270			270			270	54	1 404
98,00	1 000	300				1 000	100	500		200	3 100
97,99	250	100	200	400	350		100			200	1 250
97,98		200		400						200	1 150
97,97		300					100			300	700
97,96			100							100	200
97,95					250					100	350
Total	3 250	1 000	1 300	800	600	2 500	300	1 000	2 000	1 200	13 950
Total servi	1 540	600	270	0	0	1 270	0	500	1 770	54	6 004

À la lecture de ces tableaux, la direction du Trésor décide de servir un montant total de 6 milliards de francs, au prix limite de 98,01 francs¹. Ces éléments permettent de calculer le pourcentage servi à ce prix (54 %), ainsi que les montants servis à chaque soumissionnaire. En raison des arrondis utilisés, le montant total servi s'établit en fait à 6,004 milliards de francs. Le prix moyen pondéré est de 98,02 francs, ce qui correspond à un taux actuariel pondéré de 5,61 %.

Les principaux résultats de la séance (montant nominal des titres émis, prix ou taux limite accepté, prix ou taux moyen pondéré) sont d'abord diffusés sur les écrans Reuter et Telerate afin d'assurer une égalité d'information à tous les acteurs du marché, qu'ils soient ou non reliés à Telsat. En outre, les établissements reliés à Telsat reçoivent, via le système, le tableau récapitulatif des résultats, le compte rendu de séance et le détail anonyme des soumissions, ainsi que leurs résultats individuels. L'ensemble de ces informations sont reprises dans un compte rendu de séance publié conjointement par la Banque de France et la direction du Trésor.

1.4. Les offres non compétitives (ONC) des spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)

Les spécialistes en valeurs du Trésor bénéficient de la faculté de pouvoir présenter également des soumissions non compétitives, servies au taux ou prix moyen pondéré de l'adjudication.

Avant chaque séance d'adjudication un coefficient d'attribution des ONC est calculé pour chaque SVT en fonction de sa participation, par ligne, aux trois dernières séances d'adjudication compétitives portant sur des titres de même catégorie (BTF, BTAN ou OAT). Ce coefficient permet ainsi de déterminer le montant maximum que chacun d'entre eux est autorisé à demander au titre des ONC.

Pour les émissions en francs, les offres non compétitives sont présentées en deux temps :

- les ONC1, qui peuvent être déposées jusqu'à 5 minutes avant la séance, représentent au maximum un montant global égal à 10 % du contingent annoncé (pour les BTF) ou 10 % du milieu de la « fourchette » (pour les BTAN et les OAT), auquel est appliqué le coefficient d'attribution de chaque SVT ;

¹ Soit 98,01 francs pour un nominal de 100 francs

– les ONC2, qui peuvent être déposées jusqu'au lendemain de la séance à 16 heures, représentent au maximum un montant global égal à 15 % du contingent annoncé (pour les BTF) ou 15 % du montant adjugé en séance compétitive augmenté du montant des ONC1 (pour les BTAN et les OAT), auquel est appliqué le coefficient d'attribution de chaque SVT.

Pour les émissions en écus, les offres non compétitives sont présentées en une seule fois : elles peuvent être transmises jusqu'au lendemain de la séance à 16 heures et s'élèvent au maximum à 25 % du montant adjugé en séance compétitive auquel est appliqué le coefficient d'attribution de chaque SVT.

1.5. Le règlement des soumissions et des offres non compétitives retenues

À la date prévue pour leur règlement, les soumissions et les ONC retenues donnent lieu à un double mouvement en espèces et en titres, ordonné par la Banque de France. Le règlement en espèces correspond au prix des titres attribués, le cas échéant majoré du montant du coupon couru de la date de jouissance des titres à la date de règlement.

Les dates de règlement sont également fixées selon un calendrier précis :

- BTF : le jeudi suivant la séance d'adjudication pour les BTF d'une durée inférieure à 6 mois et le jeudi de la semaine suivante pour les BTF de 6 mois à 1 an,
- BTAN : le 5 du mois suivant la séance d'adjudication pour les BTAN 2 ans et le 12 du mois suivant pour les BTAN 5 ans,
- OAT : le 25 du mois de l'adjudication,
- OAT et BTAN en écus : 2 semaines après la séance d'adjudication.

Lorsque le jour prévu pour le règlement est férié, ce dernier est le plus souvent reporté au jour ouvrable suivant.

Exemple :

CALENDRIER RÉCAPITULATIF DES SÉANCES ET DES RÈGLEMENTS D'ADJUDICATIONS POUR UN MOIS DONNÉ						
	BTF < 6 mois	BTF ≥ 6 mois		BTAN 2 ans	BTAN 5 ans	OAT
		A	R			ÉCU
L 2						
M 3						
M 4						
J 5		R1				
V 6						
S 7						
D 8						
L 9		A2				
M 10						
M 11						
J 12		R2	R1			
V 13						
S 14						
D 15						
L 16		A3	A3			
M 17						
M 18						
J 19		R3			A4	A4
V 20						
S 21						
D 22						
L 23		R4				
M 24						
M 25						
J 26		R4	R4			
V 27						
S 28						
D 29						

A : Adjudication – R : Règlement

Marché gris : délai entre la séance d'adjudication et le règlement des titres adjugés

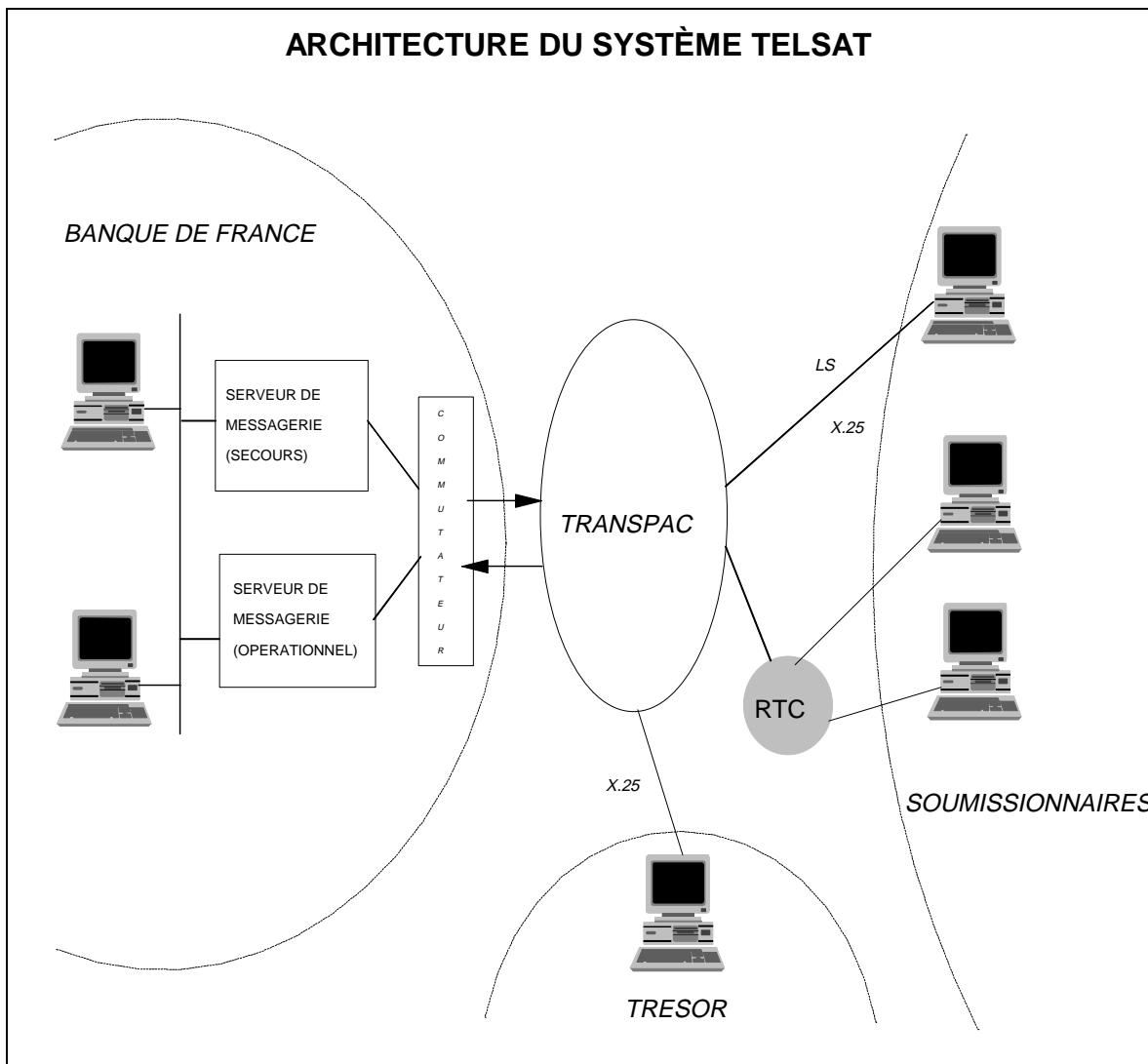
2. La description technique du système Telsat

2.1. L'architecture du système

L'importance considérable des émissions de valeurs du Trésor, tant pour l'État, en tant qu'émetteur, que pour les marchés financiers, impose de fortes contraintes, en termes de rapidité et de sécurité, au système informatique destiné à prendre en charge les séances d'adjudication. Il convient, en effet, que les séances puissent systématiquement se dérouler en temps et en heure et ne puissent être perturbées par des incidents techniques.

La brièveté de leur durée est par ailleurs, un enjeu essentiel pour traiter des opérations liées à des marchés susceptibles de connaître de fortes évolutions en quelques minutes.

Le système Telsat a permis de répondre à ces contraintes tout en offrant aux établissements soumissionnaires une solution évolutive et peu onéreuse.



L'architecture technique du système est centrée sur un serveur de messagerie, auquel les soumissionnaires accèdent par le réseau public de transport de données Transpac. Leur poste de travail est un micro-ordinateur connecté à ce réseau par liaison téléphonique (via un modem) ou par liaison spécialisée. La direction du Trésor bénéficie du même type d'équipement. Les traitements s'effectuent à la Banque de France sur des micro-ordinateurs en réseau local.

La sécurité du système est assurée, pour l'aspect physique, par la duplication de l'ensemble de la chaîne de traitement, ainsi que des serveurs accédant à des disques-miroirs partagés (avec un temps maximum d'interruption du service de 5 minutes en cas de basculement sur l'architecture de secours). Par ailleurs, le cryptage du contenu des messages et le calcul systématique d'un sceau garantissent l'intégrité et la confidentialité des informations.

En outre, une solution dégradée, à base de télécopie authentifiée par un code confidentiel, permet de pallier d'éventuels défauts de transmission.

2.2. *Le poste de travail*

Un logiciel, développé par la Banque de France, permet aux soumissionnaires disposant d'une station de travail Telsat de recevoir les informations relatives aux adjudications et d'envoyer leurs soumissions.

Dans les établissements soumissionnaires, un opérateur saisit, pour chaque titre mis en adjudication, les différentes soumissions, ligne à ligne, avec pour chacune d'entre elles, indication du taux (pour les BTF) ou du prix (pour les BTAN et les OAT) et du montant demandé. Des contrôles de recevabilité sont alors effectués afin d'éviter des rejets de soumissions non conformes. Un contrôle de cohérence par rapport à une référence de marché saisie par le soumissionnaire est également prévu.

Ces soumissions doivent ensuite être validées par un autre opérateur, puis transmises par le réseau informatique à la Banque de France avant l'heure limite fixée. Un accusé de réception est retourné à l'expéditeur qui peut ainsi vérifier que la transmission s'est bien déroulée. Jusqu'à l'heure limite, les établissements peuvent annuler ou modifier les soumissions déjà transmises. Les soumissions reçues après l'heure limite sont rejetées.

Pour les établissements ne disposant pas de station Telsat, la Banque de France saisit les soumissions qui doivent être présentées sur bordereau papier au plus tard 10 minutes avant la séance. Les résultats sont disponibles sur les stations de travail des établissements reliés à Telsat dès la fin de la séance, dans les conditions décrites au paragraphe 1.3.

La mise en place du système Telsat a permis de moderniser la procédure d'adjudication, apportant un progrès notable dans les domaines suivants.

– Tout d'abord un gain de temps important : du fait de la suppression de l'appel à haute voix et de la saisie des soumissions en séance, le délai entre l'heure limite de réception de celles-ci et la publication des résultats a été réduit de plus des deux tiers (en moyenne, il s'établit désormais à une quinzaine de minutes). La période d'incertitude des soumissionnaires quant au sort de leurs offres se trouve donc sensiblement abrégée et ils sont donc moins exposés aux risques de décalage des marchés.

– Par ailleurs, les représentants des établissements soumissionnaires et de la direction du Trésor n'ont plus à se déplacer dans les locaux de la Banque de France.

– En outre, le système facilite le travail des opérateurs dont le poste de saisie est doté de fonctionnalités ergonomiques telles que des écrans de simulation ou le rappel des derniers résultats sur la même ligne de titres ; les divers contrôles de syntaxe et de cohérence évitent le renouvellement d'erreurs matérielles inhérentes à la procédure papier, qui ont provoqué parfois des rejets de soumissions non conformes (montant demandé non multiple de la quotité de base ou prix proposé hors échelle) ou des surcoûts importants pour les soumissionnaires (offres manifestement supérieures aux prix de marché).

– Enfin, le système Telsat met à la disposition de ses adhérents une base de données sur les émissions passées ainsi que les outils permettant de l'exploiter.

La place financière de Paris dispose ainsi aujourd’hui, pour les adjudications de valeurs du Trésor, d’un système fiable et performant qui a été l’un des premiers du genre.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ET D'ACTIONS AU TROISIÈME TRIMESTRE 1994

Les émissions de valeurs mobilières en francs et en écus ont permis aux résidents de collecter 163 milliards de francs au troisième trimestre, après 194 milliards le trimestre précédent.

CLAUDE MEILLER
*Direction des Études et Statistiques monétaires
Pôle Valeurs mobilières*

- La faiblesse de l'activité que l'on observait à la fin du premier semestre 1994 sur les marchés primaires obligataires s'est amplifiée au cours de la période sous revue, caractérisée par l'attentisme des émetteurs (comme des investisseurs) face à la volatilité des marchés de taux.
- Les émissions brutes d'obligations en francs et en écus (effectuées sur les marchés intérieur et international mais cotées à la Bourse de Paris) réglées au troisième trimestre 1994 sont revenues de 133 milliards de francs à 91 milliards.
- Leur durée de vie moyenne (près de 11 ans) s'est légèrement allongée d'un trimestre sur l'autre.
- Nette des amortissements, la collecte globale n'a atteint que 20 milliards de francs (- 68 %).
- Au terme des neuf premiers mois de 1994, les règlements nets ont enregistré un déficit de 2 milliards de francs.
- Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire émise en francs ou en écus par les résidents atteignait environ 3 830 milliards de francs à fin septembre 1994.
- Les émissions d'actions ont progressé de 61 milliards de francs à 73 milliards d'un trimestre sur l'autre.

1. Le marché primaire obligataire

L'étude du marché primaire obligataire retrace pour l'essentiel le financement des résidents en francs et en écus tant sur le marché intérieur que sur le compartiment international (on ne recense que les émissions en eurofrancs ou en euro-écus cotées à la Bourse de Paris, soit la quasi-totalité des opérations effectuées dans ces devises par les principaux émetteurs résidents).

1.1. Les principaux flux d'émission

La faiblesse de l'activité que l'on observait à la fin du premier semestre 1994 sur les marchés primaires obligataires s'est confirmée au cours de la période sous revue, caractérisée par l'attentisme des émetteurs (comme des investisseurs) face à la volatilité des marchés de taux.

Alors que le premier trimestre avait connu une forte reprise à partir du milieu du mois de janvier, contrariée peu après par les tensions apparues sur les marchés financiers européens¹, la hausse des taux d'intérêt à long terme intervenue au cours du deuxième trimestre avait déjà sérieusement ralenti le flux des émissions réalisées tant par les établissements de crédit que par les sociétés non financières². Le troisième trimestre a enregistré une nouvelle dégradation de l'activité. L'absence des investisseurs non résidents sur le compartiment de l'eurofranc a conduit les émetteurs à se tourner dès le mois de juillet vers le marché intérieur³ et notamment vers la clientèle des particuliers attirée par les conditions de rémunération attachées aux nouveaux emprunts. Par la suite, la pause estivale a affecté comme chaque année l'activité des marchés primaires qui, après avoir été particulièrement réduite en août, a toutefois donné quelques signes de reprise au cours du mois de septembre.

Globalement, les *émissions brutes réglées au cours du troisième trimestre 1994* ont de nouveau fléchi, revenant de 133 milliards de francs à 91 milliards d'un trimestre à l'autre⁴. L'essentiel (87 %) de ces émissions a été effectué en francs sur le marché intérieur et 3 % l'a été en écus, le solde ayant été constitué d'émissions en eurofrancs. *Nette des amortissements*, la collecte globale s'est élevée à 20 milliards de francs, en baisse de 42 milliards sur celle du trimestre précédent.

Au terme des neuf premiers mois, les émissions brutes ont atteint 352 milliards de francs en 1994, contre 525 milliards — mais 415 milliards si l'on exclut le grand emprunt d'État (110 milliards de francs) — en 1993. Net des amortissements, leur montant a atteint 170 milliards de francs, en recul de 194 milliards (mais 84 milliards hors grand emprunt d'État) sur celui de la période correspondante de 1993.

¹ Dès le mois de février, les premières tensions sont apparues à la suite du relèvement des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis, puis de la temporisation du mouvement de baisse des taux en Europe.

² Les emprunteurs qui n'avaient pas de besoins urgents ont hésité à lever des fonds et les investisseurs redoutaient le risque de dépréciation rapide des titres achetés.

³ Plusieurs émetteurs résidents ont également saisi les opportunités d'emprunts en devises qu'offraient les marchés internationaux.

⁴ Les non-résidents n'ont collecté que 6 milliards de francs (dont 3 milliards émis sur le marché intérieur par la Banque européenne d'investissement), contre 37 milliards le trimestre précédent.

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)							
Ventilation par secteur émetteur							
(en milliards de francs)							
Brutes				En date de règlement	Nettes		
3 ^e trim. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993		3 ^e trim. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993
				<i>Ensemble des émissions (francs + écus)</i>			
61,0	188,5	306,3	360,2	État	23,0	124,2	262,8
13,9	86,2	139,8	194,0	Établissements de crédit et assimilés	1,5	5,2	53,7
9,3	52,5	73,5	91,9	Sociétés non financières	- 4,6	19,6	46,9
0,2	24,6	5,2	9,0	Autres émetteurs résidents	- 0,8	21,5	1,2
84,4	351,9	524,8	655,1	Ensemble des résidents	19,2	170,5	364,6
78,7	295,8	430,7	526,6	dont émissions intérieures des résidents	14,8	130,1	284,7
5,7	56,1	94,1	128,5	dont émissions internationales des résidents	4,4	40,4	79,8
6,2	60,8	52,0	79,4	Non-résidents	0,8	50,1	44,9
90,6	412,7	576,8	734,5	Total	20,0	220,6	409,4
81,7	300,8	430,7	526,6	dont émissions intérieures	17,7	133,8	283,3
8,9	112,0	146,1	207,9	dont émissions internationales	2,3	86,8	126,1

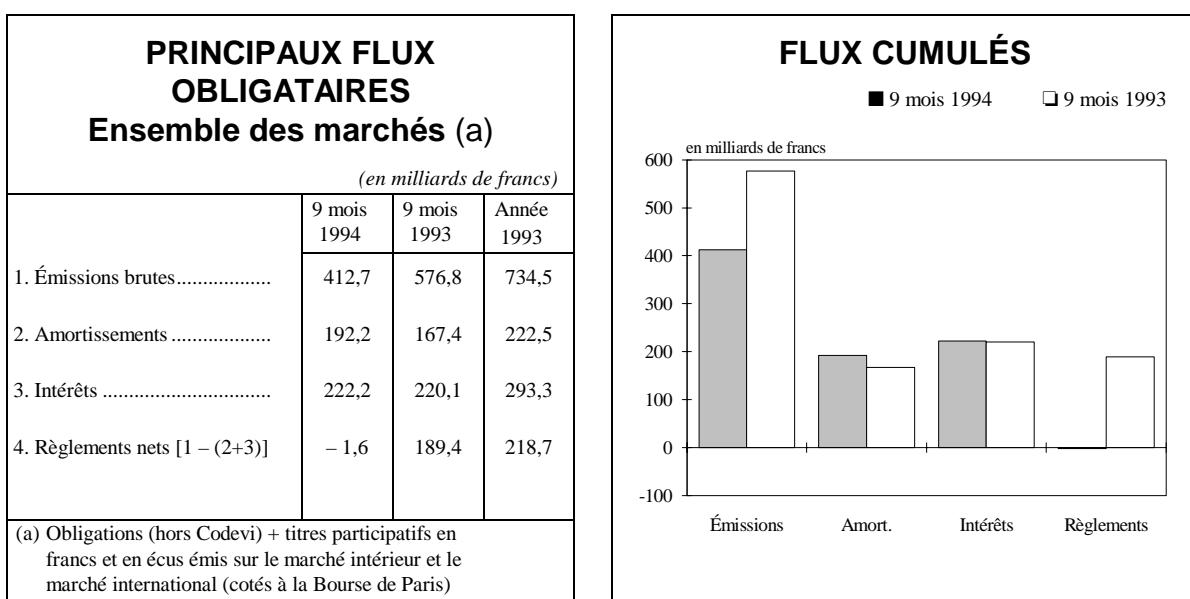
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international. Ces émissions, cotées à la Bourse de Paris, ont généralement donné lieu à un visa de la COB.

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

Mise à jour le 25 novembre 1994

1.2. Les règlements des souscripteurs à fin septembre 1994

Au terme des neuf premiers mois, *les règlements nets* — solde entre les émissions brutes d'une part, les intérêts et les amortissements d'autre part (relatif aux emprunts émis sur l'ensemble des marchés) — ont enregistré un déficit de 2 milliards de francs en 1994, contre un excédent de 190 milliards — mais 80 milliards hors grand emprunt d'État (GEE) — un an auparavant.



1.3. La structure des émissions

OBLIGATIONS ÉMISES AU COURS DES 9 MOIS DE 1994 (a)						
	(en milliards de francs)					
	Encours	Durée de vie Moyenne	≤ ans	5 < ans ≤ 10	10 < ans ≤ 15	> 15 ans
TOTAL						
Ensemble des marchés	428,8	10,8	39,1	191,7	163,9	34,8
Marché intérieur	316,0	11,9	11,7	119,7	149,9	34,8
ÉTAT						
– Marché intérieur	198,8	13,7	–	40,4	124,8	33,7
ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT ET ASSIMILÉS						
– Ensemble des marchés	91,7	8,2	20,1	50,6	19,9	1,1
– Marché intérieur	48,9	9,4	6,3	29,6	11,9	1,1
Banques						
– Ensemble des marchés	32,5	7,1	12,6	12,1	6,7	1,1
– Marché intérieur	16,9	9,4	1,5	12,1	2,2	1,1
Sociétés financières						
– Ensemble des marchés	13,2	8,9	0,6	11,7	0,9	–
– Marché intérieur	7,6	9,9	–	6,7	0,9	–
Institutions financières spécialisées						
– Ensemble des marchés	41,4	8,8	6,4	22,7	12,3	–
– Marché intérieur	21,0	9,3	4,2	8,0	8,8	–
SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES						
– Ensemble des marchés	52,6	9,4	2,7	33,7	16,2	–
– Marché intérieur	39,4	9,1	2,0	24,2	13,2	–
GEN (y compris La Poste et France Télécom)						
– Ensemble des marchés	17,5	11,6	1,5	1,0	15,0	–
– Marché intérieur	14,5	11,5	1,5	1,0	12,0	–
NON-RÉSIDENTS						
– Ensemble des marchés	61,0	7,8	15,9	42,1	3,0	–
– Marché intérieur	5,0	5,8	3,0	2,0	–	–

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis en francs et en écus sur les marchés intérieur et international (mais cotés à la Bourse de Paris). Les titres participatifs et les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont pondérés par une durée de vie de 20 ans pour le calcul de la durée de vie moyenne.

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

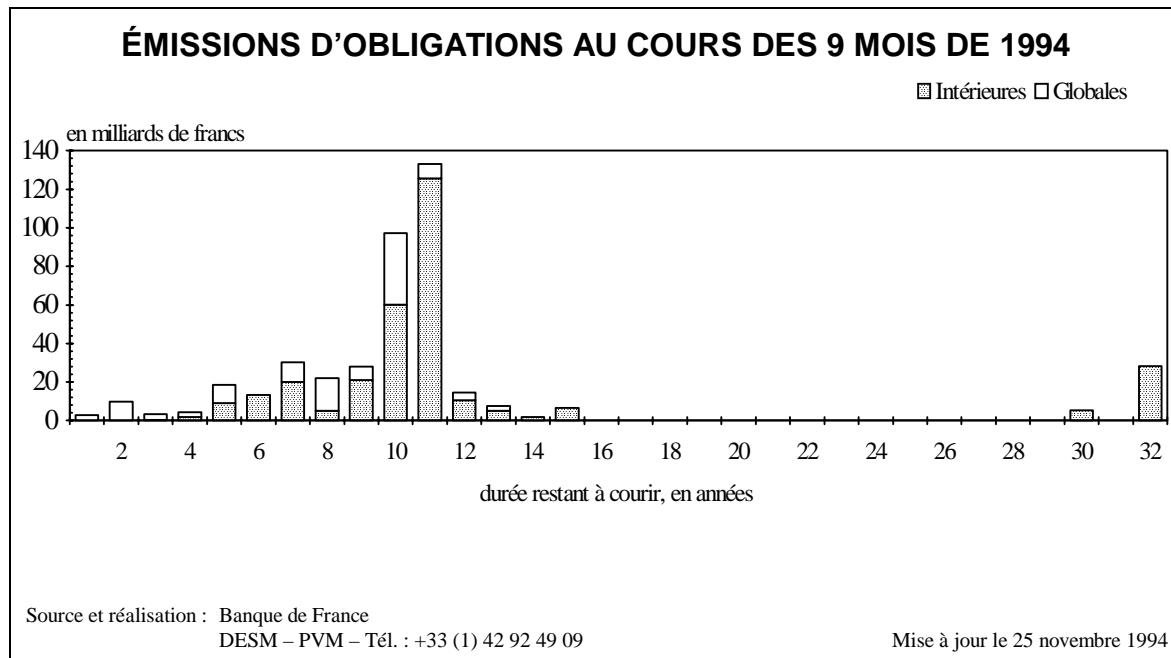
Mise à jour le 25 novembre 1994

La durée de vie moyenne des émissions en francs et en écus réglées au cours du troisième trimestre 1994 sur l'ensemble des marchés intérieur et international (soit 98 milliards de francs en valeur nominale) est restée stable à hauteur de 11 ans environ, contre un peu moins de 10 ans en 1993¹ et plus de 12 ans en 1992. *Au terme des neuf premiers mois*, cette maturité moyenne atteint 12 ans pour les emprunts émis sur le marché intérieur (316 milliards de francs en valeur nominale) en raison de l'incidence de la politique d'adjudication d'OAT suivie par le Trésor². En revanche, elle est inférieure à

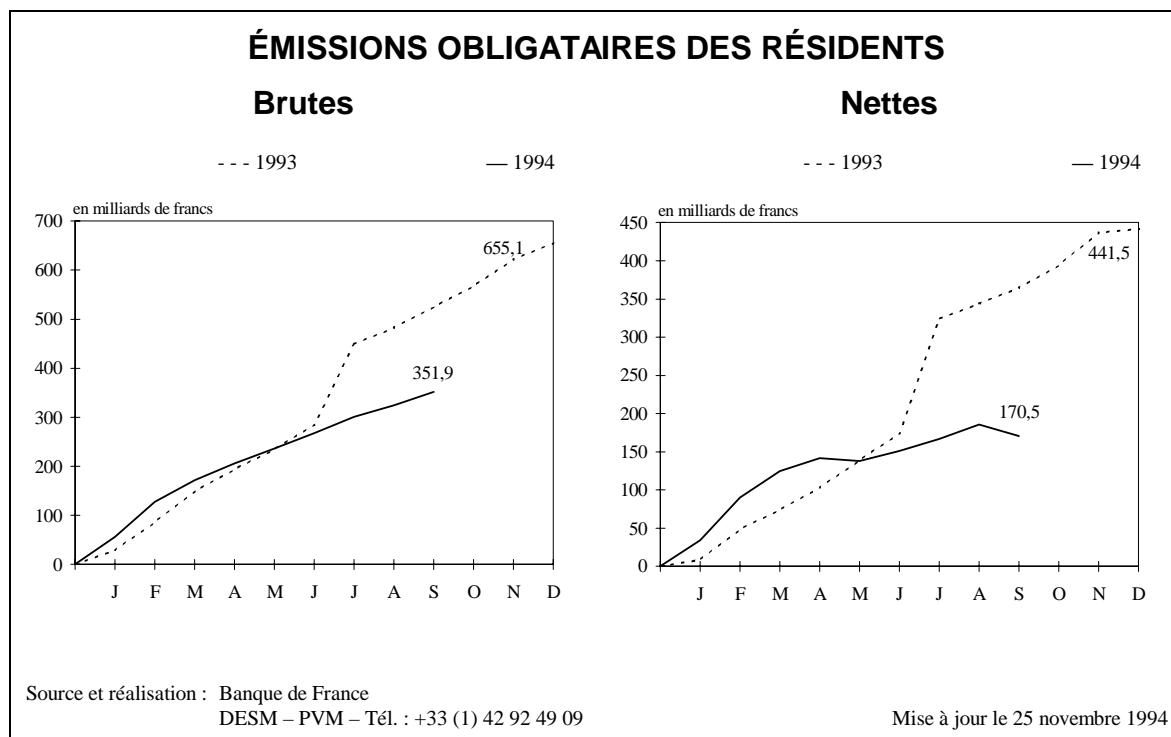
¹ Le grand emprunt d'État (GEE) réglé en juillet 1993 (110 milliards de francs à 4 ans) a réduit de 12 mois la durée de vie moyenne des émissions de 1993. En effet, si l'on exclut cet emprunt exceptionnel, la maturité moyenne s'établit alors à 10 ans et 10 mois, durée comparable à celle des emprunts émis en 1994.

² La durée de vie moyenne des OAT émises de janvier à septembre 1994 ressort à près de 14 ans, contre un peu plus de 13 ans en 1993 et près de 18 ans en 1992. Près de 83 % des montants adjugés ont concerné des OAT « notionnelles » (à échéance d'environ 10 ans) et pour la quasi-totalité du solde, des lignes à 30 ans.

8 ans (près de 9 ans en 1993) pour les obligations réglées sur le marché international (113 milliards de francs en valeur nominale).



1.4. L'activité des émetteurs résidents



Si l'on considère les opérations effectuées par les seuls émetteurs résidents, la collecte brute globale est revenue de 96 milliards de francs à 84 milliards d'un trimestre sur l'autre. La stabilité des

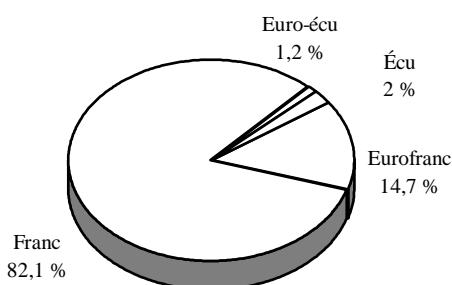
remboursements d'emprunts (65 milliards de francs environ) a affecté la collecte nette qui n'a atteint que 19 milliards de francs au troisième trimestre 1994 (28 milliards le trimestre précédent).

Au terme des neuf premiers mois, la collecte brute cumulée en francs et en écus des résidents s'est élevée à 352 milliards de francs, en fléchissement sensible par rapport à la période correspondante de 1993 (525 milliards de francs, mais 415 milliards hors GEE). Nette des amortissements, elle s'est établie à 171 milliards de francs en 1994, contre 365 milliards (255 milliards hors GEE) un an auparavant.

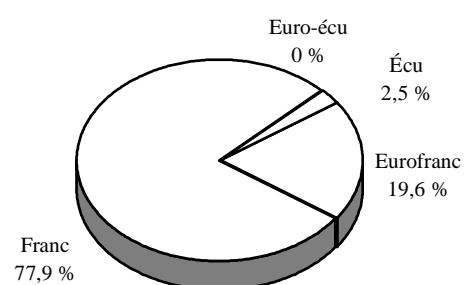
Globalement, les résidents ont sensiblement réduit en proportion leur appel au compartiment international (16 % environ du montant de leurs emprunts en 1994, contre 20 % pour l'ensemble de l'année 1993). En revanche, les résidents ont légèrement accru la part de leurs émissions libellées en écus, qui représentait 3,2 % du total des émissions sur ces marchés à fin septembre 1994, contre 2,5 % pour l'ensemble de l'année 1993. Près des deux tiers (66 %) des fonds collectés en 1994 par les résidents autres que l'État concernent des émissions lancées sur le marché intérieur, contre 56 % pour l'ensemble de l'année 1993.

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

9 mois 1994

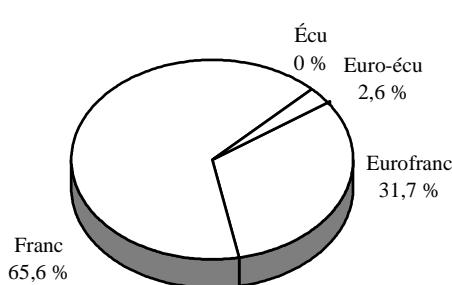


Année 1993

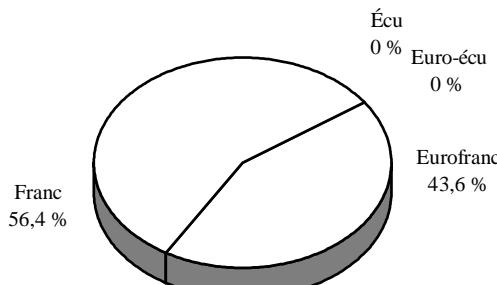


ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS (HORS ÉTAT)

9 mois 1994



Année 1993



1.5. Les principales catégories d'émetteurs résidents

ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)							
Ventilation par marché							
(en milliards de francs)							
Brutes				En date de règlement	Nettes		
3 ^e trim. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993		3 ^e trim. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993
<i>Marché intérieur</i>							
61,0	188,5	306,3	360,2	État	23,0	124,2	262,8
9,2	43,9	87,5	114,1	Établissements de crédit et assimilés	- 2,4	- 24,2	14,8
8,3	39,5	33,8	48,2	Sociétés non financières	- 5,1	9,1	8,0
0,2	23,8	3,2	4,1	Autres émetteurs résidents	- 0,8	21,0	- 0,9
78,7	295,8	430,7	526,6	Ensemble des résidents	14,8	130,1	284,7
3,0	5,0	—	—	Non-résidents	2,9	3,7	- 1,4
81,7	300,8	430,7	526,6	Total	17,7	133,8	283,3
3,0	6,9	8,1	16,4	dont émissions en écus (b)	1,9	4,8	8,1
<i>Marché international</i>							
—	—	—	—	État	—	—	—
4,7	42,3	52,4	79,9	Établissements de crédit et assimilés	3,9	29,4	38,9
1,0	13,0	39,7	43,7	Sociétés non financières	0,5	10,5	38,9
—	0,8	2,0	4,9	Autres émetteurs résidents	—	0,5	2,0
5,7	56,1	94,1	128,5	Ensemble des résidents	4,4	40,4	79,8
3,2	55,8	52,0	79,4	Non-résidents	- 2,1	46,4	46,3
8,9	112,0	146,1	207,9	Total	2,3	86,8	126,1
—	5,0	—	—	dont émissions en écus	- 3,3	- 2,5	- 1,5
—	4,3	—	—	dont émissions en écus des résidents	—	1,4	- 1,5
(a) Obligations (hors Codevi) + titres participatifs cotés à la Bourse de Paris (ayant donné lieu le plus souvent à un visa de la COB)							
(b) Seul l'État a émis en écus sur le marché intérieur depuis le mois de juillet 1989.							
Source et réalisation : Banque de France DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09				Mise à jour le 25 novembre 1994			

D'un trimestre sur l'autre, les émissions brutes de l'État sont restées stables à hauteur de 61 milliards de francs environ.

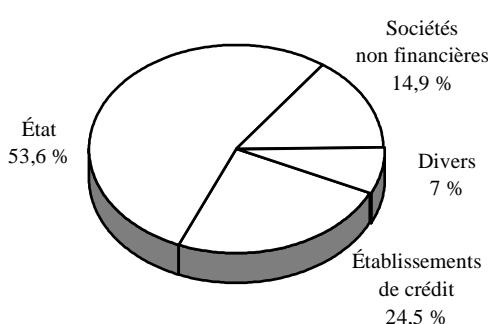
La quasi-totalité des fonds a été levée en francs sur trois lignes d'OAT, respectivement à 10 ans (49,5 milliards de francs sur la ligne 6,75 % octobre 2004 créée en juin 1994), à 15 ans (3,2 milliards sur la ligne 8,50 % octobre 2008), et à 30 ans (5,3 milliards sur la ligne 6 % octobre 2025 créée en février 1994). Le montant nominal des soumissions retenues lors des séances d'adjudication s'est élevé à 56,4 milliards de francs, auxquels il faut ajouter 6,2 milliards au titre des soumissions non compétitives. Le taux de rendement (au règlement) de l'OAT à 10 ans a enregistré une baisse significative en août avant de remonter fortement début septembre (7,92 %), affichant alors une hausse voisine de 50 points de base par rapport à l'adjudication du mois de juin 1994.

Le complément provient du règlement des adjudications d'OAT en écus¹ réalisées le 13 juillet puis le 14 septembre et portant sur la ligne 6 % avril 2004 créée en octobre 1993. Le montant nominal émis s'est élevé à 537 millions d'écus, soit environ 3 milliards de francs. Le taux de rendement (au règlement) est ressorti à 8,63 % en septembre, contre 7,85 % en juillet 1994.

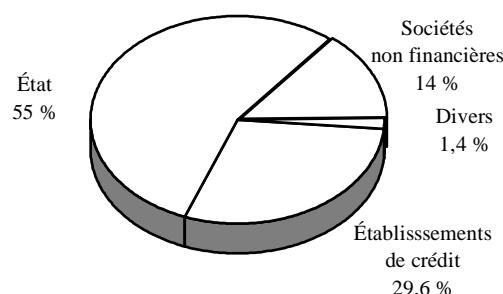
Les remboursements d'emprunts effectués au troisième trimestre ayant atteint 38 milliards de francs, la collecte nette de l'État s'est établie à 23 milliards (contre 35 milliards le trimestre précédent).

ÉMISSIONS BRUTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

9 mois 1994

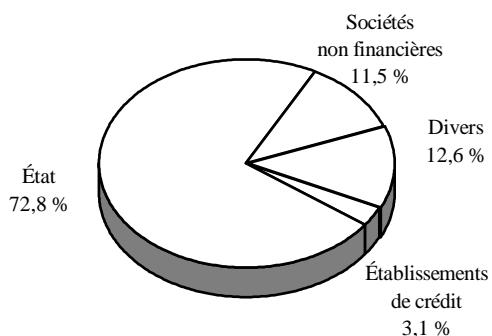


Année 1993

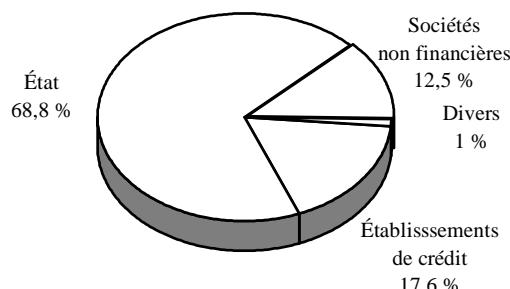


ÉMISSIONS NETTES DES RÉSIDENTS PAR SECTEUR ÉMETTEUR

9 mois 1994



Année 1993



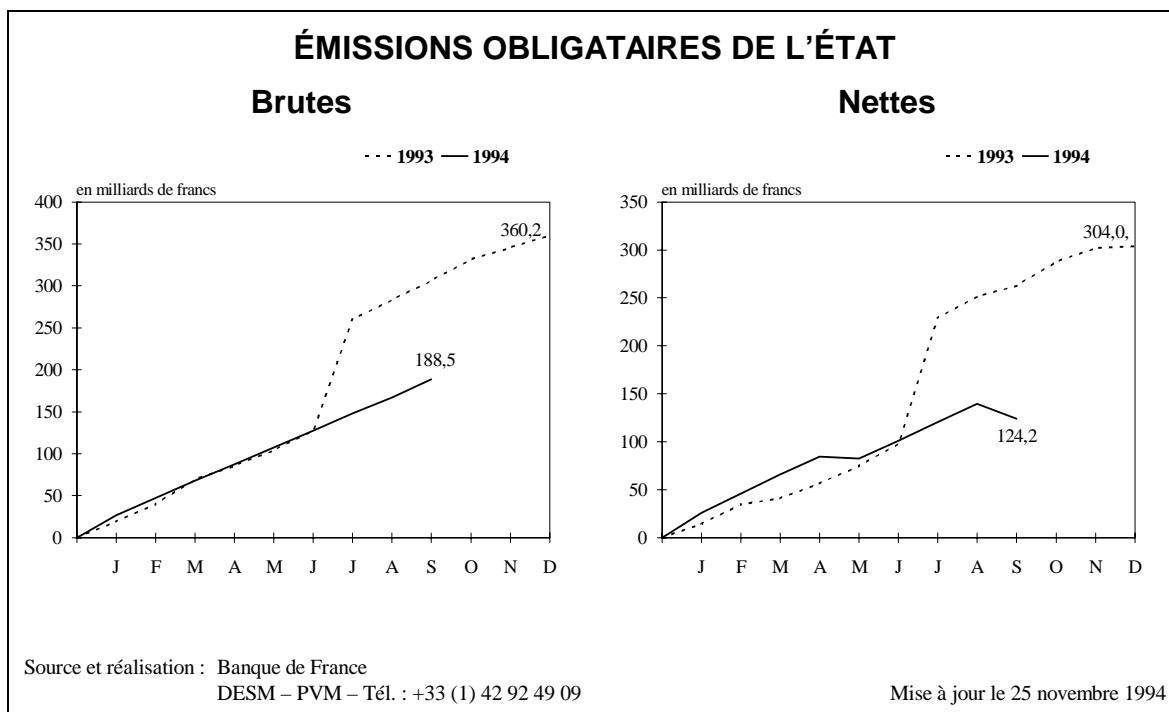
Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 25 novembre 1994

Au terme des neuf premiers mois, la collecte brute de l'État (188 milliards de francs) a fléchi fortement d'une année sur l'autre en raison de l'incidence du grand emprunt d'État réglé en juillet 1993. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 124 milliards de francs en 1994, en diminution de 139 milliards (29 milliards hors GEE) d'une période à l'autre.

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

Nettement prépondérante sur le marché intérieur (avec près de 95 % des émissions nettes des résidents), la part de l'État représente également, à fin septembre 1994, presque les trois quarts de la collecte nette globale en francs ou en écus des résidents (contre 69 % en 1993 et 44 % seulement en 1992).



La collecte brute des *autres émetteurs résidents*, réalisée entièrement en francs, a diminué de 13 milliards de francs d'un trimestre sur l'autre pour s'établir à 23 milliards environ (dont 6 milliards seulement émis sur le compartiment international).

Les *établissements de crédit* ont recueilli 14 milliards de francs (soit plus de 60 % de ces fonds) dont moins de 5 milliards en eurofrancs. Les *banques* ont levé 7 milliards de francs (3 milliards le trimestre précédent) dont 2 milliards en eurofrancs. Les *sociétés financières* ont recueilli 1 milliard de francs (4 milliards le trimestre précédent). Les *institutions financières spécialisées* ont collecté 6 milliards de francs (9 milliards auparavant) dont 2 milliards sur le compartiment international. Les *caisses d'épargne* et les *institutions financières diverses* n'ont quasiment pas émis au cours du trimestre sous revue. Nette des amortissements, la collecte des établissements de crédit est redevenue positive à hauteur de 2 milliards de francs (en hausse de 17 milliards d'un trimestre sur l'autre).

Au terme des neuf premiers mois, la collecte brute des établissements de crédit a atteint 86 milliards de francs en 1994¹, contre 140 milliards un an plus tôt. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 5 milliards de francs seulement en 1994, en retrait de près de 50 milliards d'une période à l'autre.

La part des établissements de crédit dans la collecte brute des résidents est passée de 30 % en 1993 (mais 36 % des émissions hors GEE) à moins de 25 % en 1994. Compte tenu du montant toujours important des amortissements réglés au cours de cette période (81 milliards de francs, contre 116 milliards pour l'ensemble de l'année 1993) et du recul sensible du coefficient de couverture des remboursements de ce secteur par de nouvelles émissions (ce coefficient a régressé de 1,7 pour l'année

¹ Les institutions financières spécialisées, les banques et les sociétés financières ont effectué respectivement 48 %, 32 % et 15 % de ces émissions. Un peu moins de la moitié (42 milliards de francs) a été levée sur le marché international.

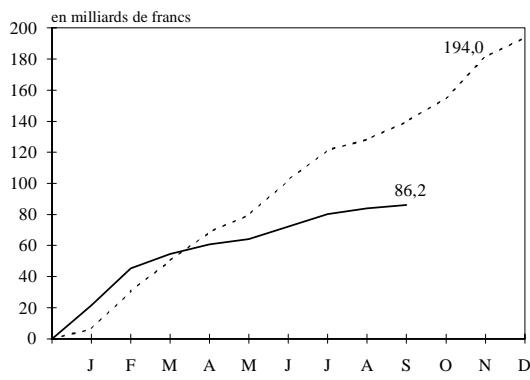
1993 à 1,1 en 1994), leur part dans la collecte nette des remboursements a baissé plus fortement encore, passant de 18 % (24 % hors GEE) à 3 % seulement d'une période à l'autre. Cependant, la situation des banques diffère de celle des institutions financières spécialisées. Les banques n'ont pas sollicité le marché à hauteur du montant de leurs amortissements. Elles enregistrent donc une collecte nette fortement négative (- 10 milliards de francs) et affichent un coefficient de couverture inférieur à 1 (0,7, contre 1,1 en 1993). Leur présence toujours active sur le marché de l'eurofranc (16 milliards de francs collectés à fin septembre 1994, après 23 milliards en 1993) n'a pas compensé la contraction très sensible de leurs émissions sur le marché intérieur. Les institutions financières spécialisées ont, en proportion, sollicité plus faiblement en 1994 le compartiment de l'eurofranc et enregistrent une collecte nette globale positive (7 milliards de francs) bien que légèrement déficitaire sur le marché intérieur.

ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

Brutes

--- 1993

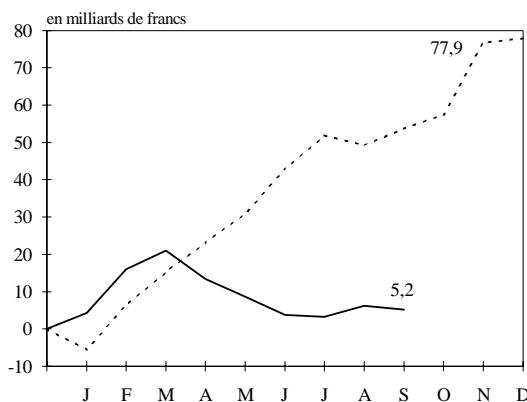
— 1994



Nettes

--- 1993

— 1994

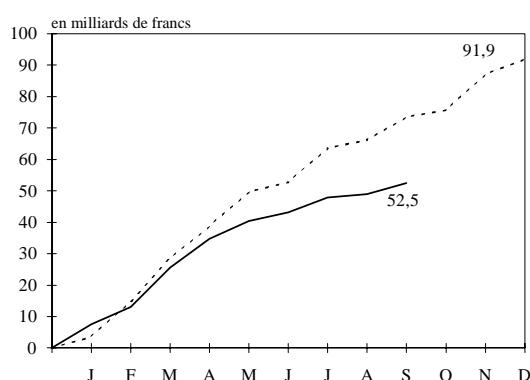


ÉMISSIONS OBLIGATAIRES DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Brutes

--- 1993

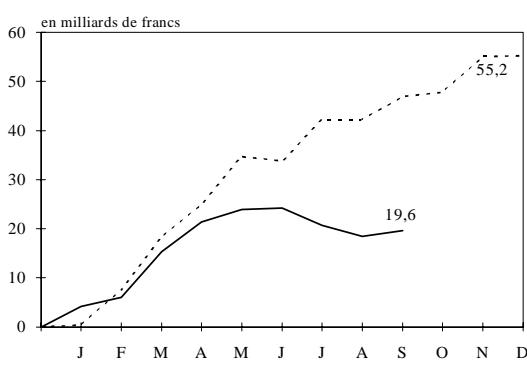
— 1994



Nettes

--- 1993

— 1994



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

Mise à jour le 25 novembre 1994

Les *sociétés non financières* ont réduit, d'un trimestre sur l'autre, de 18 milliards de francs à moins de 9 milliards (dont 1 milliard en eurofrancs) leur appel au marché. Les *grandes entreprises nationales* ont collecté un peu plus de 3 milliards de francs (8 milliards le trimestre précédent) en totalité sur le compartiment intérieur. Les *autres sociétés non financières* ont levé moins de 6 milliards de francs (après 9 milliards au deuxième trimestre) essentiellement sur le marché intérieur et le plus souvent sous la forme d'emprunts convertibles en actions. Nettes des amortissements, les émissions des sociétés non financières ont enregistré un déficit de 5 milliards de francs, en recul de 14 milliards d'un trimestre sur l'autre.

Au terme des neuf premiers mois, la collecte brute des sociétés non financières a atteint 53 milliards de francs en 1994¹, contre 74 milliards un an plus tôt. Nette des amortissements, elle s'est élevée à 20 milliards de francs, en baisse de 27 milliards d'une période à l'autre. Leur part dans la collecte brute des résidents a légèrement progressé, pour atteindre 15 % à fin septembre 1994. La diminution, d'une période à l'autre, du coefficient de couverture de leurs remboursements (de 2,3 à 1,6) a cependant réduit légèrement leur part dans la collecte nette. Toutefois, si l'on exclut le grand emprunt d'État des flux réglés en 1993, la diminution du poids des sociétés non financières dans la collecte des résidents apparaît beaucoup plus sensible.

1.6. Les principaux événements intervenus au cours du troisième trimestre 1994

La *réforme de l'organisation du calendrier*, présentée en mai dernier par la direction du Trésor au Comité des émissions en vue de faciliter l'accès des émetteurs au marché intérieur², est entrée en application le 4 juillet 1994. L'accès au marché obligataire reste régulé par la direction du Trésor en concertation avec les autres membres du Comité des émissions. Ce dernier veille en particulier à ce que l'accès au marché soit facilité aux grands emprunteurs récurrents et gère les priorités au niveau global.

Mi-septembre, le ministre de l'Économie a rendu publiques les modalités pratiques de placement dans le réseau bancaire d'*OAT destinées aux particuliers*. Une convention passée entre l'État et les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT)³ fixe le montant annuel que ces derniers s'engagent à prendre ferme. Mensuellement, chaque SVT se verra allouer un quota fixe (à hauteur de sa part dans le total des engagements réservé à chaque tranche d'OAT) sur la base du prix moyen des adjudications, qui continueront d'être organisées selon les mêmes procédures qu'actuellement. La clientèle sera servie au pied du coupon (c'est-à-dire sans règlement des coupons courus), sur la base du prix moyen d'adjudication majoré d'une commission de 2 %. Une centralisation des ordres de souscription sera assurée à tour de rôle par les grands établissements à réseaux, la Banque nationale de Paris se chargeant la première de cette fonction. L'objectif de cette formule est de remédier à la quasi-disparition des placements directs des ménages en titres d'État à long terme. Les volumes proposés chaque mois, à compter du 6 octobre, devraient avoisiner 1,5 milliard de francs.

La direction du Trésor a autorisé, à compter du 26 septembre 1994, le *démembrement*⁴ et le *remembrement* (sans contingentement ni limitation aucune) des « OAT 6,75 % octobre 2004 » émises depuis le mois de juin 1994. Afin de rendre fongibles les certificats d'intérêt avec ceux de même date, issus du démembrement d'autres OAT, leur montant nominal a été fixé à 5 francs.

¹ Les grandes entreprises nationales (GEN) n'ont effectué que 33 % de ces émissions, contre les deux tiers en 1993.

² Sur le marché intérieur, une inscription au calendrier devait être demandée au Comité des émissions trois semaines au moins avant le lancement d'un emprunt sur le « grand marché » (émission supérieure à 1 milliard de francs, toutes tranches confondues inscrites à un même Balo). Sur le « petit marché » (émission inférieure à 1 milliard de francs dans la limite de 2 milliards par émetteur et par année civile), les opérations étaient libres. Toutefois, il était demandé aux émetteurs ou à leurs chefs de file d'informer le Comité au plus tard la veille de l'opération envisagée.

³ Les SVT n'ont pas toutefois l'exclusivité du placement de ces OAT. Les réseaux bancaires n'ayant pas ce statut peuvent en effet signer directement une convention de placement avec l'État s'ils s'engagent à placer 750 millions de francs d'OAT par an.

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

1.7. Les encours à fin septembre 1994

DETTE OBLIGATAIRE EN FRANCS ET EN ÉCUS (a)					
	(en valeur nominale et en milliards de francs)				
	Fin 1990	Fin 1991	Fin 1992	Fin 1993	Septembre 1994
Dette en francs émise sur le marché intérieur					
– par les résidents.....	2 512	2 700	2 894	3 219	3 349
– par les non-résidents.....	28	31	31	30	34
.....					
Dette en écus émise sur le marché intérieur					
– par les résidents.....	38	53	69	85	95
.....					
– par les non-résidents.....	1	1	1	1	1
Dette en francs émise sur le marché international					
– par les résidents.....	38	97	172	292	332
– par les non-résidents.....	39	70	111	186	236
Dette en écus émise sur le marché international					
– par les résidents.....	28	44	55	53	54
– par les non-résidents.....	13	12	12	12	9
Total	2 697	3 009	3 347	3 878	4 110
dont dette émise par les résidents	2 616	2 893	3 191	3 649	3 831
dette émise par les non-résidents.....	81	115	156	230	280

(a) Obligations (y compris Codevi) + titres participatifs émis sur le marché intérieur et le marché international, cotées à la Bourse de Paris ; contrevalue de 7 francs pour 1 écu jusqu'en septembre 1992, puis 6,65 francs à partir de cette date

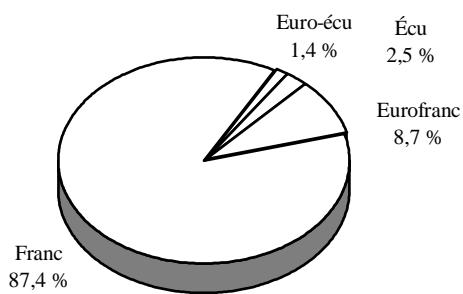
Source et réalisation : Banque de France
DESM – PVM – Tél. : +33 (1) 42 92 49 09

Mise à jour le 25 novembre 1994

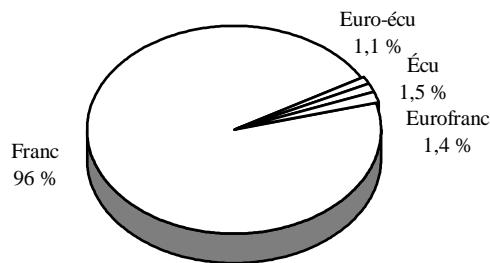
Le montant (exprimé en valeur nominale) de la dette obligataire *émise en francs ou en écus par les résidents* atteignait environ 3 830 milliards de francs à fin septembre 1994, contre un peu plus de 2 600 milliards à fin 1990. La ventilation de cet encours par marché et par devise reflète la progression entre ces deux dates de la part émise sur le marché international (passée de moins de 3 % à 10 %) ainsi que le faible accroissement relatif de la dette libellée en écus qui représentait un peu moins de 4 % de l'encours global à fin septembre 1994, contre 2,6 % auparavant.

DETTE OBLIGATAIRE DES RÉSIDENTS PAR MARCHÉ ET PAR DEVISE

Septembre 1994



Fin 1990



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

Mise à jour le 25 novembre 1994

2. Le marché des actions

D'un trimestre sur l'autre, les émissions d'actions ont progressé de 12 milliards de francs pour atteindre 73 milliards. Avec un total de 207 milliards de francs au cours des trois premiers trimestres, les émissions d'actions et de titres assimilés ont sensiblement augmenté par rapport à la période correspondante de 1993 (+ 25 %). Cette hausse tient surtout aux émissions d'actions cotées, dont le dynamisme s'est poursuivi au cours du troisième trimestre. Pour les seuls neuf premiers mois de 1994, elles se sont élevées à 67 milliards de francs, soit un chiffre équivalent au total de ces émissions en 1993.

	ÉMISSIONS D'ACTIONS ET DE CERTIFICATS D'INVESTISSEMENT				
	2 ^e trim. 1994	3 ^e trim. 1994	9 mois 1994	9 mois 1993	Année 1993
Administrations publiques (hors La Poste)	–	–	–	0,1	0,1
Établissements de crédit et assimilés	4,7	13,9	28,8	18,9	33,5
dont banques	4,1	9,2	17,9	13,6	24,6
Sociétés et quasi-sociétés non financières	52,7	58,3	171,6	142,1	201,9
– GEN (y compris La Poste)	–	–	–	–	–
– autres sociétés	52,7	58,3	171,6	142,1	201,9
Compagnies d'assurance.....	3,4	0,6	6,7	4,7	4,9
Non-résidents	–	–	–	–	–
Total émis (a)	60,8	72,8	207,2	165,8	240,4
dont émissions de titres cotés (b)	25,9	24,8	66,7	31,0	66,3
dont émissions avec appel public à l'épargne (c)	27,0	27,0	69,6	30,6	67,0

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

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

Mise à jour le 25 novembre 1994

